

Akt. Kurs (06.05.08, 10:52, Xetra): 12,32 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **13,20 (13,80) EUR**

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

## Kurzbeschreibung

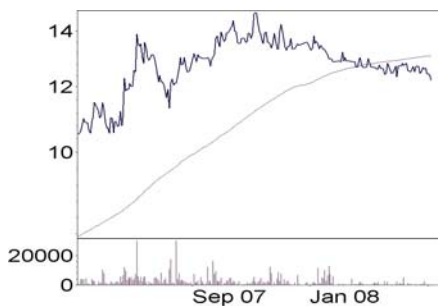
Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Die Geschäfte verkaufen Damen-, Herren- und Kinderkleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	14,82 €	10,16 €
Aktueller Kurs:	12,32 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	38,2%	
Marktkapitalis.:	45,5 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Auftaktquartal in Einklang mit der Branchentendenz

Ludwig Beck veröffentlichte am 22. April seine Zahlen für das Auftaktquartal des Geschäftsjahres 2008. Dabei konnte sich das Münchener Unternehmen auf Quartalsbasis erstmals seit geraumer Zeit nicht mehr von der nach wie vor schwierigen Branchentendenz im Textileinzelhandel abkoppeln. Insgesamt vermeldete Ludwig Beck einen Umsatzrückgang um 6,4 Prozent auf 21,6 (Vj. 23,0) Mio. Euro, flächenbereinigt waren es etwas moderatere 3,9 Prozent.



Quelle: Market-Maker

Während Ludwig Beck im Januar und Februar mit flächenbereinigten Umsatzsteigerungen von 4,5 bzw. 4,0 Prozent der negativen Branchentendenz wie gewohnt noch trotzen konnte, gelang dies im März nicht mehr. Mit einem flächenbereinigten Umsatzminus von 15,3 Prozent lag man sogar noch etwas schlechter als der Marktdurchschnitt von 12 Prozent. Zu beachten ist dabei, dass der März wegen der in diesem Jahr sehr früh terminierten Osterfeiertage drei Verkaufstage weniger als im Vorjahr hatte.

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	87,4	87,0	91,5	95,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	6,8	7,2	8,5	8,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	1,4	2,6	2,6	2,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,42	0,76	0,71	0,73
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,20	0,30	0,40	0,45
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	29,3	16,2	17,5	16,9
<b>Div.rendite</b>	1,6%	2,4%	3,2%	3,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Auf Ergebnisebene fielen die Zahlen im Zuge einer guten Kostendisziplin besser aus. In absoluten Zahlen konnten die Kosten von 8,7 auf 8,2 Mio. Euro gesenkt werden. Somit bewegten sich die operativen Gewinngrößen EBITDA bzw. EBIT mit 1,1 bzw. 0,2 Mio. Euro exakt auf Vorjahresniveau. Obwohl die Zahlen auf Umsatzebene leicht enttäuschten, stufen wir sie auf Ergebnisebene hingegen als zufriedenstellend ein. Bei der Beurteilung weisen wir jedoch daraufhin, dass das erste Quartal bei Handelsunternehmen traditionell das schwächste ist und für das Ergebnis des Gesamtjahres vor allem das vierte Quartal verantwortlich ist.

### Privater Konsum aktuell mit widersprüchlichen Signalen

Die jetzt gemeldeten Zahlen von Ludwig Beck befinden sich im Einklang mit der allgemeinen Tendenz im Einzelhandel. Laut Zahlen des Statistischen Bundesamtes verzeichnete der Konsum im März ein Minus von 3,7 (preisbereinigt 6,3) Prozent was deutlich über den Erwartungen der Volkswirte von minus 2,3 Prozent gelegen hat.

Auf der anderen Seite zeigt sich das von der GfK ermittelte Konsumklima mit 4,5 Punkten unerwartet stabil. Hier fließen jedoch laut GfK widersprüchliche Entwicklungen mit ein. Während die Verbraucher unter dem Eindruck der zuletzt verhandelten starken Lohnerhöhungen in verschiedenen Branchen die Einkommenserwartungen wieder zuversichtlicher einschätzen, verzeichneten die Barometer für die allgemeine Konjunkturerwartung und die davon abhängige Anschaffungsneigung nach guten Zahlen zum Jahresauftakt im März wieder Rückgänge.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

### **Unveränderte Schätzungen durch Unternehmensprognose untermauert**

Im Rahmen des Quartalsberichtes bekräftigte Ludwig Beck seine bereits kommunizierten Planzahlen, die eine Steigerung des EBIT um circa 10 Prozent vorsehen.

Wir gehen vor diesem Hintergrund weiterhin von einem Umsatz von 91,5 Mio. Euro aus. Der durch die Schließung der PEP-Filiale in Neuperlach aus dem Markt genommene Fläche steht ein um 800 Quadratmeter erweitertes Angebot im Stammsitz am Marienplatz gegenüber, so dass wir unsere Schätzungen weiterhin als realistisch einstufen.

Auf der Ergebnisebene sollten sich die im abgelaufenen Geschäftsjahr getätigten Investitionen in eine Aufwertung der Verkaufsflächen überproportional bemerkbar machen, so dass wir weiterhin 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 aufrecht erhalten.

Im Zuge des Wegfalls des steuerlichen Sondereffektes aus dem Vorjahr wird zwar der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mathematisch mit 2,6 Mio. Euro unverändert bleiben. Wegen der erhöhten Anzahl an Anteilsscheinen wird das Ergebnis je Aktie hingegen auf 0,71 Euro zurückgehen. Bei einer Korrektur um den Steuereffekt in 2007 ergäbe sich jedoch ein knapp 40-prozentiger 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 eine Rendite 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 Euro je Aktie und einem durchschnittlichen 2008er-KGV der Peer Group von 13,4 (bisher 13,2) sowie eines Abschlags von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe kommen wir zu einem leicht höheren fairen Wert von 8,02 (7,90) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie. Darin spiegelt sich die zuletzt sehr stabile Wertentwicklung der Konsum- und Handelswert in einem rauen Börsenumfeld wider.

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 6,77%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen einen fairen Wert von 18,28 (19,84) Euro. Der Rückgang dieses Zwischenergebnisses resultiert aus dem um 0,5 Punkten gestiegenen Zinsniveau seit unserer letzten Analyse.

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 13,15 (13,87) Euro.

Der behauptete Wert aus dem Peer-Group-Vergleich wird im Zuge des gestiegenen Zinsniveaus vom gesunkenen Wert des DCF-Modells überkompensiert, so dass sich unser Fair Value ermäßigt und wir somit auch das Kursziel leicht auf 13,20 Euro senken.

### **Fazit**

Während sich Ludwig Beck im Januar und Februar noch vom allgemeinen Konsumklima abkoppeln konnte, schlug die nach wie vor schwierige Branchenentwicklung im März auf die Zahlen durch. Vor dem Hintergrund eines erstaunlich stabilen GfK-Konsumklimas sehen wir jedoch unsere Schätzungen nach wie vor als realistisch an, da das erste Quartal für einen Handelskonzern wie Ludwig Beck traditionell in der Bedeutung hinter dem entscheidenden vierten Quartal zurück steht.

Mit einem KGV von 17,6 für 2007 respektive 17,0 für 2008 sind die spezifischen Stärken von Ludwig Beck als defensive Qualitätsaktie in einem turbulenten Börsenfeld jedoch hinreichend im Kurs berücksichtigt, so dass wir die Aktie weiterhin als Halteposition einstufen. Die leichte Rücknahme unseres Kurszieles auf 13,20 Euro ist lediglich dem gestiegenen Zinsniveau seit der letzten Analyse geschuldet.

**Aktionärsstruktur**

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

**Termine**

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
19.03.08	12,61 €	Halten	13,80 €
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 31.03.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	64,0%
Halten	29,5%	28,0%
Verkaufen	8,2%	8,0%

### 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.