

Akt. Kurs (19.03.08, 11:48, Xetra): 12,61 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **13,80 (13,80) EUR**

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

## Kurzbeschreibung

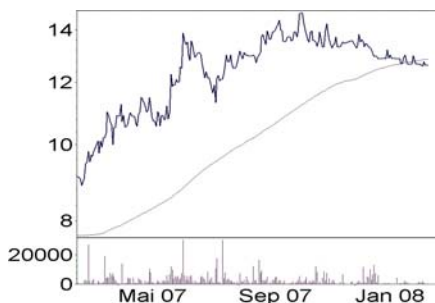
Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Die Geschäfte verkaufen Damen-, Herren- und Kinderkleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	14,82 €	8,87 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	12,61 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.695.000	
<b>Streubesitz:</b>	38,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	46,6 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Gute Zahlen für 2007 im Rahmen unserer Schätzungen

Ludwig Beck veröffentlichte am 14. März seine Bilanz für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007, das von umfangreichen Bauarbeiten am Stammsitz Marienplatz gekennzeichnet war. Vor diesem Hintergrund ging der Netto-Umsatz (ohne Mehrwertsteuer) plangemäß auf 87,0 (Vj. 87,4) leicht zurück. Flächenbereinigt wies Ludwig Beck beim Bruttoumsatz (inklusive Mehrwertsteuer) allerdings einen Zuwachs von 3,2 Prozent aus, was die gute Positionierung des Hauses im lokalen Markt unterstreicht. Zudem gelang es Ludwig Beck damit erneut, sich von der schwierigen Branchenkonjunktur des Textileinzelhandels abzukoppeln, der für 2007 lediglich ein bescheidenes Umsatzplus von einem Prozent vermeldete.



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	87,4	87,0	91,5	95,2
<i>bisher</i>	---	89,3	---	---
<b>EBIT</b>	6,8	7,2	8,5	8,7
<i>bisher</i>	---	7,3	---	---
<b>Jahresüb.</b>	1,4	2,6	2,6	2,7
<i>bisher</i>	---	2,5	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,42	0,76	0,71	0,73
<i>bisher</i>	---	0,74	---	---
<b>Dividende</b>	0,20	0,30	0,40	0,45
<i>bisher</i>	---	0,35	---	---
<b>KGV</b>	30,0	16,6	17,9	17,3
<b>Div.rendite</b>	1,6%	2,4%	3,2%	3,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auf Ergebnisebene konnte Ludwig Beck trotz der Umsatzstagnation dank der Konzentration auf höherwertige Sortimente Zuwächse vermelden. Das operative Ergebnis (EBIT) legte um 6 Prozent auf 7,2 (6,8) Mio. Euro zu, was eine erfreuliche Margensteigerung auf 8,2 (7,7) Prozent des Nettoumsatzes zur Folge hatte. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter verdoppelte sich durch einen positiven Steuereffekt im Zuge der Unternehmenssteuerreform bei einem konstanten Finanzergebnis auf 2,6 (1,4) nahezu. Das Ergebnis je Aktie stellte sich im Zuge dieser Entwicklung bei 0,76 Euro ein, wovon wir circa 25 Cent auf den genannten Steuereffekt zurückführen.

Insgesamt werten wir die Zahlen als sehr erfreulich. Zwar fiel der Umsatz im Zuge der von außen schwer einschätzbaren Auswirkungen der Umbaumaßnahmen am Stammsitz etwas niedriger als von uns geschätzt aus, auf Ertragebene legte das Münchener Unternehmen im Vergleich zu unseren Prognosen hingegen praktisch eine Punktlandung hin. Ein kleiner Wermutstropfen stellt aus unserer Sicht lediglich der Dividendenvorschlag dar, der mit 0,30 Euro je Aktie zwar eine Steigerung um die Hälfte vorsieht, damit aber dennoch um 5 Cent unter unserem Ansatz bleibt.

## Unveränderte Prognosen durch Ausblick untermauert

Für das laufende Geschäftsjahr haben wir in unserer Prognose mehrere gegensätzlich wirkende Maßnahmen in unsere Schätzung eingearbeitet. Zum einen haben wir Stilllegung der Multilabel-Filiale „pep“ im Perlacher Einkaufszentrum per 31.12.2007 berücksichtigt, auf der anderen Seite erhöht die im zweiten Halbjahr in Betrieb gehende Erweiterung der Verkaufsfläche im fünften Geschoss um circa 800 qm Verkaufsfläche das Umsatzpotenzial von Ludwig Beck. Für 2008 hält das Management daher einen Umsatz von gut 90 Mio. Euro für erreichbar, weshalb wir unsere Schätzung bei 91,5 Mio. Euro unverändert belassen.

Auf der Ergebnisebene sollten sich die im abgelaufenen Geschäftsjahr getätigten Investitionen in eine Aufwertung der Verkaufsflächen überproportional bemerkbar machen, so dass wir momentan ein Übertreffen der vom Vorstand veröffentlichten EBIT-Prognose in Höhe von 8,0 Mio. Euro für möglich halten und unsere Schätzung mit 8,5 Mio. Euro bestätigen.

Im Zuge des Wegfalls des steuerlichen Sondereffektes aus dem Vorjahr wird zwar der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mathematisch bei 2,6 Mio. Euro stagnieren und im Zuge der erhöhten Anzahl an Anteilscheinen auf Ebene des Ergebnisses je Aktie sogar auf 0,71 Euro zurückgehen. Bei Bereinigung um den Steuereffekt ergäbe sich jedoch ein knapp vierzigprozentiger Zuwachs gegenüber dem bereinigtem EPS in Höhe von 0,51 Euro je Aktie.

Sowohl für 2008 als auch für 2009 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 Gewinnsschätzung von 0,71 Euro je Aktie und einem durchschnittlichen 2008er-KGV der Peer Group von 13,2 (bisher 14,1) 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 7,90 (8,45) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen von Ludwig Beck haben wir uns zusätzlich für die Bewertung anhand eines DCF-Modells entschieden. Unsere Berechnung (Ausgangs-Cash Flow 4,9 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,39%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen einen fairen Wert von 19,84 (19,22) Euro. Der Anstieg dieses Zwischenergebnisses resultiert aus dem gesunkenen Zinsniveau und der zurückgegangenen Nettoverschuldung.

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 13,87 (13,71) Euro, so dass wir unser Kursziel nach einer Rundung somit unverändert bei 13,80 Euro belassen.

Der niedrigere Wert aus dem Peer-Group-Vergleich im Zuge des Kursrückgang einiger Vergleichsfirmen wird durch den höheren Fair Value aus dem DCF-Modell kompensiert, wodurch sich die genannten Effekte unter dem Strich ausgleichen.

### **Fazit**

Ludwig Beck blickt auf ein erfolgreiches Jahr zurück. Dieses brachte trotz der wegen des Umbaus des Stammhauses erwartungsgemäß nur stagnierenden Umsätze einen klaren Ertragszuwachs, der aufgrund eines Steuereffektes unter dem Strich sogar recht deutlich ausfiel. Insgesamt erfüllten die vorgelegten Zahlen unsere Erwartungen. Im Geschäftsjahr 2008 sollte Ludwig Beck

von den angesprochenen Vorleistungen profitieren und wird nach unserer Einschätzung trotz des wegfallenden positiven steuerlichen Sondereffektes an das letztjährige Ertragsniveau anknüpfen können.

Leider ist die vor dem Hintergrund der schwierigen Lage im deutschen Textil-einzelhandel beachtenswerte Marktstellung von Ludwig Beck im derzeitigen Kursniveau bereits eingepreist. Mit einem KGV von 18,1 für das laufende Geschäftsjahr bewegt sich die Bewertung der Aktie weiter am oberen Rand des für Handels- und Konsumwerte üblichen Rahmens und trägt der Geschäftsentwicklung adäquat Rechnung. Auf der anderen Seite sehen wir bei anhaltend positiver Entwicklung auch das Rückschlagspotenzial als begrenzt an.

Die Aktie der Ludwig Beck AG ist für uns aus den geschilderten Gründen daher weiterhin eine Halteposition und hat sich auch im schlechten Börsenklima der letzten Monate durch ihre relative Stärke positiv vom Umfeld abgehoben. Daher bestätigen wir an dieser Stelle unser Anlageurteil „Halten“ mit einem unveränderten Kursziel von 13,80 Euro.

**Aktionärsstruktur**

Rudolf Wöhrl Gruppe	26,5%
ATON-Gruppe	25,1%
INTRO Verwaltungs GmbH	10,1%
Streubesitz	38,3%

**Termine**

22.04.2008	Dreimonatsbericht
09.05.2008	Hauptversammlung
22.07.2008	Halbjahresbericht
21.10.2008	Neunmonatsbericht

**Kontaktadresse**

Ludwig Beck AG  
Marienplatz 11  
D-80331 München

Email: [info@ludwigbeck.de](mailto: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](mailto:gesine.beste@esvedra-consulting.com) / [metis.tarta@esvedra-consulting.com](mailto: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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
11.12.07	13,60 €	Halten	13,80 €
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 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	0,0%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
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](http://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.