

Akt. Kurs (11.12.07, 12:00, Xetra): 13,60 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **13,80 (13,80) EUR**

Branche: Einzelhandel
Land: Deutschland
ISIN: DE0005199905
Reuters: ECKG.DE
Bloomberg: ECK

Kurzbeschreibung

Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Die Geschäfte verkaufen Damen-, Herren- und Kinderkleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und Geschenkartikel.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	14,82 €	7,60 €
Aktueller Kurs:	13,60 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	38,2%	
Marktkapitalis.:	50,3 Mio. €	

Anlagekriterien

Korrektur unserer Umsatzschätzungen

Im Nachgang zu unserer Research-Note vom 31.10. wies uns Ludwig Beck im Rahmen eines Unternehmensgespräches darauf hin, dass in unseren bisherigen Umsatzschätzungen die (zeitweise) Stilllegung von Flächen nicht hinreichend berücksichtigt war. Daher sind die von uns zu Grunde gelegten Wachstumsraten zwar flächenbereinigt realistisch, in absoluter Höhe haben wir unsere Umsatzschätzungen jedoch zu hoch angesetzt.



Quelle: Market-Maker

Durch die großen Umbaumaßnahmen im Münchner Stammhaus im laufenden Jahr hält Ludwig Beck nach einem nahezu konstanten Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) des Münchener Kaufhauskonzerns von 58,4 (Vorjahr 58,5) Mio. Euro in den ersten neun Monaten für das Gesamtjahr eine Steigerung auf gut 89 Mio. Euro für denkbar. Wir passen unsere Umsatzschätzung für 2007 daher auf 89,3 (bisher 93,0) Mio. Euro an.

Kennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	87,4	89,3	91,5	95,2
<i>bisher</i>	---	93,0	99,5	104,0
EBIT	6,8	7,3	8,5	8,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,4	2,5	2,6	2,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,42	0,74	0,71	0,73
<i>bisher</i>	---	0,75	0,78	0,80
Dividende	0,20	0,35	0,40	0,45
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	32,4	18,4	19,3	18,7
Div.rendite	1,5%	2,6%	2,9%	3,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Im kommenden Jahr ist die Stilllegung der Multilabel-Filiale „pep“ im Perlacher Einkaufszentrum per 31.12.2007 zu berücksichtigen. Diese wird sich zwar positiv auf das Ergebnis des Konzerns auswirken, der wegfallende Umsatz ist jedoch bei den Gesamterlösen zu beachten. Für 2008 hält das Management daher einen Umsatz von gut 90 Mio. Euro für erreichbar, weshalb wir unsere Schätzung auf 91,5 (99,5) Mio. Euro reduzieren.

Analog passen wir auch unsere Prognose für 2009 auf nunmehr 95,2 Mio. Euro Umsatz an, da sich dann der im nächsten Jahr anstehende Ausbau des 5. Stocks im Münchner Stammhaus, der eine Erweiterung der Verkaufsfläche um 800 qm ermöglicht, erstmals ganzjährig auswirken wird.

Ergebnisprognosen auf EPS-Ebene durch Kapitalerhöhung beeinflusst

Auf unsere Ergebnisschätzungen hat die Anpassung der Umsatzprognosen keine Auswirkungen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Beendigung der Umbauarbeiten im Stammhaus für positive Impulse sorgen wird und somit unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2007 sicher erreicht werden.

Wir rechnen weiterhin mit einem Jahresüberschuss von 2,5 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,74 (bisher 0,75) Euro bedeuten würde. Dabei haben wir die erhöhte Anzahl der Aktien aus der Kapitalerhöhung mit einem Monat anteilig berücksichtigt.

Ohne den bereits in unserer Research-Note anlässlich des Halbjahresberichts berücksichtigten Steuereffekt läge das Ergebnis je Aktie bei circa 0,51 Euro, was wir immer noch als gut bewerten würden.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Für 2008 erwarten wir in absoluten Zahlen weiterhin eine beschleunigte Ergebnisentwicklung, da die in 2007 getätigten Investitionen im Stammhaus erstmals im gesamten Jahr 2008 ihre positive Wirkung entfalten sollten. Wir erwarten daher im kommenden Jahr unverändert einen Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 2,6 Mio. Euro, was ein Übertreffen der Prognose des Unternehmens (2,5 Mio. €) bedeuten würde.

Auf der Ebene des Ergebnisses je Aktie wirkt sich jedoch in den kommenden Jahren die am 26.11. gemeldete Kapitalerhöhung aus. Durch den Einstieg der INTRO-Verwaltungs GmbH, Reichenschwand, die 335.000 neue Aktien zum Ausgabebetrag von 13,30 Euro je Aktie gezeichnet hat, erhöht sich die Aktienzahl von 3,36 auf 3,695 Millionen Stück. Wir haben die Werte für 2008 daher auf 0,71 (bisher 0,78) Euro und für 2009 auf 0,73 (0,80) angepasst.

Sowohl für 2007 als auch für 2008 erwarten wir eine Fortsetzung der aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik von Ludwig Beck, die beim aktuellen Kurs Renditen von circa 3 Prozent bedeuten würde.

Bewertung

Unsere Peer Group haben wir aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Karstadt, Metro und Praktiker) als vergleichbaren Firmen an der Börse gebildet. Auf Basis unserer Gewinnschätzung von 0,71 (bisher 0,78) Euro je Aktie und einem durchschnittlichen 2008er-KGV der Peer Group von 14,1 (16,0) sowie eines Abschlags von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe kommen wir zu einem fairen Wert von 8,45 Euro für die Ludwig-Beck-Aktie.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einahmen von Ludwig Beck haben wir uns zusätzlich für die Bewertung anhand eines DCF-Modells entschieden. Unsere Berechnung (Ausgangs-Cash Flow 6,1 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,78%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen einen fairen Wert von 19,22 Euro.

Als fairen Wert der Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer-Group- und DCF-Bewertung zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom deutschen Einzelhandel und Konsumklima ab, tragen auf der anderen Seite aber auch der Fähigkeit von Ludwig Beck Rechnung, am exklusiven Hauptstandort hohe Margen zu generieren. Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 13,71 Euro, so dass wir unser Kursziel unverändert bei 13,80 Euro belassen.

Der niedrigere Wert aus dem Peer-Group-Vergleich aufgrund des Kursrückgang einiger Vergleichsfirmen und der erhöhten Anzahl an Aktien bei Ludwig Beck wird durch den höheren Fair Value aus dem DCF-Modell kompensiert, wodurch sich die genannten Effekte unter dem Strich nahezu ausgleichen.

Fazit

Im Zuge der Konzentration auf dem Hauptstandort haben wir unsere Umsatzzuschätzungen überarbeitet. Auf Ertragsebene haben wir jedoch keine Änderungen vorgenommen, da zum einen die wegfallenden Standorte hier nicht ins Gewicht fallen und zum anderen im Jahr 2008 die umgebauten Flächen im Stammhaus erstmals im gesamten Geschäftsjahr zur Verfügung stehen. Zudem haben wir erhöhte Anzahl an Aktien aus der Ende November durchgeführten Kapitalerhöhung berücksichtigt.

Insgesamt hat sich unsere Einschätzung der Ludwig Beck Aktie nicht verändert. Mit einem KGV von 19,3 bewegt sich die Bewertung der Aktie am oberen Rand des für Handels- und Konsumwerte üblichen Rahmens und ist damit unseres Erachtens adäquat bewertet, so dass wir nur begrenztes Kurspotenzial sehen. Die Dividendenrendite von 2,6 Prozent für das laufende und 2,9 Prozent für das kommende Geschäftsjahr sollte den Kurs hingegen nach unten weitgehend absichern.

Die Aktie der Ludwig Beck AG ist für uns aus den dargelegten Gründen daher weiterhin eine Halteposition, so dass wir unser Anlageurteil „Halten“ mit einem Kursziel von 13,80 Euro an dieser Stelle bestätigen.

Aktionärsstruktur

Rudolf Wöhl Gruppe	26,6%
ATON-Gruppe	25,1%
INTRO Verwaltungs GmbH	10,1%
Streubesitz	38,2%

Termine

Mitte März 2008	Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2007 und Bilanzpressekonferenz
09.05.2008	Hauptversammlung

Kontaktadresse

Ludwig Beck AG
Marienplatz 11
D-80331 München

Email: info@ludwigbeck.de
Internet: <http://www.ludwigbeck.de>

Ansprechpartner Investor Relations:

Frau Gesine Beste und Frau Metis-Corinna Tarta (esVedra consulting GmbH)

Tel.: +49 (0) 89 / 288 08 – 136 / 133
Fax: +49 (0) 89 / 288 08 - 149
Email: gesine.beste@esvedra-consulting.com / metis.tarta@esvedra-consulting.com

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
31.10.07	13,70 €	Halten	13,80 €
31.07.07	12,20 €	Halten	12,80 €
11.06.07	11,00 €	Halten	11,30 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.07):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	62,3%	78,9%
Halten	28,3%	15,8%
Verkaufen	9,4%	5,3%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Ludwig Beck AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.