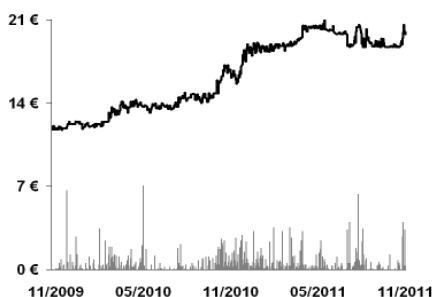


Akt. Kurs (02.11.2011, 11:26, Xetra): 19,80 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **22,00 (22,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	21,00 €	15,60 €
Aktueller Kurs:	19,80 €	
Aktienzahl ges.:	3.695.000	
Streubesitz:	17,8%	
Marktkapitalis.:	73,2 Mio. €	



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	87,2	90,1	88,0	91,0
<i>bisher</i>	---	---	92,0	95,5
EBIT	9,8	13,7	14,4	15,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	2,2	6,4	6,1	8,0
<i>bisher</i>	---	---	7,0	---
Erg./Aktie	0,61	1,74	1,66	2,18
<i>bisher</i>	---	---	1,90	---
Dividende	0,35	0,35	0,50	0,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	32,5	11,4	11,9	9,1
Div.rendite	1,8%	1,8%	2,5%	2,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

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

Freundliches Spätsommerwetter im September belastet drittes Quartal

Aufgrund des sehr guten spätsommerlichen Wetters im September und der damit einhergehenden Konsumzurückhaltung musste LUDWIG BECK im dritten Quartal eine Verlangsamung des im bisherigen Jahresverlauf gezeigten Wachstumstrends hinnehmen. Zwar erzielte die Gesellschaft per 30.9. immer noch ein flächenbereinigtes Umsatzwachstum von 2,2 Prozent auf 69,6 Mio. Euro (brutto) und lag damit wiederum besser als der deutsche Modehandel, der ein Umsatzminus von rund 1 Prozent verbuchen musste. Im dritten Quartal sank der bereinigte Umsatz jedoch um 2,8 Prozent auf 24,6 Mio. Euro.

Die Ergebnisseite wurde durch mehrere Faktoren beeinflusst. Positiv wirkten sich die weiteren Kostenoptimierungen aus, die zu einem Anstieg der Nettomarge von 49,6 auf 50,5 Prozent geführt hat. Ebenso konnte LUDWIG BECK einen einmaligen Sondereffekt in Höhe von 0,6 Mio. Euro im Finanzergebnis verbuchen, der auf die steuerliche Betriebsprüfung zurückzuführen ist. Hingegen belasteten Kosten in Höhe von 1,2 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem 150-jährigen Firmenjubiläums die Erfolgsrechnung. Außerdem fielen durch die steuerliche Betriebsprüfung im Nettoergebnis des dritten Quartals 1,3 Mio. Euro an negativen Einmaleffekten an.

Das operative Ergebnis (EBIT) betrug folglich nach neun Monaten 6,2 (Vj. 6,6) Mio. Euro. Der Rückgang um 0,4 Mio. Euro ist dabei ausschließlich auf das umsatzschwache dritte Quartal zurückzuführen, in dem das EBIT auf 3,0 (3,5) Mio. Euro gesunken ist. Das Vorsteuerergebnis profitierte dagegen neben dem oben genannten positiven Sondereffekt auch von einer reduzierten Finanzverschuldung und stieg von 4,2 auf 5,0 Mio. Euro.

Der negative steuerliche Sondereffekt führte jedoch zu einem Rückgang des Periodenüberschusses auf 2,4 (2,7) Mio. Euro. Folglich sank auch das Ergebnis je Aktie von 0,73 auf 0,64 Euro.

Management unverändert optimistisch

Trotz der wetterbedingten Umsatz- und Ergebnisrückgänge im dritten Quartal ist der Vorstand mit dem bisherigen Geschäftsverlauf angabegemäß sehr zufrieden. So verwundert es auch nicht, dass die bisherige Gesamtjahresprognose eines filialbereinigten Umsatzwachstums von 3 bis 4 Prozent sowie eines EBT zwischen 9 und 11 Mio. Euro unverändert aufrecht gehalten wird.

Zu beachten ist unverändert, dass für die Zielerreichung der Gesellschaft traditionell das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft von entscheidender Bedeutung ist. So hat LUDWIG BECK im vierten Quartal 2010 beispielsweise deutlich über 50 Prozent des Jahresergebnisses erwirtschaftet.

Nach Vorlage der Halbjahreszahlen hatten wir im Falle einer Trendbestätigung zum 30.9. noch darüber spekuliert, möglicherweise unsere Planzahlen für 2011 zu erhöhen. Aufgrund des eher enttäuschenden dritten Quartals halten wir unsere eigene EBT-Schätzung von 11,7 Mio. Euro inklusive des positiven Sondereffektes von 0,6 Mio. Euro nun nicht mehr für zu konservativ, sondern sehen diese als eher realistisch an.

Wir sind dabei davon überzeugt, dass LUDWIG BECK den Ergebnisrückstand im wichtigen vierten Quartal aufgrund der weiter verbesserten Kostenstrukturen mehr als ausgleichen kann. Daher erwarten wir, dass die Münchner in 2011 ein neues Rekordergebnis vor Steuern ausweisen werden, wenngleich wir den Nettoumsatz nur noch bei 88 (92) Mio. Euro sehen.

Unsere Gewinnschätzung je Aktie für 2011 reduzieren wir hingegen um den negativen Steuereffekt aus der Betriebsprüfung, so dass wir nunmehr von einem Ergebnis je Aktie von 1,66 nach zuvor erwarteten 1,90 Euro ausgehen. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre halten wir bei ebenfalls reduzierten Umsatzprognosen an unseren Gewinnschätzungen von 2,18 bzw. 2,34 Euro je Aktie fest.

Bewertung und Fazit

Die aktuelle Geschäftsentwicklung verdeutlicht trotz des etwas schwächer ausgefallenen dritten Quartals, dass es die Gesellschaft unverändert schafft, die Kostenstrukturen sukzessive zu verbessern und die Ergebnismargen zu steigern. Bereinigt um die Sondereffekte in 2011 würde LUDWIG BECK auch auf Nettoebene ein Rekordergebnis erzielen. Zu beachten ist, dass 2012 die steuerlichen Sondereffekte mit einem Nettoeffekt von minus 0,7 Mio. Euro und die Jubiläumskosten für die 150-Jahrfeier in Höhe von 1,2 Mio. Euro entfallen. Dies wird die Gewinnentwicklung positiv beeinflussen.

Die leichte Gewinnrevision auf Nettoebene für das aktuelle Geschäftsjahr ändert insgesamt nichts an unserer fundamentalen Einschätzung zu dem Unternehmen, zumal unsere Ergebnisprognosen für 2012 und 2013 unverändert bleiben. Unser Kursziel in Höhe von 22 Euro je Aktie leiten wir weiterhin von den kommenden beiden Geschäftsjahren ab. Bei Erreichung des Kursziels wäre die LUDWIG BECK-Aktie dann mit einem konservativen KGV von 10 auf Basis der 2012er Planzahlen bewertet. Für das Folgejahr 2013 läge das KGV dann sogar im einstelligen Bereich.

Auf Basis des aktuellen Kursniveaus bestätigen wir unsere Halteempfehlung, würden jedoch Kursschwächen zum Aufbau bzw. zum Neukauf von Anteilen nutzen.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ludwig Beck AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Umsatzerlöse (netto ohne MwSt)	87,2	100,0%	90,1	100,0%	88,0	100,0%	91,0	100,0%	94,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	1,3%		3,3%		-2,3%		3,4%		3,3%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,1	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1%	0,1	0,1%
Gesamtleistung	87,3	100,1%	90,2	100,1%	88,1	100,1%	91,1	100,1%	94,1	100,1%
Veränderung zum Vorjahr	1,0%		3,3%		-2,3%		3,4%		3,2%	
Materialaufwand	44,2	50,7%	44,6	49,6%	42,7	48,5%	43,8	48,1%	45,2	48,1%
Veränderung zum Vorjahr	-1,3%		1,0%		-4,4%		2,6%		3,3%	
Personalaufwand	16,8	19,3%	17,0	18,9%	16,9	19,2%	17,1	18,8%	17,4	18,5%
Veränderung zum Vorjahr	-0,8%		1,5%		-0,9%		1,2%		1,8%	
Sonstiges Ergebnis	-12,9	-14,8%	-11,6	-12,9%	-11,1	-12,6%	-11,3	-12,4%	-11,6	-12,3%
Veränderung zum Vorjahr	-3,7%		10,2%		4,2%		-1,8%		-2,7%	
EBITDA	13,3	15,3%	16,9	18,7%	17,4	19,8%	18,9	20,8%	19,8	21,1%
Veränderung zum Vorjahr	8,9%		26,9%		3,1%		8,6%		4,8%	
Abschreibungen	3,5	4,0%	3,1	3,5%	3,0	3,4%	3,0	3,3%	3,0	3,2%
Veränderung zum Vorjahr	-14,6%		-10,1%		-4,7%		0,0%		0,0%	
EBIT	9,8	11,2%	13,7	15,2%	14,4	16,4%	15,9	17,5%	16,8	17,9%
Veränderung zum Vorjahr	20,7%		40,1%		4,9%		10,4%		5,7%	
Finanzergebnis (ohne Drittanteile)	-2,8	-3,2%	-3,2	-3,6%	-2,0	-2,3%	-2,5	-2,7%	-2,4	-2,6%
Veränderung zum Vorjahr	9,7%		-14,3%		37,5%		-22,5%		2,0%	
Anteile Dritter an Personenges.	-0,7	-0,7%	-0,6	-0,7%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	6,4	7,3%	9,9	11,0%	11,7	13,3%	12,8	14,0%	13,7	14,6%
Veränderung zum Vorjahr	43,8%		56,4%		17,8%		9,0%		7,5%	
Steuerquote	65,2%		35,3%		48,1%		37,4%		37,2%	
Ertragssteuern	4,1	4,8%	3,5	3,9%	5,6	6,4%	4,8	5,2%	5,1	5,4%
Jahresüberschuss	2,2	2,5%	6,4	7,1%	6,1	6,9%	8,0	8,8%	8,6	9,2%
Veränderung zum Vorjahr	-18,1%		191,2%		-5,5%		31,5%		7,8%	
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	2,2	2,6%	6,4	7,1%	6,1	6,9%	8,0	8,8%	8,6	9,1%
Veränderung zum Vorjahr	-16,7%		186,0%		-5,5%		31,5%		7,6%	
Anzahl der Aktien	3,695		3,695		3,695		3,695		3,695	
Gewinn je Aktie	0,61		1,74		1,66		2,18		2,34	

Aktionärsstruktur

INTRO-Verwaltungs GmbH	49,2%
Hans Rudolf Wöhrl	
Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG	25,35%
Ost-West AG	5,0%
Rheintex AG	3,0%
Streubesitz	17,8%

Termine

08. Mai 2012 Hauptversammlung in München

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
22.07.2011	19,67 €	Halten	22,00 €
21.06.2011	19,85 €	Halten	22,00 €
22.03.2011	19,20 €	Halten	22,00 €
11.01.2011	18,80 €	Halten	20,00 €
25.10.2010	16,25 €	Kaufen	20,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,1%	68,2%
Halten	42,6%	31,8%
Verkaufen	6,4%	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.