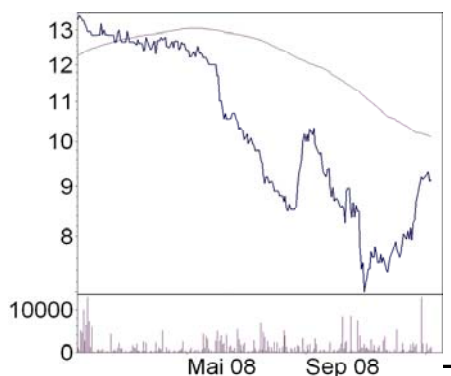


Akt. Kurs (07.01.09, 15:32 Xetra): 9,13 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **10,60 (10,20) EUR**

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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	13,60 €	6,80 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	9,13 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.695.000	
<b>Streubesitz:</b>	37,7%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	33,7 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	87,4	87,0	86,2	87,8
<i>bisher</i>	---	---	87,5	89,8
<b>EBIT</b>	6,8	7,2	8,0	8,2
<i>bisher</i>	---	---	---	8,4
<b>Jahresüb.</b>	1,4	2,6	2,6	2,8
<i>bisher</i>	---	---	---	2,9
<b>Erg./Aktie</b>	0,42	0,76	0,71	0,75
<i>bisher</i>	---	---	---	0,78
<b>Dividende</b>	0,20	0,30	0,30	0,30
<i>bisher</i>	---	---	0,40	0,45
<b>KGV</b>	21,9	12,0	12,9	12,2
<b>Div.rendite</b>	2,2%	3,3%	3,3%	3,3%

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 veröffentlicht Umsatzzahlen für 2008

Ludwig Beck meldete am 5. Januar im Rahmen des sog. „Trading Statements“ vorläufige Umsatzzahlen auf Bruttoebene (d.h. inklusive der Mehrwertsteuer) für das abgelaufene Geschäftsjahr. Demnach verzeichnete das Münchener Unternehmen filial- bzw. flächenunbereinigt einen plangemäßen Umsatzrückgang um 0,9 Prozent auf 102,6 (Vj. 103,5) Mio. Euro. Flächenbereinigt wies Ludwig Beck hingegen einen Zuwachs von fast 2 Prozent auf 102,6 (100,7) Mio. Euro aus, was wir im Hinblick auf das schwierige Umfeld des deutschen Einzelhandels als beachtlich einstufen.

Da wir den Umsatz auf Nettoebene schätzen, haben wir die jetzt veröffentlichten Zahlen um die Mehrwertsteuer bereinigt. Dabei möchten wir darauf hinweisen, dass die nachfolgenden Zahlen für 2008 von Ludwig Beck noch nicht offiziell veröffentlicht worden sind und somit später unter Umständen Rundungsdifferenzen auftreten können. Flächenunbereinigt wies Ludwig Beck somit einen Nettoumsatz von 86,2 (87,0) Mio. Euro aus, was zwar unter unserer Schätzung von 87,5 Mio. lag, wir aber trotzdem in Anbetracht des schwierigen Umfeldes noch als zufriedenstellend betrachten.

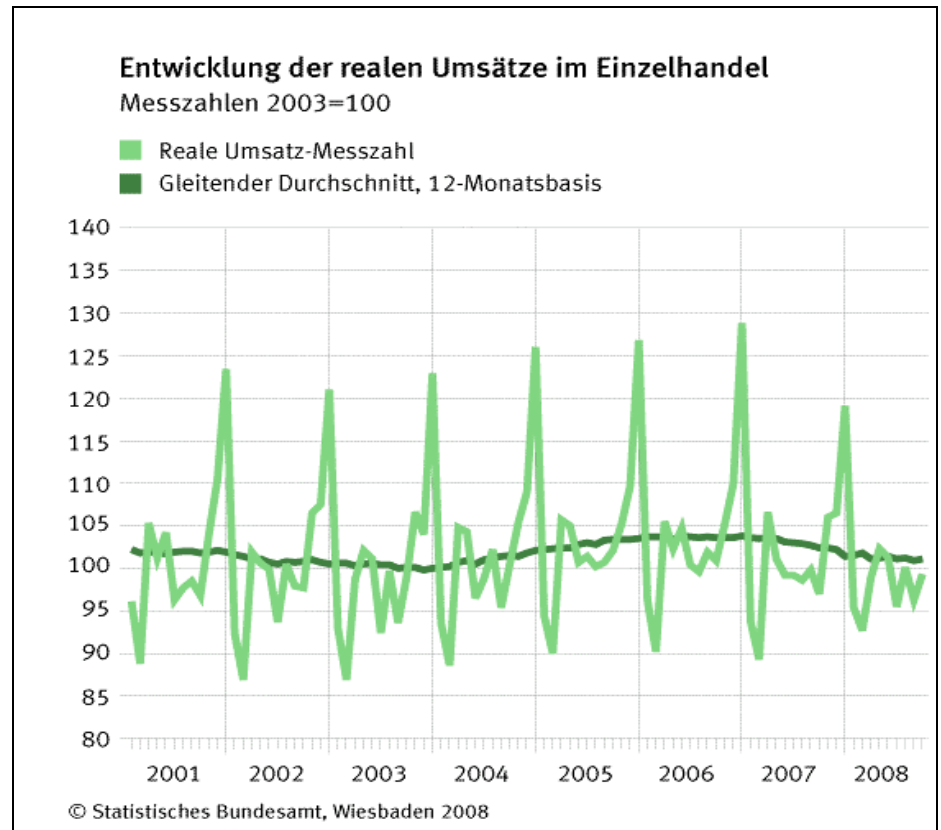
Als wesentlich wichtiger stufen wir die in der Unternehmensmitteilung gemachten qualitativen Aussagen hinsichtlich des Weihnachtsgeschäftes und der Ergebnisentwicklung ein. Ludwig Beck meldete hier, dass das Weihnachtsgeschäft entgegen allen Befürchtungen besser als im Vorjahr ausgefallen sei. Als Folge dessen geht das Unternehmen nach aktuellem Erkenntnisstand davon aus, dass die angepeilte Ergebnissteigerung von 10 Prozent auf EBIT-Ebene „vollumfänglich“ erreicht werde. Damit schnitt Ludwig Beck nach unserem Eindruck erneut besser als die Branche ab, die laut Verbandsangaben lediglich ein unverändertes Weihnachtsgeschäft für sich verbuchen konnte.

##### Vorhersagen für 2009 im Einzelhandel mit großer Unsicherheit behaftet

Nach wie vor verzichtet der Hauptverband des Deutschen Einzelhandels (HDE) auf eine konkrete Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2009. Der Branchenverband rechnet jedoch aufgrund der rückläufigen Preistendenz mit einer Entwicklung auf Vorjahresniveau. Voraussetzung dafür sei jedoch eine nicht zu dramatische Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt.

Die Grafik auf Seite 2 dieser Publikation zeigt zudem unseres Erachtens, dass sich das Weihnachtsgeschäft durch das vermehrte Schenken von Geld und Gutscheinen zunehmend entzerrt und in Zukunft das Umsatzloch bis zum Frühjahrsgeschäft verstärkt füllen kann. Zwar verharrt die reale Umsatzentwicklung derzeit gegenüber 2003 im negativen Bereich, die Ausschläge nach

unten sind jedoch erstaunlicherweise geringer geworden, so dass wir jetzt von einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau ausgehen.



Die Aussichten für ein Eintreffen dieser Einschätzung sind unseres Erachtens gar nicht mal so schlecht. Der kurz vor Weihnachten veröffentlichte GfK-Konsumklimaindex (Gesamtindikator) für Januar bewegte sich mit einem Wert von 2,1 gegenüber Dezember 2008 auf unverändertem Niveau. Gestützt wird laut Angaben der GfK das derzeitige Konsumklima durch eine stabile Anschaffungsneigung und eine tendenziell rückläufige Sparquote.

Zudem wirkt sich die rückläufige Inflation positiv auf die Anschaffungsneigung der Verbraucher aus. Obwohl die Einkommenserwartungen der Endverbraucher für das laufende Jahr sehr moderat sind, dürfte nach der Prognose der GfK die reale Kaufkraft stabil bleiben. Diese liegt in München traditionell über dem Bundesdurchschnitt. Zudem hat Ludwig Beck in der Vergangenheit gezeigt, dass sich das Unternehmen vom Branchentrend abkoppeln kann. Dem „Kaufhaus der Sinne“ gelang es somit wiederholt, sich eine eigene Firmenkonzunktur zu schaffen und dabei stets auch Umsätze und Ergebnisse zu steigern. Wir gehen davon aus, dass dies auch in Zukunft so sein wird.

### Schätzungen modifiziert

Nach den vorläufigen Bruttoumsatzzahlen haben wir unsere Schätzungen für das abgelaufene Geschäftsjahr an die im „Trading Statement“ gemachten Aussagen angeglichen. Die Kernaussage unserer modifizierten Schätzungen ist, dass Ludwig Beck mit einer sehr stringenten Kostendisziplin bei etwas niedrigerem als von uns geschätzten Umsatz die von uns prognostizierten Ergebnisziffern sicher einhalten wird.

Im Einzelnen rechnen wir für 2008 nunmehr mit einem Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) von 86,2 (bisher 87,5) Mio. Euro. Auf der Ergebnisebene

haben wir die absolute Höhe unserer Schätzungen beibehalten. Offensichtlich hat die stringente Kostendisziplin dafür gesorgt, dass Ludwig Beck die unternehmenseigene EBIT-Schätzung eines Wachstums von 10 Prozent mit einem niedrigeren als von uns bislang angenommen Umsatzwachstum erreichen wird. Somit belassen wir die absolute Höhe unserer Schätzungen für die 2008er-Ergebnisskennziffern auf dem bisherigen Niveau. Im Einzelnen rechnen wir weiterhin mit einem EBIT von 8,0 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 2,6 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,71 Euro bedeuten würde.

Unsere Dividendenschätzung für 2008 haben wir auf 0,30 (bisher 0,40) Euro nach unten korrigiert, was derzeit einer Rendite von 3,3 Prozent entspräche. Das Unternehmen wollte sich auf unsere Anfrage zu diesem Thema nicht äußern und verwies auf die Sitzungen der einschlägigen Gremien, denen man zu diesem Zeitpunkt nicht vorgreifen wolle.

Für 2009 haben wir unsere (Netto-) Umsatzschätzung im Zuge des Basiseffektes aus 2008 auf 87,8 (bisher 89,2) Mio. Euro zurück genommen. Dies würde gegenüber 2008 (GSC-Schätzung: 86,2 Mio. €) jedoch immer noch einen 1,8-prozentigen Anstieg bedeuten, was wir bei verhaltenen Branchenaussichten immer noch als beachtlich einstufen würden. Der Jahresüberschuss sollte sich aufgrund geringerer Kostenansätze bei 2,8 (2,7) Mio. Euro einstellen, was einem EPS von 0,75 (0,78) Euro entspräche. Unsere Dividendenschätzung haben wir mit 0,30 (0,45) Euro nach unten korrigiert. Dieser Wert entspricht dem Niveau der tatsächlichen Ausschüttung für 2007 und dem unserer Schätzung für 2008.

### **Bewertung**

Unsere Peer Group haben wir aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Arcandor / ehemals Karstadt Quelle, Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Metro und Praktiker) als vergleichbaren Firmen an der Börse gebildet.

Unsere Gewinnschätzung für 2009 von 0,75 (bisher 0,78) Euro je Aktie führt in Verbindung mit dem durchschnittlichen 2009er-KGV der Peer Group von 9,7 (bisher 9,9 für 2008) sowie einem Abschlag von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe zu einem fairen Wert von 6,15 (5,96) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie. Hier spiegelt sich die zwar zurückhaltende, aber vergleichsweise stabile Bewertung von deutschen Handels- und Konsumgütern im aktuellen Börsenumfeld durch die Marktteilnehmer wieder.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen von Ludwig Beck nehmen wir zusätzlich eine DCF-Bewertung vor. Unser Modell (Ausgangs-Cash Flow 3,5 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,01%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt einen fairen Wert von 15,18 (14,51) Euro. Der gestiegene Wert resultiert aus dem seit unserer letzten Analyse drastisch gesunkenen Zinsniveau.

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 10,66 (bisher 10,23) Euro, welchen wir auf uns neues Kursziel von 10,60 (10,20) Euro abrunden. Wir behalten somit unsere Einstufung „Kaufen“ bei.

### Fazit

Ludwig Beck stemmt sich mit Erfolg gegen das schwierige wirtschaftliche Umfeld für den privaten Konsum in Deutschland. Das Münchener „Kaufhaus der Sinne“ lag zwar leicht unter unserer Umsatzschätzung, erreichte aber mit einer stringenten Kostendisziplin das selbst gesetzte Ziel für 2008, das operative Ergebnis (EBIT) um 10 Prozent zu steigern. Da dies auch unseren Schätzungen entsprach werten wir das jetzige „Trading Statement“ trotz der Umsatzunterschreitung unserer Schätzung als sehr positiv.

Wir nehmen zwar im Hinblick auf die zurückhaltenden Wirtschaftsprognosen für das laufende Jahr unsere Schätzungen für 2009 leicht zurück. Wir gehen aber davon aus, dass es Ludwig Beck erneut gelingen wird, sich in diesem ambitionieren Umfeld wacker zu schlagen. Zudem dürfte sich der Konsum insgesamt nach unserem Eindruck auf niedrigem Niveau stabilisieren.

Wir erneuern somit unsere Kaufempfehlung für die Ludwig Beck-Aktie. Das Kurspotenzial fällt zwar mit etwas mehr 16 Prozent begrenzt aus. Auf der anderen Seite erachten wir das Chancen-Risiko-Profil des Wertes insgesamt als ausgewogen. Die nach unseren Korrekturen geschätzte Dividendenrendite stellt mit 3,3 Prozent zwar für sich genommen kein Kaufargument mehr da, sollte jedoch nach unserem Eindruck verlässlich gezahlt werden.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Ludwig Beck AG</b>										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
<b>Umsatzerlöse</b> (netto ohne MwSt)	<b>87,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>87,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>86,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>87,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>90,8</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-0,5%		-0,9%		1,8%		3,4%	
Materialaufwand	46,1	52,7%	46,0	52,9%	44,9	52,1%	45,7	52,1%	47,3	52,1%
Veränderung zum Vorjahr			-0,2%		-2,4%		1,9%		3,4%	
Personalaufwand	17,4	19,9%	17,2	19,8%	17,0	19,7%	17,1	19,5%	17,3	19,1%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		-1,3%		0,8%		1,3%	
Sonstiges Ergebnis	-13,7	-15,7%	-12,8	-14,7%	-12,7	-14,7%	-12,8	-14,6%	-13,2	-14,5%
Veränderung zum Vorjahr			-6,6%		-1,0%		1,1%		2,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>10,2</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,0</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,7</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,1</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,0</b>	<b>14,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,8%		6,0%		3,9%		7,2%	
Abschreibungen	3,4	3,9%	3,8	4,4%	3,7	4,3%	3,9	4,4%	4,0	4,4%
<b>EBIT</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,2</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			5,9%		10,5%		3,2%		9,4%	
Finanzergebnis	-3,7	-4,2%	-3,4	-3,9%	-3,2	-3,7%	-3,2	-3,6%	-3,2	-3,5%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4%</b>
Steuerquote	38,7%		13,2%		33,0%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	1,2	1,4%	0,5	0,6%	1,6	1,8%	1,7	1,9%	1,9	2,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			73,7%		-2,6%		4,5%		15,4%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,5		0,7		0,6		0,6		0,6	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			85,7%		0,5%		5,6%		18,7%	
Anzahl der Aktien	3,360		3,388		3,695		3,695		3,695	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,42</b>		<b>0,76</b>		<b>0,71</b>		<b>0,75</b>		<b>0,89</b>	

## Aktionärsstruktur

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

## Termine

11. März 2009	Veröffentlichung Jahresabschluss 2008 und Bilanzpressekonferenz
22. April 2009	Dreimonatsbericht 2009
15. Mai 2009	Hauptversammlung
21. Juli 2009	Halbjahresbericht 2009
21. Oktober 2009	Neunmonatsbericht 2009

## 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 Tarta-Steck (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
23.10.2008	8,47 €	Kaufen	10,20 €
24.07.2008	9,06 €	Kaufen	12,10 €
06.05.2008	12,32 €	Halten	13,20 €
19.03.2008	12,61 €	Halten	13,80 €
11.12.2007	13,60 €	Halten	13,80 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

### 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.