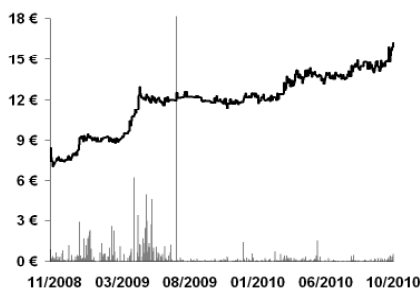


Akt. Kurs (25.10.2010, 10:27, Xetra): 16,25 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **20,00 (17,40) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	16,25 €	11,40 €
Aktueller Kurs:	16,25 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	17,8%	
Marktkapitalis.:	60,0 Mio. €	



Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	86,2	87,2	91,5	90,6
<i>bisher</i>	---	---	89,2	---
EBIT	8,1	9,8	12,6	12,8
<i>bisher</i>	---	---	10,8	11,1
Jahresüb.	2,7	2,2	5,8	5,9
<i>bisher</i>	---	---	4,4	4,5
Erg./Aktie	0,73	0,61	1,57	1,62
<i>bisher</i>	---	---	1,19	1,23
Dividende	0,30	0,35	0,50	0,60
<i>bisher</i>	---	---	0,45	0,50
KGV	22,3	26,6	10,4	10,0
Div.rendite	1,8%	2,2%	3,1%	3,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

m.schrade@gsc-research.de

Kurzbeschreibung

Die LUDWIG BECK am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit Stammgeschäft am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Verkauft werden Damen-, Herren- und Kinderbekleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und Geschenkartikel.

Anlagekriterien

Nach neun Monaten bereits die zweite Prognoseanhebung

Nachdem die Ludwig Beck AG bereits Mitte Juli ihre Prognose in Bezug auf das Vorsteuerergebnis für das laufende Geschäftsjahr von 6,0 auf 7,0 Mio. Euro erhöht hatte, hob die Gesellschaft vor wenigen Tagen ein zweites Mal den Ausblick an. Nachdem sich die Wachstumsdynamik im dritten Quartal nochmals verschärft hat und die Geschäftsentwicklung über den unternehmenseigenen Erwartungen verlaufen ist, erwartet Ludwig Beck nun ein Vorsteuerergebnis von „mehr als 7,5 Mio. Euro“.

Wir halten diese Anhebung angesichts des bereits in den ersten neun Monaten 2010 erzielten Ergebnisses für sehr konservativ. Zum einen ist hierbei zu beachten, dass das vierte Kalenderquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft stets das ergebnisstärkste Quartal im Jahresverlauf ist. Zum anderen hat sich die Konsumentenstimmung in Deutschland in den letzten Monaten mit der weiteren Wirtschaftserholung sukzessive verbessert.

Weiter verbesserte Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Während Ludwig Beck im ersten Halbjahr 2010 den Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) um 3,2 Prozent auf 38,4 (Vj. 37,2) Mio. Euro steigern konnte, setzte im dritten Quartal eine weitere Wachstumsbeschleunigung ein. So erhöhten sich die Nettoumsätze in den letzten drei Monaten um 10,6 Prozent auf 22,9 (20,7) Mio. Euro.

Nach neun Monaten betrug der Zuwachs demnach 5,7 Prozent auf 61,3 (58,0) Mio. Euro. Das Stammhaus am Münchener Marienplatz konnte den Umsatz dabei überproportional um 6,7 Prozent auf 54,0 Mio. Euro erhöhen und ist mit einem Umsatzanteil von 88 Prozent unverändert die wichtigste Säule des Konzerns.

Überproportionale Ergebnisentwicklung dank Kostenreduktion

Auch auf der Ergebnisseite verzeichnete Ludwig Beck deutliche Fortschritte. Während die Materialkostenquote von 51,0 auf 50,4 Prozent weiter gesenkt werden konnte, reduzierten sich die Personalkosten, sowie die Abschreibungen und das sonstige betriebliche Ergebnis trotz Umsatzanstieg sogar in absoluten Zahlen. Insgesamt sank die Kostenquote der letztgenannten Positionen um 3,7 Prozentpunkte auf 38,8 Prozent.

In der Folge sprang das operative Ergebnis (EBIT) um 80 Prozent auf 6,6 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis legte bei einem leicht reduzierten Finanzergebnis von 1,1 auf 4,2 Mio. Euro zu. Das Periodenergebnis lag mit 2,7 Mio. Euro

deutlich im positiven Bereich, wohingegen im Vorjahr aufgrund von negativen Steuereffekten ein Minus von 1,1 Mio. Euro zu verzeichnen war.

Filialschließungen sollen Kostenstruktur weiter optimieren

Die nicht mehr rentablen Filialen München-Riem, Landshut und Regensburg wurden im Laufe des Septembers ebenso geschlossen wie das Fashion-Lager in Parsdorf bei München Ende Juli diesen Jahres. Das Management erhofft sich durch diese Maßnahmen eine weitere Optimierung der Kostenstruktur sowie positive Effekte auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung.

Neben dem Stammhaus in München (inkl. FÜNF HÖFE) verbleiben vom Filialgeschäft nur noch der Multilabel-Store in der Augsburgener City-Galerie sowie die Monolabel-Filiale im OEZ-München.

GSC-Schätzungen nach positivem Geschäftsverlauf nochmals erhöht

Wir sind von der starken Wachstumsdynamik im dritten Quartal, die deutlich über den Gesamtmarktdaten lag, sowie der erzielten Gewinnsteigerung positiv überrascht. Angesichts der weit über unseren Erwartungen liegenden Ergebnisentwicklung haben wir unsere Planzahlen nochmals überarbeitet.

Wir gehen für das vierte Quartal 2010 nun von 2,4 Prozent Umsatzplus auf 30,2 Mio. Euro aus, so dass der Jahresumsatz bei 91,5 Mio. Euro liegen sollte. Hierin sind die erwähnten Filialschließungen bereits berücksichtigt. Auf der Ergebnisseite gehen wir von einem Vorsteuerergebnis in den letzten drei Monaten des Jahres von 4,9 Mio. Euro aus. Für das Gesamtjahr bedeutet dies eine Ergebnisprojektion von 9,1 Mio. Euro, was deutlich über der jetzt angehobenen Unternehmensprognose von mehr als 7,5 Mio. Euro ist.

Zu beachten ist dabei, dass wir in unserer Prognose für das vierte Quartal trotz der Verbesserungen auf der Kostenseite lediglich von einer operativen Marge von 19 Prozent ausgehen. Seit 2006 lag die Vorsteueremarge im Schlussquartal stets zwischen 18 und 21 Prozent. Dies unterstreicht unsere Einschätzung, dass die angehobenen Guidance seitens der Gesellschaft sehr konservativ ist.

Bei einer Steuerquote von knapp über 36 Prozent errechnen wir nun ein Ergebnis je Aktie für 2010 von 1,57 (bislang: 1,19) Euro.

Unsere Modellanpassungen für das kommende Jahr führen darüber hinaus zu einer Erhöhung der Gewinnschätzung für 2011 auf 1,62 (1,23) Euro je Aktie. Angesichts der Tatsache, dass die unrentablen Filialen die Gewinnrechnung nicht mehr belasten und die Schließungskosten in 2011 wegfallen, könnte es hier sogar noch zu einem deutlich höheren Ergebnis kommen.

Unsere Dividendenschätzungen haben wir vor diesem Hintergrund ebenfalls leicht angehoben. Für 2010 erwarten wir nun eine Ausschüttung von 0,50 (zuvor: 0,45) Euro und für 2011 rechnen wir mit 0,60 (0,50) Euro je Anteilschein.

Bewertung und Fazit

Nach den deutlich über unseren Erwartungen liegenden Ergebnissen für das dritte Quartal sowie den von uns vorgenommenen Modellanpassungen heben wir unser Kursziel für die Ludwig Beck-Aktie von 17,40 auf 20,00 Euro an.

Auf Basis dieses Kursziels liegt KGV für das Jahr 2011 bei 12,5 und beinhaltet einen Abschlag auf das durchschnittliche Peer Group-KGV von rund 15 Prozent. Diesen Abschlag erachten wir als gerechtfertigt, da Ludwig Beck gegenüber der Mehrheit der Vergleichsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Metro und Praktiker) deutlich kleiner ist und dementsprechend auch die Börsenliquidität sehr viel geringer ist, wozu der Streubesitzanteil von nur 18 Prozent zusätzlich beiträgt.

Angesichts der guten Aufstellung von Ludwig Beck mit dem Stammhaus am Münchener Marienplatz und der sukzessiven Verbesserung des Konsumenumfeldes gehen wir davon aus, dass es in den kommenden Monate zu weiteren positiven Meldungen seitens des Unternehmens kommen wird. Darüber hinaus sollte die Dividendenrendite von fast 3 Prozent für 2010 bzw. knapp 4 Prozent für 2011 das Rückschlagspotenzial der Aktie begrenzen.

Im Hinblick auf die überarbeitete Gewinnschätzung und das erhöhte Kursziel ist die Ludwig Beck-Aktie trotz des Kurssprungs nach der Ad hoc-Mitteilung zur zweiten Prognoseerhöhung für uns weiterhin kaufenswert.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ludwig Beck AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
Umsatzerlöse (netto ohne MwSt)	86,2	100,0%	87,2	100,0%	91,5	100,0%	90,6	100,0%	93,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,3%		4,9%		-1,0%		2,6%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,2	0,2%	0,1	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1%
Gesamtleistung	86,4	100,2%	87,3	100,1%	91,6	100,1%	90,7	100,1%	93,1	100,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		4,9%		-1,0%		2,6%	
Materialaufwand	44,8	52,0%	44,2	50,7%	46,2	50,5%	45,6	50,3%	46,8	50,3%
Veränderung zum Vorjahr			-1,3%		4,5%		-1,3%		2,6%	
Personalaufwand	16,9	19,7%	16,8	19,3%	17,0	18,6%	16,8	18,5%	17,0	18,3%
Veränderung zum Vorjahr			-0,8%		1,2%		-1,2%		1,2%	
Sonstiges Ergebnis	-12,4	-14,4%	-12,9	-14,8%	-12,5	-13,7%	-12,2	-13,5%	-12,5	-13,4%
Veränderung zum Vorjahr			-3,7%		3,1%		2,4%		-2,5%	
EBITDA	12,2	14,2%	13,3	15,3%	15,9	17,4%	16,1	17,8%	16,8	18,1%
Veränderung zum Vorjahr			8,9%		19,5%		1,3%		4,3%	
Abschreibungen	4,1	4,8%	3,5	4,0%	3,3	3,6%	3,3	3,6%	3,4	3,7%
Veränderung zum Vorjahr			-14,6%		-5,7%		0,0%		3,0%	
EBIT	8,1	9,4%	9,8	11,2%	12,6	13,8%	12,8	14,1%	13,4	14,4%
Veränderung zum Vorjahr			20,7%		28,6%		1,6%		4,7%	
Finanzergebnis (ohne Drittanteile)	-3,1	-3,6%	-2,8	-3,2%	-2,8	-3,1%	-2,8	-3,1%	-2,8	-3,0%
Veränderung zum Vorjahr			9,7%		0,0%		0,0%		0,0%	
Anteile Dritter an Personenges.	-0,6	-0,7%	-0,7	-0,7%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,8%
Ergebnis vor Steuern	4,4	5,1%	6,4	7,3%	9,1	9,9%	9,3	10,3%	9,9	10,6%
Veränderung zum Vorjahr			43,8%		43,3%		2,2%		6,5%	
Steuerquote	38,9%		65,2%		36,3%		36,2%		35,0%	
Ertragssteuern	1,7	2,0%	4,1	4,8%	3,3	3,6%	3,4	3,7%	3,6	3,8%
Jahresüberschuss	2,7	3,1%	2,2	2,5%	5,8	6,3%	5,9	6,5%	6,3	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			-18,1%		162,5%		2,3%		6,8%	
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	2,7	3,1%	2,2	2,6%	5,8	6,3%	5,9	6,5%	6,3	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			-16,7%		157,9%		2,3%		6,8%	
Anzahl der Aktien	3,695		3,695		3,695		3,695		3,695	
Gewinn je Aktie	0,73		0,61		1,57		1,62		1,73	

Aktionärsstruktur

INTRO-Verwaltungs GmbH	70,2%
Ost-West AG	5,0%
GVC Ges. für Venture Capital Bet. mbH	4,0%
Rheintex AG	3,0%
Streubesitz	17,8%

Termine

Mitte Januar 2011	Umsatzzahlen 2010 (sog. „trading statement“)
Mitte März 2011	Bilanzpressekonferenz

Kontaktadresse

LUDWIG BECK am Rathauseck – Textilhaus Feldmeier AG
Marienplatz 11
D-80331 München

E-Mail: info@ludwigbeck.de

Internet: 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

E-Mail: 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
27.10.2009	11,88 €	Halten	13,20 €
23.07.2009	12,55 €	Halten	12,80 €
27.07.2010	13,72 €	Kaufen	17,40 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,6%	57,7%
Halten	36,9%	38,5%
Verkaufen	15,5%	3,8%

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 Umplatzerung 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 Holding 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 Holding 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.