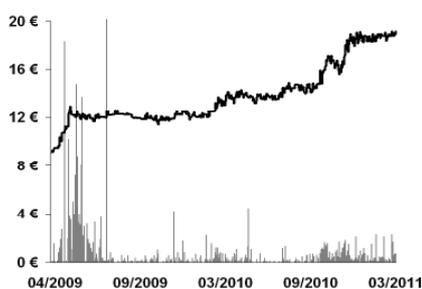


Akt. Kurs (22.03.2011, 13:57, Xetra): 19,20 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **22,00 (20,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	19,62 €	13,01 €
Aktueller Kurs:	19,20 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	17,8%	
Marktkapitalis.:	70,9 Mio. €	



Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	86,2	87,2	90,1	92,0
<i>bisher</i>	---	---	---	90,6
EBIT	8,1	9,8	13,7	14,4
<i>bisher</i>	---	---	12,6	12,8
Jahresüb.	2,7	2,2	6,4	7,0
<i>bisher</i>	---	---	5,8	5,9
Erg./Aktie	0,73	0,61	1,74	1,90
<i>bisher</i>	---	---	1,57	1,62
Dividende	0,30	0,35	0,35	0,50
<i>bisher</i>	---	---	0,50	0,60
KGV	26,3	31,5	11,0	10,1
Div.rendite	1,6%	1,8%	1,8%	2,6%

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

Ergebnis 2010 übertrifft unsere Prognose

Nachdem Ludwig Beck Anfang Januar bereits vorläufige Umsatzzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 publiziert hatte, legte die Gesellschaft in der letzten Woche den kompletten Jahresabschluss vor. Demnach ist der Bruttoumsatz um 3,3 Prozent auf 107,2 Mio. Euro gestiegen. Bereinigt um die geschlossenen Filialen erreichte die Steigerung der Erlöse sogar 5,3 Prozent.

Der Nettoumsatz von Ludwig Beck erhöhte sich wie von uns erwartet um 3,3 Prozent auf 90,1 Mio. Euro. Damit lag die Steigerung über der Branchenentwicklung, die gemäß der Fachzeitschrift TextilWirtschaft in 2010 bei 3,0 Prozent gelegen hat.

Eine deutliche Verbesserung erzielte Ludwig Beck auch beim operativen Ergebnis (EBIT). Dieses stieg um 40,5 Prozent auf 13,7 Mio. Euro und lag damit um 1,1 Mio. Euro über unserer letzten Prognose. Der Konzern profitierte bei dieser Verbesserung vor allem von der stringenten Kostenoptimierung sowie den Ergebnissen seiner Trading Up-Strategie, bei der die unteren Einstiegslagen wegfallen und somit der Durchschnittspreis erhöht werden kann. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass es Ludwig Beck gelungen ist, den Durchschnittsbonus je Kunde in den letzten fünf Jahren um 20 Prozent zu steigern.

Mit einem Vorsteuerergebnis von 9,9 Mio. Euro übertraf die Gesellschaft trotz eines höheren Finanzierungsaufwandes in Höhe von 3,8 Mio. Euro unsere letzte Prognose von 9,1 Mio. Euro. Im Finanzergebnis machte sich eine Vorfalligkeitsentschädigung von rund 0,7 Mio. Euro negativ bemerkbar, die jedoch die künftigen Zinszahlungen um jährlich etwa 0,5 Mio. Euro entlasten wird.

Nach Steuern erzielte Ludwig Beck einen Gewinn von 6,4 Mio. Euro bzw. ein Ergebnis je Aktie von 1,74 Euro. Unsere letzten Prognosen lagen hier noch bei 5,8 Mio. bzw. 1,57 Euro je Aktie.

Dividendenvorschlag enttäuscht

Die avisierte Ausschüttung auf dem Vorjahresniveau von lediglich 0,35 Euro je Aktie enttäuscht zunächst. Wir hatten hier angesichts des deutlichen Gewinnsprungs mit 0,50 Euro je Anteilsschein gerechnet. Das Management begründet die sehr hohe Thesaurierung mit möglichen Änderungen in der IFRS-Bilanzierung bezüglich ihrer Mietverhältnisse.

Derzeit wird diskutiert, keine Unterscheidung mehr zwischen „finance“ und „operating lease“ vorzunehmen. Die zukünftigen Mietzahlungen, die gemäß Mietvertrag bei der Hauptimmobilie am Marienplatz noch fast 30 Jahre zu

zahlen sind, würden bei einer Passivierung zu einer Bilanzverlängerung von rund 50 Mio. Euro führen. Die jetzige komfortable Eigenkapitalquote von 44 Prozent würde dann auf etwa 30 Prozent absacken.

Das Management befürchtet als Folge verschlechterte Kreditkonditionen. Mit der hohen Thesaurierung will der Vorstand daher Vorsorge treffen, bei Umsetzung der IFRS-Diskussionen zeitnah wieder auf eine Zielquote im Eigenkapital von 40 Prozent zu kommen.

Ein kleiner Lichtblick stellt jedoch die Ankündigung dar, dass neben den Mitarbeitern und Kunden auch die Aktionäre vom 150-jährigen Jubiläum in 2011 profitieren sollen. Wir gehen daher davon aus, dass für das laufende Geschäftsjahr neben einer konstanten Basisdividende von 0,35 Euro je Aktie ein Jubiläumsbonus von 0,15 Euro gezahlt wird.

Jubiläumsjahr 2011 dürfte ein neues Rekordjahr werden

Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr gestaltet sich sehr ansprechend. In den ersten zwei Monaten hat der Konzern bereits eine filialbereinigte Umsatzsteigerung von 8,4 Prozent erzielt. Selbst unbereinigt schlägt noch ein Plus von 3,1 Prozent zu Buche.

Für das Gesamtjahr 2011 erwartet das Management einen filialbereinigten Umsatzzuwachs zwischen 3 und 4 Prozent. Zu beachten ist, dass Anfang April die Filiale Augsburg geschlossen wird, die in 2010 rund 3 Mio. Euro Umsatz beigesteuert hat. Laut Aussage des Managements fällt hier jedoch nur Umsatz, aber kein Ergebnisbeitrag weg. Alle bislang geschlossenen Filialen waren defizitär.

Das Vorsteuerergebnis soll im laufenden Jahr in einer Bandbreite zwischen 9 und 11 Mio. Euro liegen. Wir erachten diese Prognose als eher konservativ und haben unsere eigene Vorsteuerschätzung für 2011 mit 11,2 Mio. Euro über der Unternehmensguidance gesetzt. Sollte sich die konjunkturelle Gemengelage in den kommenden Monaten nicht wesentlich verschlechtern, können wir uns auch ein noch höheres Ergebnis vorstellen.

Nach Steuern erwarten wir aktuell ein Ergebnis von 7,0 Mio. Euro bzw. 1,90 Euro je Aktie, was deutlich über unserer letzten Prognose von 1,62 Euro liegt. Auch für 2012 haben wir unsere Planungsrechnung überarbeitet und rechnen nun neben einem leicht höheren Umsatz mit einem Gewinn je Aktie von 2,18 nach zuvor geschätzten 1,73 Euro.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Daten konnten uns mehr als überzeugen. Es zeigt sich einmal mehr, dass Ludwig Beck von seinem außergewöhnlichen Standort am Marienplatz profitiert und dies auch gekonnt ausnutzt. Wir gehen davon aus, dass die Kostenoptimierungen sowie die Trading Up-Strategie auch in den kommenden Jahren entsprechend ihre Wirkung zeigen und weitere operative Margenerhöhungen bei leicht steigenden Umsätzen zulassen. Darüber hinaus sollten sich die Finanzverbindlichkeiten sukzessive reduzieren, was sich dann in einem niedrigeren Zinsaufwand widerspiegeln dürfte.

In Bezug auf den Steuerstreit und dem Wegfall der Verlustvorträge, der in 2009 zu einer außerordentlichen Belastung in Höhe von 1,7 Mio. Euro geführt hat, deutet sich eine Wende an. So ist das Finanzamt angabegemäß in einem

ersten Schritt der Argumentation von Ludwig Beck gefolgt. Hier könnte es zu einem außerordentlichen Ergebnisbeitrag in 2011 oder 2012 kommen, den wir in unseren Planungen allerdings noch nicht berücksichtigt haben.

Unser Kursziel für die Ludwig Beck-Aktie erhöhen wir vor dem Hintergrund der angehobenen Prognosezahlen von 20 auf 22 Euro. Hingegen behalten wir angesichts des überschaubaren Kurspotenzials unsere Einstufung der Aktie mit Halten unverändert bei. In Schwächephasen würden wir jedoch zu einem Engagement raten.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ludwig Beck AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010		2011e		2012e	
Umsatzerlöse (netto ohne MwSt)	86,2	100,0%	87,2	100,0%	90,1	100,0%	92,0	100,0%	95,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,3%		3,3%		2,1%		3,8%	
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%	90,2	100,1%	92,1	100,1%	95,6	100,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		3,3%		2,2%		3,8%	
Materialaufwand	44,8	52,0%	44,2	50,7%	44,6	49,6%	45,3	49,2%	47,0	49,2%
Veränderung zum Vorjahr			-1,3%		1,0%		1,5%		3,8%	
Personalaufwand	16,9	19,7%	16,8	19,3%	17,0	18,9%	17,6	19,1%	17,2	18,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,8%		1,5%		3,2%		-2,3%	
Sonstiges Ergebnis	-12,4	-14,4%	-12,9	-14,8%	-11,6	-12,9%	-11,8	-12,8%	-12,4	-13,0%
Veränderung zum Vorjahr			-3,7%		10,2%		-1,9%		-5,1%	
EBITDA	12,2	14,2%	13,3	15,3%	16,9	18,7%	17,4	18,9%	19,0	19,9%
Veränderung zum Vorjahr			8,9%		26,9%		3,1%		9,2%	
Abschreibungen	4,1	4,8%	3,5	4,0%	3,1	3,5%	3,0	3,3%	3,1	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			-14,6%		-10,1%		-4,7%		3,3%	
EBIT	8,1	9,4%	9,8	11,2%	13,7	15,2%	14,4	15,7%	15,9	16,6%
Veränderung zum Vorjahr			20,7%		40,1%		4,9%		10,4%	
Finanzergebnis (ohne Drittanteile)	-3,1	-3,6%	-2,8	-3,2%	-3,2	-3,6%	-2,5	-2,7%	-2,5	-2,6%
Veränderung zum Vorjahr			9,7%		-14,3%		21,9%		2,0%	
Anteile Dritter an Personenges.	-0,6	-0,7%	-0,7	-0,7%	-0,6	-0,7%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	4,4	5,1%	6,4	7,3%	9,9	11,0%	11,2	12,2%	12,8	13,4%
Veränderung zum Vorjahr			43,8%		56,4%		12,8%		13,8%	
Steuerquote	38,9%		65,2%		35,3%		37,9%		37,4%	
Ertragssteuern	1,7	2,0%	4,1	4,8%	3,5	3,9%	4,2	4,6%	4,8	5,0%
Jahresüberschuss	2,7	3,1%	2,2	2,5%	6,4	7,1%	7,0	7,6%	8,0	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			-18,1%		191,2%		8,1%		14,9%	
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%	6,4	7,1%	7,0	7,6%	8,0	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			-16,7%		186,0%		8,1%		14,9%	
Anzahl der Aktien	3,695		3,695		3,695		3,695		3,695	
Gewinn je Aktie	0,73		0,61		1,74		1,90		2,18	

Aktionärsstruktur

INTRO-Verwaltungs GmbH	49,2%
Hans Rudolf Wöhrl	
Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG	21,0%
Ost-West AG	5,0%
GVC Ges. für Venture Capital Bet. mbH	4,0%
Rheintex AG	3,0%
Streubesitz	17,8%

Termine

20. April 2011	Dreimonatsbericht 2011
12. Mai 2011	Hauptversammlung in München
20. Juli 2011	Halbjahresbericht 2011
20. Oktober 2011	Neunmonatsbericht 2011

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
11.01.2011	18,80 €	Halten	20,00 €
25.10.2010	16,25 €	Kaufen	20,00 €
27.07.2010	13,72 €	Kaufen	17,40 €
30.04.2010	14,18 €	Halten	15,80 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,4%	58,3%
Halten	38,1%	41,7%
Verkaufen	15,5%	0,0%

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 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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.