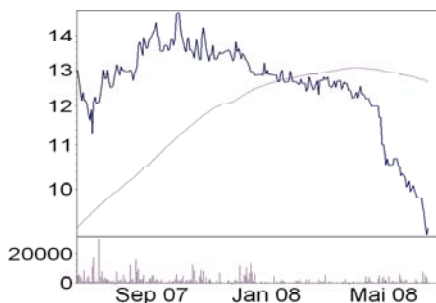


Akt. Kurs (24.07.08, 15:46, Xetra): 9,06 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **12,10 (13,80) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	14,82 €	9,05 €
Aktueller Kurs:	9,06 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	37,7%	
Marktkapitalis.:	33,5 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	87,4	87,0	91,5	95,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	6,8	7,2	8,5	8,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,4	2,6	2,6	2,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Akte	0,42	0,76	0,71	0,73
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,20	0,30	0,40	0,45
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGv	21,6	11,9	12,8	12,4
Div.rendite	2,2%	3,3%	4,4%	5,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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

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.

Anlagekriterien

Erstes Halbjahr dank Kostendisziplin mit gutem Ergebnis

Während Ludwig Beck sich im Januar und Februar den widrigen Begleitumständen des deutschen Einzelhandels noch erstaunlich gut entziehen konnte, blies dem Münchener Unternehmen bereits im März der Wind der rauen Branchenkonjunktur ins Gesicht. Diese Entwicklung setzte sich nunmehr auf Halbjahresebene fort.

Ludwig Beck musste beim Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) einen Umsatzrückgang von 5,3 Prozent auf 36,8 (Vj. 38,9) Mio. Euro hinnehmen. Flächenbereinigt schnitt das Unternehmen auf Bruttobasis mit einem Rückgang von 2,9 Prozent ein wenig besser ab. Als Gründe nannte Ludwig Beck neben der schwierigen Branchenkonjunktur auch das Fehlen des Umsatzes aus dem letztjährigen Sommer-Räumungsverkauf im Zuge des Stammhaus-Umbaus.

Auf Ergebnisebene fielen die Zahlen dank einer weiterhin zu konstatierenden Kostendisziplin aus unserer Sicht zufriedenstellend aus. So gelang es in einem widrigen Umfeld, die bei Konsum- und Handelsunternehmen sehr wichtige Rohertragsmarge (Nettoumsatz minus Materialaufwand) auf 40,2 (39,4) Prozent zu steigern. In absoluten Zahlen konnten die Kosten von 39,0 auf 37,2 Mio. Euro gesenkt werden.

Demzufolge bewegte sich das operative Ergebnis (EBIT) mit 1,3 (1,1) Mio. Euro nach Unternehmensangaben um 23 Prozent über Vorjahresniveau. Der traditionell auf Halbjahresebene beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter zu verzeichnende Fehlbetrag schrumpfte leicht auf 0,4 (-0,5) Mio. Euro. Die Zahlen bewegten sich damit im Rahmen unserer Erwartungen.

Konsumneigung der Verbraucher von hoher Inflationsrate beeinträchtigt

Entscheidend für das Abschneiden im Gesamtjahr ist für Handelsunternehmen stets das vierte Quartal mit dem Weihnachtsgeschäft. Hier sollte Ludwig Beck von seinen Umbaumaßnahmen wie z.B. der schon mit einer Auszeichnung bedachten neuen Musikabteilung profitieren. Nichtsdestotrotz ist eine Prognose im Zuge der diffusen Aussagen der Wirtschaftsforschungsinstitute zur mittelfristigen Entwicklung des privaten Verbrauchs derzeit schwierig.

Nachdem die Konsumneigung der deutschen Verbraucher Anfang des Jahres von den hohen Lohnabschlüssen in einigen Branchen profitierte, überlagert die im Zuge der steigenden Energie- bzw. Rohstoffpreise auf circa 3 Prozent angezogene Inflationsrate diese Entwicklung. Laut Prognose der GfK dürfte der reale Konsum in diesem Jahr lediglich um 0,5 Prozent wachsen. Der Hauptverband des Deutschen Einzelhandels (HDE) geht sogar von einem realen Minus in Höhe von 1,0 Prozent für 2008 aus.

Ludwig Beck ist somit auf eigene Maßnahmen zur Geschäftsbelebung angewiesen und kann keinen Rückenwind von den volkswirtschaftlichen Rahmen-daten erwarten.

Unveränderte Schätzungen durch Unternehmensprognose untermauert

Ludwig Beck bekräftigte bei der Vorlage seiner Halbjahreszahlen seine veröffentlichte Prognose eines EBIT von circa 8 Mio. Euro. Dieses soll nach Unternehmensangaben durch die „eigene Firmenkonjunktur“ sicher gestellt werden. Wir sehen diese Einschätzung als realistisch an und legen sie unseren Schätzungen zu Grunde.

Wir gehen unverändert 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 circa 1.000 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 im Halbjahresbericht bestätigten EBIT-Prognose in Höhe von 8,0 Mio. Euro für möglich halten und unsere Schätzung mit 8,5 Mio. Euro aufrecht erhalten. Entscheidend für das Erreichen dieses Wertes wird das diesjährige Weihnachtsgeschäft sein.

Aufgrund 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 4,4 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.

Unsere Gewinnschätzung von 0,71 Euro je Aktie führt in Verbindung mit dem durchschnittlichen 2008er-KGV der Peer Group von 11,7 (bisher 13,4) sowie einem Abschlag von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe zu einem fairen Wert von 7,04 (8,02) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie. Darin spiegelt sich die zuletzt sehr verhaltene Wertentwicklung der Konsum- und Handelswerte wegen der schlechten Konsumstimmung der deutschen Verbraucher wider.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einahmen von Ludwig Beck nehmen wir zusätzlich eine DCF-Bewertung vor. Unser Model (Ausgangs-Cash Flow 4,9 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,77%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt einen fairen Wert von 17,14 (18,28) Euro. Dieser Rückgang resultiert aus dem stark 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 12,09 (bisher 13,15) Euro, welchen wir auf unser neues Kursziel von 12,10 (13,20) Euro runden.

Fazit

Obwohl wegen der negativen Entwicklung des deutschen Konsums derzeit viel gegen Handels- und Konsumtitel spricht, hat die Börse bei vielen Aktien unseres Erachtens stark übertrieben. Diese Feststellung zeigt sich vor allem in der sehr großen Abweichung des fairen Wertes zwischen DCF-Modell und dem Resultat der Peer-Group-Bewertung.

Trotz dieser geschilderten Entwicklung legte Ludwig Beck unseres Erachtens vor allem auf Ergebnisebene gute Halbjahreszahlen vor. Diese Tatsache unterstreicht die Fähigkeit von Ludwig Beck, trotz eines widrigen Umfeldes eine „eigene Firmenkonzunktur“ zu erzeugen. Wir behalten deshalb unsere Schätzungen bei. Zwar beinhalten diese ein mindestens zufriedenstellendes Weihnachtsgeschäft. Da Ludwig Beck seine Prognose bestätigt hat, sehen wir jedoch derzeit keinen Grund, unsere vorsichtigen Schätzungen zu reduzieren.

Nachdem sich Ludwig Beck lange Zeit sehr stabil im schwierigen Marktumfeld behaupten konnte, ist die Aktie seit unserem letzten Analyse-Update im Zuge der jüngsten Abwärtswelle im Gesamtmarkt ebenfalls deutlich eingebrochen. Aufgrund der gesunkenen Bewertungsparameter reduzieren wir daher zwar unser Kursziel von 13,80 auf 12,10 Euro, stufen das Papier aber gleichzeitig von Halten auf Kaufen hoch.

Aktionärsstruktur

Rudolf Wöhrl Gruppe	27,0%
ATON-Gruppe	25,3%
INTRO Verwaltungs GmbH	10,0%
Streubesitz	37,7%

Termine

21.10.2008	Neunmonatsbericht
15.05.2008	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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
06.05.08	12,32 €	Halten	13,20 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,2%	65,4%
Halten	25,8%	26,9%
Verkaufen	9,1%	7,7%

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), 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.