

Akt. Kurs (14.05.09, 11:22, Xetra): 12,06 EUR – Einschätzung: **Verkaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **11,30 (10,60) EUR**

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

Kurzbeschreibung

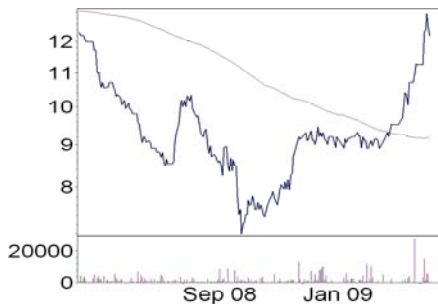
Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Die Geschäfte verkaufen Damen-, Herren- und Kinderkleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	12,95 €	6,80 €
Aktueller Kurs:	12,06 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	37,7%	
Marktkapitalis.:	44,6 Mio. €	

Anlagekriterien

Pflichtangebot der INTRO-Verwaltungs GmbH kommt überraschend

Etwas überraschend für uns veröffentlichte Ludwig Beck am 6.5. die Pflichtmitteilung, dass der bisherige Aktionär INTRO-Verwaltungs GmbH auf einen Stimmrechtsanteil von 40,2 Prozent kommt. Gemäß der einschlägigen Bestimmungen wurde das daraufhin erforderliche Pflichtangebot an die außenstehenden Aktionäre auf 11,90 Euro festgelegt. Alleiniger Gesellschafter der INTRO-Verwaltungs GmbH ist der Textilunternehmer Hans Rudolf Wöhrle.



Quelle: Market-Maker

In einer ersten Stellungnahme erklärte der Ludwig Beck Finanzvorstand Dieter Münch, dass man immer daran interessiert sei, langfristig orientierte Investoren zu gewinnen. Wir werten diese Äußerungen als Beleg dafür, dass das Management von Ludwig Beck das Angebot als freundlich betrachtet. Eine endgültige Stellungnahme des Managements von Ludwig Beck ist für die nächsten Wochen angekündigt. Wir denken jedoch nicht, dass es hier zu einem Meinungsumschwung in der Bewertung des Angebots kommt.

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	87,0	86,2	86,8	87,7
<i>bisher</i>	---	---	87,8	90,8
EBIT	7,2	8,1	8,9	9,2
<i>bisher</i>	---	8,0	8,2	9,0
Jahresüb.	2,6	2,7	3,2	3,3
<i>bisher</i>	---	2,6	2,8	3,3
Erg./Aktie	0,76	0,73	0,86	0,91
<i>bisher</i>	---	0,71	0,75	0,89
Dividende	0,30	0,30	0,30	0,35
<i>bisher</i>	---	---	---	0,30
KGV	15,9	16,5	13,9	13,3
Div.rendite	2,5%	2,5%	2,5%	2,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Die INTRO-Verwaltungs GmbH betonte in einer Stellungnahme, dass das Unternehmen keine strategischen Ziele und keinen Kurswechsel in der Unternehmenspolitik der Ludwig Beck AG verfolge. Zudem verweist die INTRO Verwaltungs AG darauf, dass es zwischen ihr und der Rudolf WÖHRL AG (der vom Vater des Bieters gegründeten Textilhandelskette) keine Abstimmung bei der besprochenen Transaktion gegeben hat.

Keine großen Überraschungen bei der Bilanzvorlage

Ludwig Beck veröffentlichte am 11. März seinen Konzernabschluss, der sich nahezu vollständig mit unseren Schätzungen deckte (*siehe linke Spalte*). Änderungen gab es lediglich durch eine Umgliederung der Anteile Dritter in das Finanzergebnis. Diese Umgliederung wurde durch die IFRS Regularien laut Auskunft des Unternehmens notwendig, da die IFRS Drittanteile an Personengesellschaften nicht als klassische Anteile Dritter an Kapitalgesellschaften betrachten. Eine nennenswerte Abweichung gegenüber unseren Schätzungen ergab sich somit nur im Ergebnis vor Steuern, jedoch nur je 0,1 Mio. Euro beim operativen Ergebnis (EBIT) und beim Jahresüberschuss.

Wir haben uns jedoch in diesem Zusammenhang dazu entschlossen, in Zukunft das von Ludwig Beck ausgewiesene Finanzergebnis in zwei Teilen zu schätzen, namentlich das „klassische“ Finanzergebnis und als zweite Komponente die Anteile Dritter an gemeinsam mit Ludwig Beck betriebenen Personengesellschaften. Der interessierte Leser findet die Angabe der auf die Personengesellschaften entfallenden Drittanteile bereits in der Berichterstattung zum ersten Quartal 2009, so dass auch künftig ein direkter Vergleich der tatsächlichen Zahlen mit unseren Schätzungen möglich ist.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Einzelhandel erwartet weiterhin schwieriges Jahr 2009

Am 4.5. gab das Statistische Bundesamt die mit großer Spannung erwarteten Einzelhandelsumsätze für März bekannt. Demnach mussten die Branche trotz zweier Verkaufstage mehr als im Vorjahr ein nominales Minus von 1,8 Prozent hinnehmen. Preisbereinigt betrug das reale Umsatzminus 1,5 Prozent. Auf Quartalsebene fiel der Umsatz gegenüber dem Vorjahr nominal um 3,1 bzw. real um 3,2 Prozent.

Daher erwartet der Branchenverband HDE (Hauptverband des Deutschen Einzelhandels) für das Gesamtjahr 2009 „bestenfalls stagnierende Umsätze und befürchtet vor allem in der zweiten Jahreshälfte wegen steigender Arbeitslosigkeit schwächere Geschäfte“. Steigerungsraten verzeichnete im Gegensatz zum stationären Einzelhandel – zu dem auch Ludwig Beck gezählt wird – lediglich der Internet- und Versandhandel.

Insofern stufen wir die Ausführungen von Ludwig Beck im Quartalsbericht, dass man ausschließlich auf die eigene Firmenkonzunktur baue, als realistisch ein. Unsere Schätzungen bzw. die Prognose des Unternehmens sollten momentan stets vor dem Hintergrund einer nach wie vor schwierigen Branchenkonzunktur gesehen werden.

Ludwig Beck startet vergleichsweise gut in das Jahr 2009

Ludwig Beck veröffentlichte am 22.4. seine Zahlen für das Auftaktquartal des Geschäftsjahres 2009. Demnach stagnierte der Netto-Umsatz (ohne Mehrwertsteuer) bei 18,0 (Vj. 18,1) Mio. Euro. Vor dem Hintergrund der Umsatzrückgänge in der Branche im ersten Quartal stufen wir diese Zahl als sehr gut ein. Zudem lag der um die im September 2008 geschlossene s.Oliver-Filiale in Regensburg bereinigte Bruttoumsatz (mit Mehrwertsteuer) im Konzern auf Vorjahresniveau.

Traditionell verdienen fast alle Einzelhandelskonzerne den Großteil ihres Jahresgewinnes im vierten Quartal, so dass sich die Aussagekraft der Ergebniskennziffer im ersten Quartal in Grenzen hält. So seien das operative Ergebnis (EBIT) in Höhe von plus 0,5 (+0,2) Mio. Euro und der Quartalsfehlbetrag von 0,3 (-0,5) Mio. Euro hier nur aus Vollständigkeitsgründen erwähnt.

Alle Kostenblöcke bewegten sich dank eines stringenten Kostenmanagements geringfügig über oder unter den Vorjahreswerten, so dass sich unter dem Strich die erwähnte leichte Ergebnisverbesserung ergab. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen nur in Teilbereichen überarbeitet, aber in der Kernaussage beibehalten.

Schätzungen an Konjunktur und neues Berichtsformat angepasst

Nach den Quartalszahlen von Ludwig Beck bzw. für die Branche des Statistischen Bundesamts haben wir unsere Umsatzschätzung für Ludwig Beck leicht auf 86,8 (bisher 87,8) Mio. Euro nach unten korrigiert. Diese Schätzung würde mit einer Zuwachsrate gegenüber 2008 von 0,9 Prozent immer noch ein besseres Abschneiden im Vergleich zur gesamten Branche implizieren.

Nachdem uns das strikte Kostenmanagement von Ludwig Beck im Quartalsbericht erneut positiv überrascht hat, haben wir unsere Prognose für das EBIT trotz der leichten Rücknahme beim Umsatz auf 8,9 (8,2) Mio. Euro nach oben korrigiert.

Durch die Umgliederung der Anteile Dritter an Personengesellschaften in das Finanzergebnis steigt das Vorsteuerergebnis trotz des deutlich höheren EBIT nur auf 5,2 (bisher 5,0) Mio. Euro. Die Anteile Dritter haben wir mit 0,6 Mio. Euro angesetzt. Allerdings ist hier zu beachten, dass die Steuern hier – im Gegensatz zu den Anteilen Dritter an Kapitalgesellschaften – erst auf Ebene der betreffenden Gesellschafter abgezogen werden und nicht in der Konzern-GuV von Ludwig Beck auftauchen, was die Steuerquote verzerrt.

Durch den geänderten Ausweis der Anteile Dritter haben wir die Steuerquote für 2009 auf 39,0 (33,0) Prozent angepasst, was in etwa dem – ebenfalls adjustierten – Wert des Vorjahres entspricht. Der Jahresüberschuss nach Steuern verbessert sich in unserer überarbeiteten Schätzung damit auf 3,2 (2,8) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,86 (0,75) Euro nach sich zieht.

Unsere Dividendenschätzung für 2009 haben wir aus Vorsichtsgründen zunächst auf dem für 2008 jetzt der Hauptversammlung vorgeschlagenen Niveau von 0,30 Euro beibehalten, was derzeit einer Rendite von 2,5 Prozent entspräche. Wir können uns durchaus vorstellen diesen Ansatz zu erhöhen, wenn sich gegen Ende des Jahres eine nachhaltige Erholung des Konsums in Deutschland für das Jahr 2010 abzeichnet.

Für 2010 haben wir unsere (Netto-)Umsatzschätzung aufgrund des Basis-effektes aus 2008 auf 87,7 (bisher 90,8) Mio. Euro zurück genommen. Dies würde gegenüber 2009 (GSC-Schätzung: 86,8 Mio. €) jedoch immer noch einen 1-prozentigen Anstieg bedeuten, was wir bei verhaltenen Branchenaussichten immer noch als beachtlich einstufen würden.

Der Jahresüberschuss sollte sich aufgrund geringerer Kostenansätze trotzdem bei unveränderten 3,3 Mio. Euro einstellen, was einem EPS von 0,91 (0,89) Euro entspräche. Die Abweichung beim Ergebnis je Aktie resultiert aus Rundungsdifferenzen. Unsere Dividendenschätzung haben wir mit 0,35 (0,30) Euro leicht nach oben korrigiert.

Bewertung

Unsere Peer Group haben wir aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Metro und Praktiker) als vergleichbaren Firmen an der Börse gebildet. Arcandor nehmen wir aufgrund des erwarteten Verlusts in 2009 aus der Peer Group heraus.

Unsere Gewinnschätzung für 2009 von 0,86 (bisher 0,75) Euro je Aktie führt in Verbindung mit dem durchschnittlichen 2009er-KGV der Peer Group von 12,9 (9,7) sowie einem Abschlag von 15 Prozent aufgrund der gegenüber dem Großteil der Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe zu einem fairen Wert von 9,51 (6,15) Euro für die Ludwig-Beck-Aktie. Hier spiegelt sich das gestiegene Bewertungsniveau der deutschen Handels- und Konsumtitel in Verbindung mit unseren leicht erhöhten Schätzungen wieder.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einahmen von Ludwig Beck nehmen wir zusätzlich eine DCF-Bewertung vor. Unser Modell (Ausgangs-Cash Flow 5,9 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,01%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt einen fairen Wert von 13,02 (15,18) Euro. Der gesunkene Wert resultiert aus der nach Veröffentlichung der Bilanz 2008 angepassten und erhöhten Nettoverschuldung von Ludwig Beck.

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 „Firmenkonjunktur“ zu kreieren.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit zunächst 11,27 (bisher 10,66) Euro. Unser neues und leicht erhöhtes Kursziel runden wir somit auf 11,30 Euro.

Fazit

Nach wie vor schlägt sich Ludwig Beck unseres Erachtens hervorragend in einer schwierigen deutschen Einzelhandelskonjunktur. Auch die strategische Positionierung als großes Fachgeschäft und nicht als klassisches Kaufhaus halten wir in Anbetracht der aktuell großen Probleme der letztgenannten Vertriebsform für richtig.

Die Börse hat diese Faktoren jedoch bereits in den Aktienkurs von Ludwig Beck eingepreist. Auch unter Berücksichtigung langfristiger strategischer Erwägungen ist der aktuelle Börsenkurs unserem nach oben gesetzten Kursziel vorausgeeilt. Dazu beigetragen hat zuletzt auch das überraschende Pflichtangebot der INTRO-Verwaltungs GmbH zum Preis von 11,90 Euro.

Wir raten somit den Aktionären zum Verkauf der Ludwig Beck-Aktie, da wir damit rechnen, dass der Kurs nach Auslaufen des Pflichtangebots wieder unter diese Marke zurückfallen wird.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ludwig Beck AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse (netto ohne MwSt)	87,0	99,8%	86,2	99,8%	86,8	99,8%	87,7	99,8%	88,6	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			-0,9%		0,9%		1,0%		1,0%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,2	0,2%	0,2	0,2%	0,2	0,2%	0,2	0,2%	0,2	0,2%
Gesamtleistung	87,2	100,0%	86,4	100,0%	87,0	100,0%	87,9	100,0%	88,8	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,9%		0,7%		1,0%		1,0%	
Materialaufwand	46,0	52,8%	44,8	51,9%	44,7	51,4%	45,0	51,2%	45,5	51,2%
Veränderung zum Vorjahr			-2,6%		-0,2%		0,6%		1,0%	
Personalaufwand	17,2	19,7%	16,9	19,6%	17,1	19,6%	17,4	19,8%	17,5	19,7%
Veränderung zum Vorjahr			-1,5%		0,6%		2,1%		0,5%	
Sonstiges Ergebnis	-13,0	-14,9%	-12,4	-14,4%	-12,1	-13,9%	-12,3	-14,0%	-12,5	-14,1%
Veränderung zum Vorjahr			-4,3%		-2,8%		1,8%		1,7%	
EBITDA	11,0	12,6%	12,2	14,1%	12,9	14,9%	13,2	15,0%	13,3	15,0%
Veränderung zum Vorjahr			11,1%		5,9%		1,9%		1,0%	
Abschreibungen	3,8	4,4%	4,1	4,7%	4,0	4,6%	4,0	4,6%	4,0	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			7,9%		-2,4%		0,0%		0,0%	
EBIT	7,2	8,3%	8,1	9,4%	8,9	10,3%	9,2	10,4%	9,3	10,5%
Veränderung zum Vorjahr			12,7%		10,1%		2,8%		1,5%	
Finanzergebnis (ohne Drittanteile)	-3,4	-3,9%	-3,1	-3,6%	-3,1	-3,6%	-3,1	-3,5%	-3,1	-3,5%
Veränderung zum Vorjahr			8,8%		0,0%		0,0%		0,0%	
Anteile Dritter an Personenges.	-0,7	-0,8%	-0,6	-0,7%	-0,6	-0,7%	-0,6	-0,7%	-0,6	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	3,1	3,6%	4,4	5,1%	5,2	6,0%	5,5	6,2%	5,6	6,3%
Steuerquote	16,1%		38,9%		39,0%		39,0%		39,0%	
Ertragssteuern	0,5	0,6%	1,7	2,0%	2,0	2,3%	2,1	2,4%	2,2	2,5%
Jahresüberschuss	2,6	3,0%	2,7	3,1%	3,2	3,7%	3,3	3,8%	3,4	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			3,7%		18,4%		4,7%		2,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,6	3,0%	2,7	3,1%	3,2	3,7%	3,3	3,8%	3,4	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			3,7%		18,4%		4,7%		2,5%	
Anzahl der Aktien	3,388		3,695		3,695		3,695		3,695	
Gewinn je Aktie	0,76		0,73		0,86		0,91		0,93	

Aktionärsstruktur

INTRO Verwaltungs GmbH	40,2%
Rudolf Wöhrl AG	27,0%
Streubesitz	30,8%

Termine

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
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 / 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
07.01.2009	9,13 €	Kaufen	10,60 €
23.10.2008	8,47 €	Kaufen	10,20 €
24.07.2008	9,06 €	Kaufen	12,10 €
06.05.2008	12,32 €	Halten	13,20 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	59,2%	60,0%
Halten	23,7%	26,7%
Verkaufen	17,1%	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), 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.