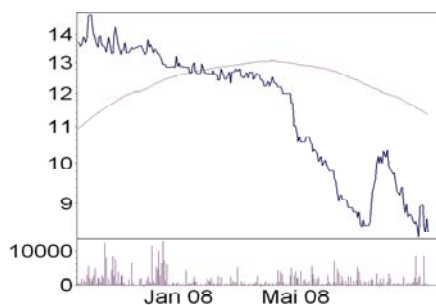


Akt. Kurs (23.10.08, 15:46, Xetra): 8,47 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **10,20 (12,10) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	14,82 €	8,20 €
Aktueller Kurs:	8,47 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	37,7%	
Marktkapitalis.:	31,3 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	87,4	87,0	87,5	89,8
<i>bisher</i>	---	---	91,5	95,2
EBIT	6,8	7,2	8,0	8,4
<i>bisher</i>	---	---	8,5	8,7
Jahresüb.	1,4	2,6	2,6	2,9
<i>bisher</i>	---	---	---	2,7
Erg./Aktie	0,42	0,76	0,71	0,78
<i>bisher</i>	---	---	---	0,73
Dividende	0,20	0,30	0,40	0,45
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	20,3	11,1	12,0	10,8
Div.rendite	2,4%	3,5%	4,7%	5,3%

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

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

Ludwig Beck trotz im dritten Quartal dem widrigen Branchentrend

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2008 steigerte Ludwig Beck den Umsatz (netto ohne Mehrwertsteuer) um 10,4 Prozent auf 21,6 (Vj. 19,5) Mio. Euro. Der Bruttoumsatzzuwachs (mit Mehrwertsteuer) betrug 10,8 Prozent. Bereinigt um eine im Vorjahr aufgelöste Filiale hätte sich hier sogar ein Plus von 13,3 Prozent ergeben. Dies ist beachtlich, da laut Angaben des Statistischen Bundesamtes die Monate Juli und August reale Umsatzeinbußen gegenüber den Vorjahresmonaten mit sich brachten.

Die Umsatzsteigerung machte sich aufgrund einer unterproportionalen Kostenentwicklung zu großen Teilen auch auf der Ergebnisseite bemerkbar. So verbesserte sich das operative Ergebnis (EBIT) um mehr als das Doppelte auf 1,8 (0,8) Mio. Euro. Hauptursache dafür war die mit 8,7 Prozent auf 11,3 (10,4) Mio. Euro unterproportionale Zunahme des wichtigsten Kostenblocks Materialaufwand. Der zweitgrößte Aufwandsposten Personal verharrte mit 4,3 Mio. Euro auf Vorjahresniveau.

Insgesamt werten wir die Q3-Zahlen von Ludwig Beck als sehr erfreulich, da es dem Münchener Unternehmen erneut gelungen ist, sich von der widrigen Gesamttendenz zu lösen.

Neunmonatszahlen setzen positiven Trend fort

Auf Neunmonatebene machte sich die strategische Entscheidung des Managements positiv bemerkbar, durch die Konzentration auf höherwertige Warengruppen eher als Fachgeschäft denn als klassisches Warenhaus am Markt aufzutreten. So stagnierte der Umsatz zwar bei 58,4 Mio. Euro. Auf Ertrags-ebene zahlte sich jedoch die Kostendisziplin von Ludwig Beck aus. Der größte Kostenblock Materialaufwand bildete sich um knapp 2 Prozent auf 30,5 (Vj. 31,1) Mio. Euro zurück. Auch der Personalaufwand sank leicht um 1,6 Prozent auf 12,6 (12,8) Mio. Euro.

Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich somit auch auf Neunmonatebene noch deutlich um 63 Prozent auf 3,1 (1,9) Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis profitierte von einem auf minus 2,2 (-2,5) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis. Die Vergleichbarkeit des Jahresüberschusses nach Steuern und Anteilen Dritter in Höhe von 0,1 (0,2) Mio. Euro ist durch unterschiedliche Steuereffekte in den beiden Zeiträumen nicht gegeben. Während in den ersten neun Monaten 2007 ein Steuerertrag von 1,1 Mio. Euro verbucht werden konnte, fiel dieses Jahr ein Steueraufwand von 0,3 Mio. Euro an.

Insgesamt schlug sich Ludwig Beck unserer Meinung nach auch auf Neunmonatebene erfolgreich, wobei uns vor allem die Ergebnisseite überzeugte.

Dies werten wir vor allem vor dem Hintergrund des weiterhin schwierigen Branchenumfeldes für den deutschen Einzelhandel aus Erfolg. So veröffentlichte das Statistische Bundesamt Anfang Oktober die Zahlen für die ersten acht Monate 2008, die ein nominales Umsatzplus von 2,1 sowie ein reales Umsatzminus von 0,7 Prozent mit sich brachten. Zudem drückte nach unseren Beobachtungen vielfach der Konkurrenzkampf auf das Ergebnis, da Preiserhöhungen bei der Kundschaft nicht durchgesetzt werden konnten.

Viele Handelsunternehmen haben Weihnachtsgeschäft abgeschrieben

Entscheidend für das Gesamtjahresergebnis ist bei Einzelhandelswerten und somit auch bei Ludwig Beck das vierte Quartal mit dem Weihnachtsgeschäft. Hier setzt Ludwig Beck nach eigenen Angaben „ausschließlich auf die eigene Wachstumsdynamik“. Hingegen erwartet das Münchener Unternehmen „von der allgemeinen Marktseite“ keine Unterstützung. Diese Einschätzung haben wir auch unseren Prognosen zugrunde gelegt.

Diese Aussage wird durch eine Verlautbarung des Hauptverbandes des Deutschen Einzelhandels (HDE) gestützt. Der HDE geht nach wie vor davon aus, dass der Einzelhandel in diesem Jahr seinen nominalen Umsatz lediglich um 1,5 Prozent steigern wird, was preisbereinigt einem Umsatzminus von etwa einem Prozent entspräche. Selbst das bescheidene nominale Umsatzplus stellt der HDE allerdings unter den Vorbehalt eines akzeptabel verlaufenen Weihnachtsgeschäftes.

In Anbetracht der derzeit nicht abschätzbaren Auswirkungen der Finanzkrise auf die Ausgabeneigung der privaten Verbraucher wagt der Branchenverband zudem noch keine Prognose für 2009.

Schätzungen der Kostenbasis an die jüngste Entwicklung angepasst

Die Kernaussage unserer geänderten Prognosen lautet, dass es Ludwig Beck dank einer stringenten Kostendisziplin in 2008 gelingen wird, unsere bisherigen Gewinnprognosen trotz reduzierter Umsatzschätzungen zu erreichen.

Im Einzelnen rechnen wir mit einem Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) von 87,5 (bisher 91,5) Mio. Euro. Diese Annahme impliziert für das vierte Quartal einen Umsatz von 29,1 (Q4/07: 28,6) Mio. Euro, was einen Zuwachs von 1,7 Prozent gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal bedeuten würde. Berücksichtigt haben wir dabei, dass auch im Schlussquartal 2007 nach dem Umbau im Münchner Stammhaus schon wieder die volle Fläche zur Verfügung stand, während der konstante Umsatz in den ersten neun Monaten 2008 mit einer im Durchschnitt etwas höheren Fläche erreicht wurde.

Mit der Annahme eines leichten Umsatzzuwachses im Schlussquartal sehen wir einerseits die wiederholt unter Beweis gestellte spezifische Stärke von Ludwig Beck, sich von der Branchenkonjunktur abkoppeln zu können, hinreichend gewürdigt. Andererseits tragen wir dem sehr verhaltenen Ausblick des HDE und anderen vorsichtigen Prognosen damit Rechnung.

Auf der Ergebnisebene sollte die stringente Kostendisziplin dafür sorgen, dass Ludwig Beck die unternehmenseigene EBIT-Schätzung von 8 Mio. Euro (bisherige GSC-Schätzung: 8,5 Mio. €) erreicht. Dass dies auch auf Basis niedrigerer Umsätze gelingt, resultiert aus unserem zurückgenommenen Ansätzen für die beiden wichtigsten Kostenblöcke Materialaufwand (von 47,6 auf 45,6 Mio. €) und Personalaufwand (von 18,0 auf 17,2 Mio. €).

Während wir unsere EBIT-Prognose leicht auf 8,0 (bisher 8,5) Mio. Euro herabsetzen, halten wir unsere Prognose für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mit 2,6 Mio. Euro unverändert aufrecht. Die Ursache liegt in einem von uns bislang mit minus 4,1 Mio. Euro zu hoch angesetzten Finanzergebnis. Unter Hochrechnung der Entwicklung in den ersten neun Monaten haben wir das Finanzergebnis auf minus 3,2 Mio. Euro korrigiert.

Auf der anderen Seite haben wir die Steuerquote aufgrund einiger im Zusammenhang mit der Gewerbesteueranrechnung zu verzeichnenden Sondereffekte auf 33 (bisher 30) Prozent nach oben gesetzt. Das Ergebnis je Aktie sollte sich vor diesem Hintergrund weiterhin bei 0,71 Euro einstellen.

Für 2009 haben wir unsere Umsatzschätzung auf 89,8 (95,2) Mio. Euro zurückgenommen. Dies würde gegenüber 2008 (GSC-Schätzung: 87,5 Mio. €) jedoch immer noch einen 2,6-prozentigen Anstieg bedeuten, was wir vor dem Hintergrund der allgemein gedämpften Konjunkturaussichten und der noch fehlenden Branchenprognose als gutes Ergebnis erachten würden. Der Jahresüberschuss sollte sich aufgrund geringerer Kostenansätze bei 2,9 (2,7) Mio. Euro einstellen, was einem EPS von 0,78 (0,73) Euro entspräche.

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 4,7 Prozent bedeuten würde.

Bewertung

Unsere Peer Group haben wir aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Metro, Praktiker) als vergleichbaren Firmen an der Börse gebildet. Arcandor/Karstadt haben wir aufgrund des für das Jahr 2008 erwarteten Verlusts zunächst aus der Peer Group herausgenommen

Unsere Gewinnschätzung von 0,71 Euro je Aktie führt in Verbindung mit dem durchschnittlichen 2008er-KGV der Peer Group von 9,9 (bisher 11,7) sowie einem Abschlag von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe zu einem fairen Wert von 5,96 (7,04) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie. Hier spiegelt sich die derzeit sehr zurückhaltende Bewertung von deutschen Handels- und Konsumtiteln durch die Marktteilnehmer wieder.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen von Ludwig Beck nehmen wir zusätzlich eine DCF-Bewertung vor. Unser Model (Ausgangs-Cash Flow 4,7 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,52%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt einen fairen Wert von 14,51 (17,14) Euro. Der leicht gesunkene Wert resultiert hauptsächlich aus dem leicht reduzierten EBIT bei gleichzeitig verbesserten Finanzergebnis, was sich mathematisch innerhalb des DCF-Modells wertmindernd auswirkt.

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 in München hohe Margen zu generieren und somit eine eigene „Firmenkonzunktur“ zu kreieren.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 10,23 (bisher 12,09) Euro. Diesen runden wir auf unser nach unten korrigiertes Kursziel von 10,20 (12,10) Euro.

Fazit

Ludwig Beck vermeldete unseres Erachtens vor allem auf der Ergebnisebene gute Neun-Monats-Zahlen. Wir haben vor dem Hintergrund des stark eingetrübten Marktumfeldes zwar unsere Umsatzschätzungen sowohl für 2008 als auch 2009 zurückgenommen, auf der Ergebnisebene jedoch dank der guten Kostendisziplin aber unverändert belassen bzw. teilweise sogar leicht nach oben gesetzt.

In einem Branchenumfeld, in der die Vertriebschiene klassisches Kaufhaus zunehmend in die Zwickmühle zwischen Discountern und spezialisierten Fachgeschäften gerät, halten wir Ludwig Beck strategisch gut positioniert, was sich in den überdurchschnittlichen Zahlen ausdrückt. Entsprechend musste die Aktie im schwierigen Branchenumfeld der letzten drei Monate gegenüber unserem letzten Research-Update kaum Einbußen hinnehmen, was die spezifische Stärke des Unternehmens eindrucksvoll unterstreicht.

Wenngleich wir unser Kursziel aus bewertungstechnischen Gründen auf 10,20 Euro nach unten anpassen müssen, empfehlen wir das Papier weiterhin zum Kauf, da bereits eine „Kursnormalisierung“ unserer Meinung nach hinreichendes Bewertungspotenzial eröffnet. Zudem erreicht die Dividendenrendite nach dem Kursrutsch der letzten Monate mit 4,7 Prozent mittlerweile ein attraktives Niveau, was zunehmend kursstützend wirken sollte.

Aktionärsstruktur

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

Termine

Anfang Januar 2009	Umsatzzahlen („Trading-Statement“) für 2008
Mitte März 2009	Veröffentlichung Jahresabschluss 2008 und Bilanzpressekonferenz
Ende April 2009	Dreimonatsbericht 2009
Mitte Mai 2009	Hauptversammlung
Ende Juli 2009	Halbjahresbericht 2009
Ende Oktober 2009	Neunmonatsbericht 2009

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
24.07.08	9,06 €	Kaufen	12,10 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

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.