



Research Studie (Initial Coverage)



August 2007

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG
auf Seite 25

LUDWIG BECK AG (5)*

KAUFEN

Kursziel: 15,43 €

Kurs: 12,15 €

1. August 2007
17:30 Uhr Xetra

**Letztes Rating/
Kursziel:**
Initial Coverage

Marktsegment:
Amtlicher Markt

Transparenzlevel:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@
gbc-research.de

Christoph Schnabel
schnabel@
gbc-research.de

IR-Kontakt:

Metis-Corinna Tarta

Ludwig Beck AG
Marienplatz 11
D-80331 München

Tel.: +49(0)89 211128-21
Email: metis.tarta@
esvedra-consulting.com

www.ludwigbeck.de

Unternehmensprofil:

Branche: Einzelhandel

Fokus: Damenbekleidung, Accessoires

Mitarbeiter: 533 (30.06.2007)

Firmensitz: München, D

Gründung: 1861

Vorstand: Dieter Münch,
Oliver Haller

* mögliche Interessenskonflikte entnehmen Sie bitte der Legende auf unserer Homepage
<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/fmCatId/17/fmArticleID/98/>

WKN: 519990

ISIN: DE0005199905

Börsenkürzel: ECK

Anzahl Aktien: 3,36 Mio. Stück

Marktkap.: 40,824 Mio. €

Streubesitz: 44,75 %

52 W Hoch: 13,87 €

52 W Tief: 6,65 €

Durchs. Tagesvolumen : 23.606 €

* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)



in Mio. EUR	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e
Umsatz (netto)	87,668	87,382	90,504	93,529
EBITDA	9,646	10,181	11,054	12,356
EBIT	5,855	6,766	7,704	8,956
Konzernjahresüberschuss nach Minder.	0,665	1,397	2,794	2,836
in EUR				
Gewinn je Aktie in EUR	0,20	0,42	0,83	0,84
Dividende je Aktie in EUR	0,10	0,20	0,30	0,45
in %				
EBITDA-Marge	11,0%	11,7%	12,2%	13,2%
EBIT-Marge	6,7%	7,7%	8,5%	9,6%
Dividendenrendite	0,8%	1,6%	2,4%	3,6%
Kennzahlen				
EV/ Sales	1,18	1,17	1,15	1,10
EV / EBITDA	10,72	10,03	9,38	8,31
Kurs-Gewinn-Verhältnis	62,50	29,75	14,87	14,66
Kurs-Buchwert-Verhältnis		2,26		

Highlights:

- einmaliger Sonderertrag durch Neubewertung der latenten Steuern in 2007e
- 2,6 % Nettoumsatzwachstum im ersten Halbjahr 2007 trotz Mehrwertsteuererhöhung und Umbaumaßnahmen
- Konzentration des operativen Geschäfts auf den Standort am Marienplatz
- Trading Up-Strategie fungiert auch weiterhin als Ergebnistreiber

Inhaltsangabe:

Unternehmen

Profil	S. 4
Unternehmenshistorie	S. 4
Aktionärsstruktur/ Unternehmenstermine	S. 5
Geschäftstätigkeit	S. 6

Markt & Strategie

Marktumfeld.....	S. 8
Wettbewerb.....	S. 11
Unternehmensstrategie	S. 12
SWOT Analyse	S. 14

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	S. 15
Geschäftsentwicklung 2006	S. 16
Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2007	S. 19
Ausblick und Prognose.....	S. 20

Bewertung

DCF-Bewertung	S. 22
Bestimmung der Kapitalkosten	S. 22
DCF-Modell	S. 23
Fazit	S. 24

Anhang

Disclaimer / Haftungsausschluss	S. 25
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34 b WpHG.....	S. 25
Urheberrechte.....	S. 25

Unternehmen

Profil

LUDWIG BECK ist eines der bekanntesten Kaufhäuser in Deutschland. Die Gründung des Unternehmens geht auf das Jahr 1861 zurück. Der Konzern betreibt den stationären Einzelhandel unter der Marke LUDWIG BECK sowie unter Fremdmarken (Monolabel). Die Aktivitäten sind dabei auf den bayerischen Markt beschränkt. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Haupthaus generierte im Jahr 2006 rund 80 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch die beiden Zweige LUDWIG BECK Filialen (Fashion-Stores und Monolabel-Stores) und der LUDWIG BECK Lagerverkauf. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht-textile Sortimente wie beispielsweise Parfümerie, Kosmetikprodukte und Lederwaren sowie Accessoires. Stark präsentiert sich auch das Segment Musik, welches individuell an die gehobene Kundschaft angepasst ist. Die Immobilie des Stammsitzes am Münchner Marienplatz gehört LUDWIG BECK seit dem Jahr 2001 über eine Beteiligung an der Feldmeier GmbH zu 50,1 %. Der Gang an die Börse erfolgte im Jahr 1998.

Unternehmenshistorie

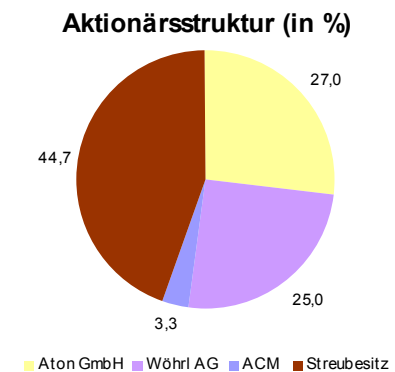
Folgende Tabelle gibt einen Überblick über wichtige Ereignisse in der

1998	•	Die LUDWIG BECK AG geht mit einem Kurs von 34,00 DM an die Börse. Die Aktie ist zehnfach überzeichnet.
1998	•	Das Restrukturierungsprogramm wird abgeschlossen und Ludwig Beck beendet das Jahr erfolgreich mit einem Überschuss von 5,200 Mio. DM.
1999	•	Das bisher beste Geschäftsjahr der Firmengeschichte wird mit einem Jahresüberschuss von 11,300 Mio. DM abgeschlossen.
2001	•	LUDWIG BECK gründet die Ludwig Beck Beteiligungs-GmbH und beteiligt sich mehrheitlich an der Immobilie am Marienplatz.
2001	•	LUDWIG BECK eröffnet Monolabel—Stores in München und anderen Städten.
	•	Neueröffnung der Kosmetikabteilung "Hautnah" und der Abteilung Lingerie & Dessous im Haupthaus.
2004	•	Im Zuge der Trading Up-Strategie werden im Stammhaus verschiedene Abteilungen umgebaut. LUDWIG BECK kann nach der Rezession den Umsatz steigern und den Verlust minimieren.
2005	•	Durch erfolgreiche Aktionen ist LUDWIG BECK wieder auf dem richtigen Kurs. Der Jahresüberschuss beträgt 0,6 Mio. € und es wird eine Dividende von 0,10 € an die treuen Aktionäre gezahlt.

Standortsicherung durch eine Beteiligung an der Immobilie am Marienplatz in 2001

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Aton GmbH	27,0
Wöhl AG	25,0
Absolut Capital Management	3,3
Streubesitz	44,7



Quelle: Ludwig Beck (Juni 2007)

Die Aktionärsstruktur ist geprägt durch die beiden Großaktionäre Wöhl AG und Aton GmbH, welche auch im Aufsichtsrat durch die Herren Gerhard Wöhl und Dr. Lutz Helmig vertreten sind. Dr. Lutz Helmig ist Gründer des Beteiligungsunternehmens Aton GmbH und ehemaliger Hauptgesellschafter und Gründer der HELIOS Kliniken GmbH.

So stockte die Aton GmbH ihren Anteil erst im Mai 2007 auf 20,4 % auf und erhöhte diesen nochmals im Juni 2007 auf knapp 27,0 %. Damit ist die Aton GmbH größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG.

Bei der Wöhl AG handelt es sich um ein Nürnberger Modeunternehmen. So wurde am 20. April 2006 bekannt gegeben, dass das Nürnberger Modeunternehmen sämtliche Anteile vom Altaktionär Karl Schleicher. Die Wöhl AG ist nun mit 25,0 % plus einer Aktie an LUDWIG BECK beteiligt. Laut Aussagen des Unternehmens besteht zwischen den beiden Modehäusern ein freundschaftlicher Kontakt und es ist derzeit keine Übernahme durch die Wöhl AG zu erwarten.

Seit Neustem beteiligte sich auch der Absolute European Catalyt Fund Limited mit 3,3 % an der LUDWIG BECK AG. Hierbei handelt es sich um den von Florian Homm gemanagten Hedge-Fonds. Der Streubesitz liegt momentan bei 44,7 %, somit hat die LUDWIG BECK AG zum Juni 2007 ca. 3600 Aktionäre.

Unternehmenstermine

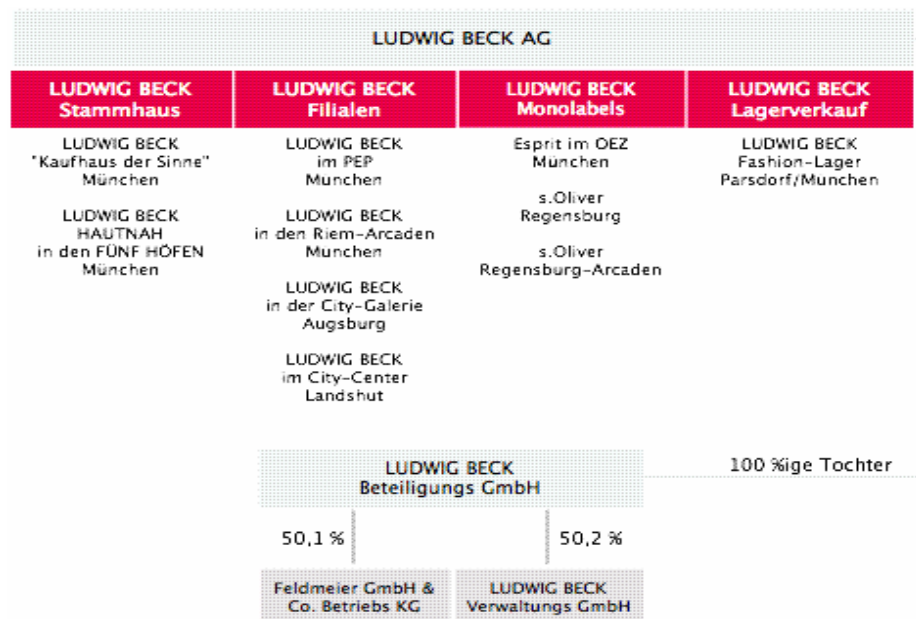
Ereignis	Datum
Neunmonatsbericht 2007	25. Oktober 2007
Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2007	März 2008

Nächste Unternehmenstermine

LUDWIG BECK ist eines der bekanntesten Kaufhäuser Deutschlands

Geschäftstätigkeit

LUDWIG BECK ist eines der bekanntesten Kaufhäuser in Deutschland. Das Stammhaus hat seinen Sitz direkt am Münchner Marienplatz, einem der attraktivsten Geschäftsstandorte in ganz Europa. Gegründet wurde das Unternehmen im Jahr 1861 durch den Knopfmacher und Posamentenmeister LUDWIG BECK. Heute betreibt der Konzern neben dem stationären Einzelhandel unter der Marke Ludwig Beck auch Monolabel-Stores, die international bekannte Modemarken, wie z. B. ESPRIT und s.Oliver, vertreiben. Die Aktivitäten der LUDWIG BECK AG sind dabei rein auf den bayerischen Markt beschränkt. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Unternehmensstruktur der LUDWIG BECK AG. Diese unterteilt sich dabei in das Stammhaus, das Filialgeschäft (Fashion-Stores, Monolabel-Stores und Lagerverkauf) sowie in die LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH.



Quelle: LUDWIG BECK AG

80 % der Umsätze werden mit dem Stammhaus am Marienplatz erzielt

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf dem Stammhaus am Marienplatz in München. Das Flagship der LUDWIG BECK AG am Münchner Marienplatz generiert dabei rund 80,0 % der Konzernumsätze. In 2006 lag der Brutto-Umsatz des Stammhauses bei 82,6 Mio. €. Am Stammhaus sind auf einer Fläche von rund 11.000 m² ca. 500 Mitarbeiter beschäftigt. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht-textile Sortimente. Das Bekleidungssortiment umfasst dabei Damen-, Herren- und Kindermode, wobei der Fokus hier auf Damenbekleidung liegt. LUDWIG BECK ist in der Region München der größte Anbieter für Kurzwaren, Strümpfe und Bademoden. Außerdem ist das Kaufhaus am Rathauseck in Hinsicht auf den Sortimentsumfang der führende Anbieter für Klassik- und Jazz-Musik in Deutschland.

Darüber hinaus bietet LUDWIG BECK im Stammhaus auf einer Fläche von rund 700 m² exklusive Düfte, Make-Ups sowie erlesene Hautpflegeprodukte von ausgewählten Marken wie Kiehl's, Benefit, Kamana uK, Jo Malone oder Paul & Joe an. Seit 2002 zählt des Weiteren der Kosmetik Shop HAUTNAH in den FÜNF HÖFEN zum Stammhaus.

Ebenfalls im Produktportfolio von LUDWIG BECK befinden sich Lederwaren, Geschenke und Papeterieartikel und ein Geschäft für ausgesuchte Bücher und Weine.

Größtes bilanzielles Asset der LUDWIG BECK AG ist der 50,1 % Anteil an der Immobilie am Marienplatz

Innerhalb des Konzerns bestehen neben dem Stammhaus in München noch die Zweige LUDWIG BECK Filialen, LUDWIG BECK Monolabels und der LUDWIG BECK Lagerverkauf. Das Filialgeschäft ergänzt als zweites strategisches Standbein das operative Geschäft der LUDWIG BECK. LUDWIG BECK betreibt insgesamt vier Fashion-Stores in großen Shopping-Centern in den Städten München, Landshut und Augsburg. Hier zielt LUDWIG BECK mit Sortimenten in der mittleren Preisregion auf eine jüngere Kundengruppe ab.

Zum Filialgeschäft gehören außerdem noch drei Monolabel-Stores in München sowie in Regensburg. Die beiden Filialen in Regensburg vertreiben hier ausschließlich die Textilmarke s.Oliver, während im Olympiazentrum in München Kleidung der Modemarke ESPRIT verkauft wird. Eine weitere Monolabel-Filiale in Regensburg wurde bereits in 2006 geschlossen. Hinsichtlich der Unternehmensstruktur gab es im Jahr 2006 eine wesentliche Änderung. Die LUDWIG BECK Vertriebs GmbH, die sich für die Monolabel-Stores verantwortlich zeigte, wurde rückwirkend zum 1. Januar 2006 auf die LUDWIG BECK AG verschmolzen. Einen weiteren Vertriebskanal hat LUDWIG BECK mit dem Lagerverkauf in Parsdorf bei München. In dem Outlet werden hauptsächlich preisgünstige Sonderposten und Lagerüberhänge angeboten.

Größtes bilanzielles Asset der LUDWIG BECK AG ist allerdings die Immobilie des Stammsitzes am Münchner Marienplatz, welche der Feldmeier GmbH & Co Betriebs KG gehört, an der LUDWIG BECK über die LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH zu 50,1 % beteiligt ist. Ausschlaggebend für diesen Schritt war damals die Standortsicherung. Um sich langfristig gegen Zinsschwankungen abzusichern, wurde bei der Finanzierung ein besonderer Fokus auf langfristige Immobiliendarlehen gelegt, so dass laut Unternehmensangaben eine Zinsbindung von 20 Jahren besteht. Die Rückführung der Kredite startete im Jahr 2001 dabei mit einem Prozent Tilgung.

Neben der LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH wird der restliche Anteil weiterhin von den Alteigentümerfamilien gehalten. Für das Grundstück wurde 2001 im Rahmen der Kaufpreisallokation ein Wert von 68,780 Mio. € veranschlagt. Der Wert des Gebäudes wurde mit 3,530 Mio. € in den Büchern erfasst.

Markt & Strategie

Marktumfeld

Relevanter Markt	Einzelhandel Deutschland
Marktvolumen 2006	358 Mrd. € (Quelle: Verdi)
Marktanteil 2006 in %	-
erwartetes durchschnittliches Marktwachstum	1 % in 2007

Wirtschaftliche Situation in Deutschland

Im Juni/ Juli 2006 existierte in Deutschland Unsicherheit bezüglich der Stärke und Dauer des konjunkturellen Aufschwungs. Zum Ende des Jahres 2006 konnte sich dieser aber schließlich durchsetzen. Zwischenzeitlich bestätigen führende wirtschaftliche Wirtschaftsforschungsinstitute, dass der Aufschwung der deutschen Wirtschaft eine Stärkung und Festigung erfahren hat. Selbst die Umsetzung der von der Bundesregierung beschlossenen Erhöhung der Mehrwertsteuer zum 01.01.2007 hatte keine nachhaltige negative Auswirkung auf die Konjunkturdynamik. Dennoch resultierte hieraus ein Rückgang der Konsumausgaben bei der deutschen Bevölkerung, welches auch spürbare Auswirkungen auf den Einzelhandel hatte.

Die aktuelle Situation im Einzelhandel

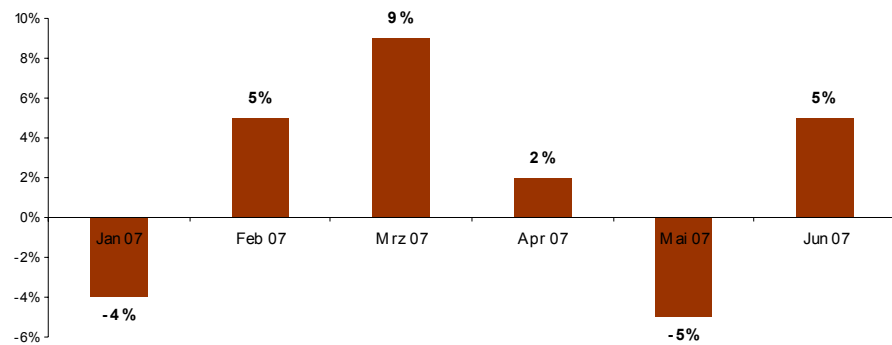
Der Einzelhandel hat im ersten Halbjahr 2007 einen Umsatzrückgang von rund 0,8 % (real: 1,5 %) im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 verzeichnen müssen. Auch im Juni 2007 konnte die Branche die lang ersehnte Trendwende nicht erzielen. Der Umsatz sank in diesem Monat um rund 0,2 % im Vergleich zum Mai 2007. Preisbereinigt bedeutet dies eine Senkung um 0,8 %. Somit hat die Branche im ersten Halbjahr 2007 nicht vom konjunkturellen Aufschwung profitieren können. Der Hauptverband des Deutschen Einzelhandels (HDE) geht aufgrund der Kaufzurückhaltung der deutschen Bevölkerung nunmehr von einem Aufschwung in der Umsatzentwicklung im 2. Halbjahr in 2007 in Höhe von nominal 1,5 % aus. Hieraus resultiert für das Gesamtjahr ein nominales Umsatzplus von rund einem Prozentpunkt.

Die aktuelle Situation im Textilhandel

Vor allem in den großen Waren- und Kaufhäusern liefen die Geschäfte im ersten Halbjahr 2007 äußerst schlecht. In diesem sanken die Umsätze um rund 3,6 % (real: 4,5 %). In der Gruppe der Lebensmittel, Getränke sowie Tabakwaren reduzierte sich der Umsatz um rund 0,3 % (real: 2,3 %). Im Gegensatz zu dieser Tendenz verzeichnete der Einzelhandel mit Textilien, Bekleidung, Lederwaren sowie Schuhen ein erfreuliches Umsatzplus von rund 2,7 % (real: 1,6 %). Auch in dem Bereich der Kosmetik, Pharmazeutik sowie Medizin stieg der Umsatz im Einzelhandel an. Der Textilhandel allein konnte laut dem TW-Testclub im Juni 2007 ein erfreuliches Umsatzplus von rund 5 % verzeichnen. Die nachfolgende Graphik stellt hierbei die Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2007 gegenüber dem Vorjahr dar.

Einzelhandel
kämpft im 1.HJ mit
Umsatzrückgang
um real 1,5 %

Die Umsatzentwicklung 2007 ggü. 2006 im Textilmarkt



Quelle: TW-Testclub

Die wirtschaftliche Situation in München und Umgebung

Die Stadt München hat als Standort für den Einzelhandel eine herausragende Stellung in Deutschland. So nimmt München sowohl bei den Umsätzen als auch bei der Flächenproduktivität (6.540 €/ m²) eine Spitzenposition ein. Damit befindet sich die Stadt im Vergleich mit anderen deutschen Großstädten an der Spitze und zählt zu der bundesweit erfolgreichsten Wirtschaftsregion. Nach einer Studie des FERl- Institutes wird der Anstieg der Wirtschaftsleistung bis zum Jahr 2013 auf rund 26 % geschätzt. Im Jahr 2006 war die allgemeine konjunkturelle Lage durch einen stabilen Aufwärtstrend gekennzeichnet.

Die Arbeitslosigkeit verzeichnete einen starken Rückgang. So reduzierte sich die Arbeitslosenquote um 24,8 % auf 65.600 Menschen in 2006. Damit ist München auch weiterhin die Stadt mit der geringsten Arbeitslosenquote. Parallel zu dieser Entwicklung stieg die Erwerbstätigkeit seit dem Jahr 2000 erstmals in 2006 wieder an. Die größten Beschäftigungszuwächse waren hierbei zum einen bei den unternehmensnahen Dienstleistungen (+6.496) sowie im Handel (+1.142) erkennbar. Im Einzelhandel stieg hierbei allein in 2006 die Anzahl der Beschäftigten um 1,07 % von 43.519 auf 43.986. Auch die zum Handel zählende Handelsvermittlung sowie der Großhandel verzeichneten einen Anstieg um insgesamt 3,45 %.

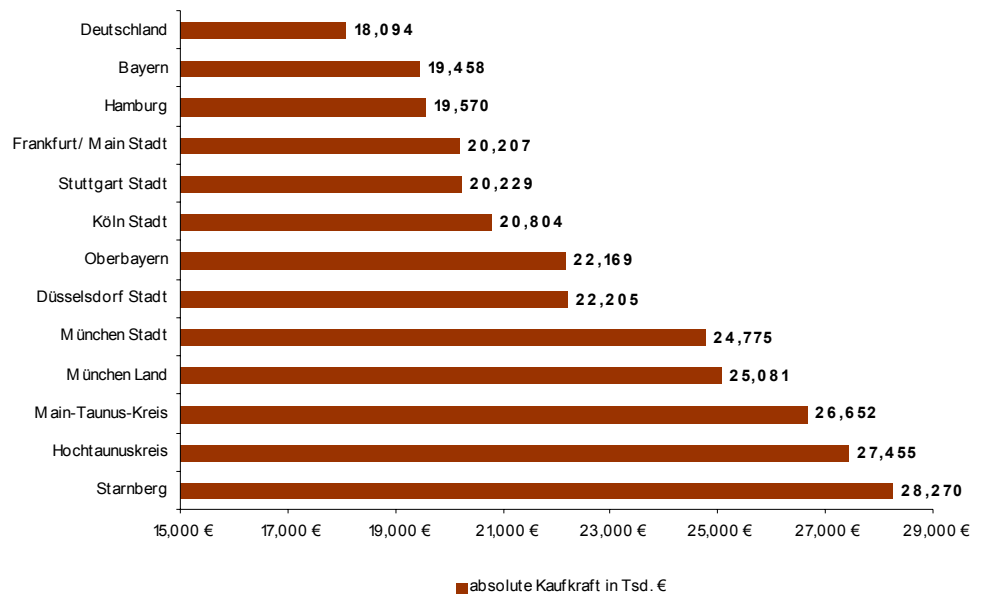
Aus den in 2006 erkennbaren Beschäftigungszuwächsen resultiert ein höheres verfügbares Einkommen der Haushalte, was wiederum positive Auswirkungen auf den Konsum und damit auch auf den Einzelhandel hat. Eine Untersuchung der axciom Deutschland Services GmbH zeigte, dass München eine um 34,5 % größere Kaufkraft als der deutsche Durchschnitt inne hat. Im Vergleich mit den anderen Großstädten nimmt München des Weiteren die Spitzenposition in Bezug auf die Kaufkraft ein.

Auch der Umkreis von München besitzt ein hohes Kaufkraftpotenzial. So befinden sich der Landkreis Starnberg, München, Ebersberg sowie Fürstentfeldbruck zu den Standorten mit der größten Kaufkraft in Deutschland. Auch bei dem wichtigen Indikator für die Einzelhandelsstandortlage, nämlich dem Umsatz des lokalen Einzelhandels pro Kopf bei der wohnhaften Bevölkerung hat München eine Spitzenposition inne. So lag der Einzelhandelsumsatz je Einwohner im Jahr 2006 um rund 55,3 % über dem deutschen Durchschnitt. Damit liegt München deutlich vor Hamburg (+25,6 %) sowie Berlin (2,2 %). Einzig Düsseldorf liegt mit einem Wert

Hohe Kaufkraft des Münchner Umfelds spricht für den Standort

von +51,7 % vor der bayrischen Landeshauptstadt.

Die absolute und relative Kaufkraft in 2006

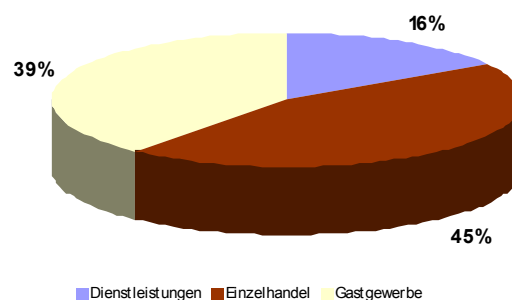


Quelle: Tourismusamt München

Auch der Tourismus entwickelte sich äußerst erfreulich in Oberbayern. In München erfolgten in 2006 8,9 Mio. Übernachtungen. Dies ist ein Anstieg um rund 4,1 % gegenüber dem Jahr 2005, wobei die Fußball- WM einen nicht zu unterschätzenden Beitrag geleistet hat.

So sind von den 8,9 Mio. Übernachtungen rund 4,2 Mio. allein auf den Besuch ausländischer Touristen zurückzuführen. Insgesamt waren rund 96 Mio. Touristen in 2006 in der bayrischen Landeshauptstadt zu Besuch. Von dem durch den Tourismus erwirtschafteten zusätzlichen Umsatz von rund 5,8 Mrd. € in 2006, entfielen auf den Einzelhandel alleine rund 45,0 %. Dies entspricht einer Summe von 2,61 Mrd. €.

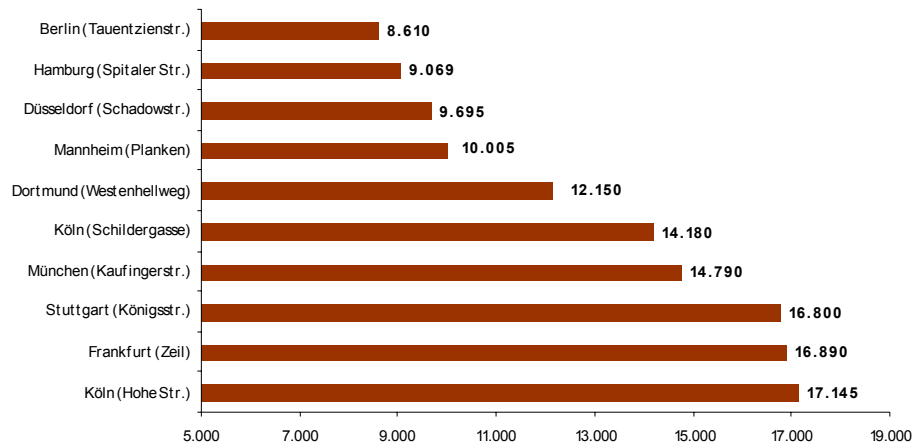
Durch Tourismus entstandene Umsätze in München in 2006



Quelle: Tourismusamt München

Auch in der Frequenz der Passanten, welche seitens der HDE am 13. Mai 2006 stichprobenhaft in den verschiedenen Großstädten in Deutschland gemessen wurde, zeigt die Beliebtheit der Haupteinkaufsstraße in München.

Passantenfrequenzen in 2006 (in Tsd)



Quelle: HDE

Die Situation des Einzelhandels in München

Der Einzelhandel ist in München vorrangig durch eine polyzentrische Struktur gekennzeichnet. Dies implementiert, dass zusätzlich zu der Innenstadt auch weitere Stadtteil-, Quartiers-, sowie Nahbereichszentren die Versorgungsbasis für die Bevölkerung bilden. In München werden rund 2,2 % des gesamtdeutschen Umsatzes im Einzelhandel erzielt. Bei Betrachtung des bayrischen Einzelhandelsumsatzes beträgt der Anteil der bayrischen Landeshauptstadt rund 14,5 %.

Des Weiteren wird die Bekanntheit der Stadt München als Modestadt in den Umsätzen des Einzelhandels deutlich. So beträgt der Anteil der Bekleidung sowie der Schuhe rund ein Fünftel des gesamten Umsatzes im Handel.

Wettbewerb

LUDWIG BECK genießt in München einen Bekanntheitsgrad von über 90,0 %. Im gesamtdeutschen Raum beträgt dieser rund 15,0 %.

Zu den direkten Wettbewerbern von LUDWIG BECK zählen insbesondere die beiden Kaufhäuser Konen sowie Lodenfrey, obwohl keines der beiden so detailliert und präzise auf das Hauptklientel der LUDWIG BECK eingeht. Weiter zählen indirekt auch die großen Kaufhausketten wie zum Beispiel Galeria Kaufhof, Hertie, K&L Ruppert sowie Karstadt zu den weiteren Wettbewerbern.

Standort München verfügt über einen hohen Bekanntheitsgrad als Modestadt

Über 90 % der Münchner kennen LUDWIG BECK

Unternehmensstrategie

Trading Up-Strategie

Trading Up-Strategie ist der Grundstein des aktuellen Erfolgs

Ein fester Bestandteil der Unternehmensstrategie ist die Umsetzung eines kontinuierlichen Trading Up-Prozesses. Im Jahr 2003 wurde die so genannte Trading Up-Strategie durch das Management in die Wege geleitet. Mit der Umsetzung dieser Strategie verfolgt der Vorstand die Zielsetzung, die Sortimentspalette sukzessive zu ändern, zu individualisieren und fortlaufend aufzuwerten, um so die Marktstellung im gehobenen Kundensegment weiter zu verbessern. Neben dem Verzicht auf Niedrigpreis-Sortimente waren die konsequente Aufwertung des mittleren Modeangebots, die Einbindung neuer, exklusiver Marken sowie die Konzentration auf ein hochwertiges Modesortiment wichtige Bestandteile dieser Strategie.

Die Strategie ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass die zur Verfügung stehende Fläche im Stammhaus limitiert ist. Durch die Fokussierung auf höherwertige Produkte kann daher der Umsatz pro vergleichbarer Fläche gesteigert werden. So wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr mehrere umsatz- und margenstarke Abteilungen wie Accessoires & Lederwaren, die Herrenmode und HAUTNAH erneuert und erweitert.

Die ersten Früchte der Strategie konnten bereits in 2005 und 2006 geerntet werden, wie in den deutlich angestiegenen Umsatzerlösen im Stammhaus am Münchner Marienplatz zu erkennen ist. Der Trading Up-Prozess wird im laufenden Jahr weiter vorangetrieben werden und sollte sich positiv auf die Umsatz- und Margenentwicklung auswirken.

Erhebliche Erweiterung der Verkaufsfläche durch Ausbau des Stammhauses in München

Verkaufsfläche am Standort Marienplatz wird in zwei Stufen um 1000 m² erweitert

Der Aus- und Umbau des Stammhauses am Münchner Marienplatz sieht einen 3-jährigen Investitionsplan vor. Hierbei erfolgt der größte Eingriff bereits im laufenden Jahr 2007. Das gesamte Investitionsvolumen in 2007 schätzen wir auf rund 5 Mio. €. Insgesamt sollen im Zeitraum 2007 bis 2009 Investitionen in Höhe von ca. 10 Mio. € getätigt werden. Im Rahmen der umfangreichsten Umbauarbeiten der vergangenen Jahre wird dabei einerseits die Außenfassade vollständig renoviert und andererseits die Passage neu gestaltet. Zudem werden Maßnahmen ergriffen, um die Verkaufsfläche im Erdgeschoß deutlich auszuweiten und noch attraktiver zu gestalten. Dabei wird die Arkade zur Dienerstrasse zur Verkaufsfläche umgebaut, so dass sich allein durch die Umbaumaßnahme eine zusätzliche Verkaufsfläche im Erdgeschoss von rund 200 m² erschließen lässt. Außerdem soll in diesem Zug der Eingangs- und Empfangsbereich deutlich aufgewertet werden.

In einem weiteren Schritt werden dann im kommenden Jahr 2008 die Räumlichkeiten in 2008 erheblich erweitert. In diesem Zusammenhang hat die Gesellschaft bereits zusätzliche Räumlichkeiten angemietet, welche zukünftig als Lager dienen sollen. Dieses soll dann vom fünften Stock in den Keller verlegt werden, um so die Verkaufsfläche in der fünften Etage nutzen zu können. Die zusätzliche Verkaufsfläche aus dieser Maßnahme schätzen wir auf rund 800 m². Zusammen mit der Erweiterung des Erdgeschosses um 200 m² stehen LUDWIG BECK im Jahresverlauf 2008 somit fast 10,0 % mehr Verkaufsfläche zur Verfügung. Wir gehen davon aus, dass die zusätzliche Fläche den Fokus auf den Damenbereich setzen wird. Wir halten diesen Schritt für konsequent, da das weibliche Publikum mit rund 80,0 % den mit Abstand größten Anteil

Konsolidierung im Filialgeschäft wird weiter voran getrieben

der Kundschaft stellt.

Jedoch ist es nicht zu erwarten, dass sich die höhere Verkaufsfläche sofort in einem proportionalen Anstieg der Umsatzerlöse niederschlägt. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale durch die neu generierte Fläche lassen sich nur Schritt für Schritt in einem längerfristigen Prozess heben.

Optimierung des Filialgeschäfts

Neben der Konzentration des operativen Geschäfts am Stammsitz der Gesellschaft plant LUDWIG BECK AG zudem eine weitere Konsolidierung des Filialgeschäfts. Hier sind derzeit zum einen die Fashionstores auf dem Prüfstand. Wie mit den Halbjahreszahlen vermeldet, ist bereits in Planung, die Filiale im pep Einkaufszentrum zum Ende des aktuellen Geschäftsjahres zu schließen. Wie mit den weiteren Fashionstores in Augsburg (City-Galerie), Landshut (City-Center) und München Riem-Arcaden verfahren wird, dürfte zudem sehr von der jeweiligen Margensituation abhängig sein. Einen Ausbau jedenfalls plant das Unternehmen in diesem Bereich nicht mehr. Vielmehr ist zu erwarten, dass es mittel- bis langfristig zu weiteren Schließungen kommen könnte.

Etwas anders präsentiert sich die Entwicklung bei den Monolabelstores. Hier ist man insbesondere mit der ESPRIT Filiale im OEZ München sehr zufrieden und möchte sich diese Geschäftseinheit auch in Zukunft erhalten. Wesentlich kritischer scheint hingegen die Lage bei den zwei darüber hinaus verbleibenden Monolabelstores der Marke s.Oliver in Regensburg. Hier sehen wir mit Auslaufen der Mietverträge für die entsprechenden Ladenlokale einer Abgabe in den kommenden 3 Jahren entgegen.

SWOT ANALYSE

Stärken

- attraktiver Geschäftsstandort
- Langfristige Standortsicherung durch Eigenbesitz der Immobilie
- hoher steuerlich nutzbarer Verlustvortrag
- hoher Bekanntheitsgrad der Marke
- unverwechselbarer Produktmix
- strategische Positionierung im exklusiven Damenmodensegment

Schwächen

- relativ hohe Bankverschuldung durch Eigenimmobilie
- Fixkostenbelastung

Chancen

- starkes Wirtschaftswachstum 2007 und 2008 erwartet
- Belebung des privaten Konsums
- mögliche Liberalisierung der Ladenschlussöffnungszeiten
- Ausweitung der Verkaufsfläche am Standort: 2007 plus 200m²; 2008 plus 800 m²
- Aktionärsstruktur bietet mögliche Synergiepotenziale

Risiken

- überproportionale Steuerbelastung durch die neue Unternehmenssteuerreform aufgrund der Zinsschranke möglich
- potenzieller Umsatzverlust durch die laufenden Umbaumaßnahmen
- relativ hoher Werteverfall im Lagerbestand bei Absatzschwäche
- Konzentration des Geschäfts auf einen Standort

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV in Mio. EUR	GJ 2005		GJ 2006		GJ 2007e		GJ 2008e
Umsatz (brutto)	101,671	Δ	101,347	Δ	107,700	Δ	111,300
Mehrwertsteuer	-14,003	-0,3%	-13,965	23,1%	-17,196	3,3%	-17,771
Umsatz (netto)	87,668	-0,3%	87,382	3,6%	90,504	3,3%	93,529
Andere Aktivierte Eigenleistungen	0,023	452,2%	0,127	-100,0%	0,000		0,000
Materialaufwand	-46,716	-1,4%	-46,074	4,1%	-47,950	3,3%	-49,524
Rohertrag	40,975	1,1%	41,435	2,7%	42,554	3,4%	44,006
Sonstige betriebliche Erträge	2,634	12,1%	2,952	-11,9%	2,600	-3,8%	2,500
Personalaufwand	-17,461	-0,2%	-17,434	0,1%	-17,450	0,9%	-17,600
Abschreibungen	-3,791	-9,9%	-3,415	-1,9%	-3,350	1,5%	-3,400
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,502	1,6%	-16,772	-0,7%	-16,650	-0,6%	-16,550
EBIT	5,855	15,6%	6,766	13,9%	7,704	16,2%	8,956
Finanzergebnis	-4,035	-8,2%	-3,705	-1,5%	-3,650	2,7%	-3,750
EBT	1,820	68,2%	3,061	32,4%	4,054	28,4%	5,206
Steuern	-0,587	92,0%	-1,127	-33,5%	-0,750	136,0%	-1,770
Konzernjahresüberschuss vor Minderheitenanteilen	1,233	56,9%	1,934	70,8%	3,304	4,0%	3,436
Fremde Gewinnanteile	-0,568	-5,5%	-0,537	-5,0%	-0,510	17,6%	-0,600
Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteilen	0,665	110,1%	1,397	100,0%	2,794	1,5%	2,836
Periodenergebnis	0,665	110,1%	1,397	100,0%	2,794	1,5%	2,836
EBT	1,820	68,2%	3,061	32,4%	4,054	28,4%	5,206
EBIT	5,855	15,6%	6,766	13,9%	7,704	16,2%	8,956
EBITA	9,646	5,5%	10,181	8,6%	11,054	11,8%	12,356
EBITDA	9,646	5,5%	10,181	8,6%	11,054	11,8%	12,356
Finanzergebnis	-4,035	-8,2%	-3,705	-1,5%	-3,650	2,7%	-3,750
Steuerquote	32,25%	14,2%	36,82%	-49,8%	18,50%	83,8%	34,00%

Geschäftsentwicklung 2006

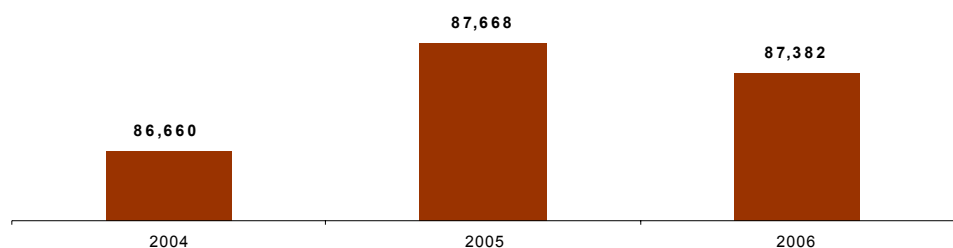
in Mio. €	2005	2006	2005 vs. 2006	1. HJ 2006	1. HJ 2007	2006 vs. 2007
Umsatz (brutto)	101,671	101,347	-	43,958	46,246	5,2%
Umsatz (netto)	87,668	87,382	-	37,901	38,870	2,6%
EBITDA	9,646	10,181	5,5 %	2,603	2,788	7,1%
EBIT	5,855	6,766	15,6 %	0,823	1,057	28,3%
EBT	1,820	3,061	68,2 %	-1,016	-0,577	-
Periodenergebnis	0,67	1,40	110,1 %	-0,808	-0,498	-
EPS in €	0,20	0,42	110,1 %	-0,24	-0,15	-

Quelle: LUDWIG BECK, GBC

Umsatzbetrachtung

Trotz Filialschließungen konnte die LUDWIG BECK AG eine überaus erfreuliche Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 verzeichnen. So wurde im Geschäftsjahr 2006 ein Bruttoumsatz in Höhe von 101,347 Mio. € (VJ: 101,671 Mio. €) erwirtschaftet. Auf vergleichbarer Fläche erhöhten sich die Umsatzerlöse um 1,8 % von 99,600 Mio. € in 2005 auf 101,350 Mio. € in 2006. Hier ist zu berücksichtigen, dass es im Jahresverlauf 2005 zu einer Optimierung des Filialgeschäfts kam, welche die Rückgabe von Monolabel-Filialen an die Hersteller sowie die Schließung von zwei Lagerverkäufen in Kuchen und Hechingen zur Folge hatte. Bereinigt um die Mehrwertsteuer belief sich der Nettoumsatz auf 87,382 Mio. € nach 87,668 Mio. € im Vorjahr. Die nachstehende Graphik zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse (netto) für den Zeitraum 2004 bis 2006:

Entwicklung des Umsatzes (netto) in Mio. €



Quelle: LUDWIG BECK, GBC

Der LUDWIG BECK Konzern untergliedert sich dabei in die beiden Segmente stationärer Einzelhandel und Monolabel. Im Bereich Einzelhandel wurden in 2006 Umsatzerlöse (netto) in Höhe von 79,670 Mio. € erzielt. Mit einem Anteil von rund 80,0 % an den gesamten Konzernumsätzen ist das Stammhaus in München der mit Abstand gewichtigste Umsatzbringer. Ein wesentlicher Grund für die erfreuliche Umsatzentwicklung des Münchner Stammhauses war der Ausbau umsatzstarker Abteilungen und die Weiterentwicklung erfolgreicher Sortimente im Rahmen der Trading Up-Strategie. So hat LUDWIG BECK Anfang September 2006 die Abteilung für hochwertige Accessoires und Lederwaren neu eröffnet. Mit der Erweiterung der Abteilung wurde vor allem die Auswahl von Luxus-Accessoires ausgebaut. Zudem wurde die Abteilung für Herrenmode bei LUDWIG BECK rundum erneuert. Auf knapp 1000 neu gestalteten m² erfuhr die Herrenabteilung im Tiefgeschoss eine umfassende Aufwertung der Angebotspalette.

Umsatzerlöse 2006 trotz Filialschließung nahezu konstant

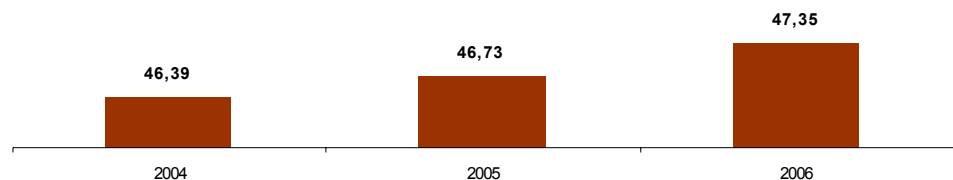
Neueröffnung der Abteilung Accessoires und Lederware im Rahmen der Trading Up-Strategie erfolgt

Im zweiten Segment Monolabel betrug der Umsatz (netto) 7,710 Mio. € (VJ: 7,080 Mio. €). Hier entwickelte sich vor allem der Monolabel-Store ESPRIT im Olympiazentrum München positiv.

Kosten- und Ergebnisbetrachtung

Weitere operative Fortschritte konnte LUDWIG BECK auch bezüglich der Nettoertragsmarge erzielen. So gelang es der Gesellschaft, die Nettoertragsmarge in den vergangenen drei Jahren sukzessive zu verbessern. Im Vergleich zum Vorjahr erhöhte sich die Rohertragsmarge in 2006 von 46,73 % auf 47,35 %. In dieser positiven Entwicklung spiegelt sich auch die konsequente Umsetzung der Trading Up-Strategie wider, sich auf margenstärkere Produkte zu konzentrieren und die Sortimente kontinuierlich aufzuwerten. Die nachfolgende Graphik zeigt die Entwicklung der Nettoertragsmarge für den Zeitraum 2004 bis 2006.

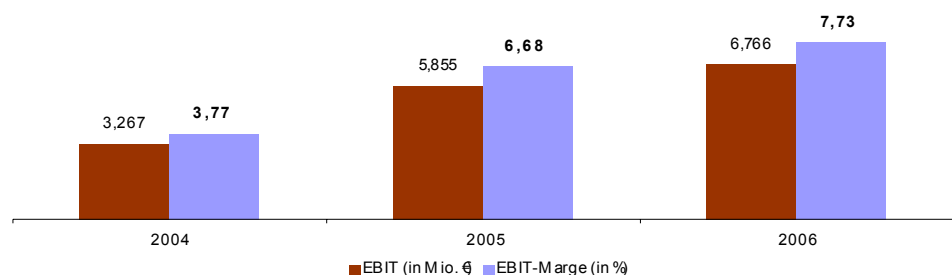
Entwicklung der Nettoertragsmarge (in %)



Quelle: LUDWIG BECK, GBC

Die Personalaufwendungen sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bewegten sich aufgrund eines erfolgreichen Kostenmanagements mit 17,434 Mio. € (VJ: 17,461 Mio. €) bzw. 16,772 Mio. € (VJ: 16,502 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte gegenüber dem Vorjahr deutlich gesteigert werden und lag bei 10,181 Mio. € (VJ: 9,646 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 11,63 % (VJ: 11,0 %) im abgelaufenen Geschäftsjahr. Die Abschreibungen fielen in 2006 hauptsächlich bedingt durch die Konsolidierung des Filialgeschäfts um 0,400 Mio. € niedriger aus, so dass sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf 6,766 Mio. € (VJ: 5,855 Mio. €) belief. In den Jahren 2004 bis 2006 konnte LUDWIG BECK sowohl das operative Ergebnis als auch die EBIT-Marge schrittweise steigern. Das Finanzergebnis lag auch in 2006 deutlich im negativen Bereich, verbesserte sich aber ebenfalls um rund 0,300 Mio. € auf -3,705 Mio. € (VJ: -4,035 Mio. €). Dieser Rückgang resultiert in der deutlichen Rückführung der Bankverbindlichkeiten aus dem operativen Cash Flow in den letzten Jahren. Das Vorsteuerergebnis betrug in 2006 3,061 Mio. €, nachdem es im Vorjahr bei

Historische Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge



Quelle: LUDWIG BECK, GBC

Nettorohertragsmarge erneut auf 47,35 % gesteigert

Personalkosten bleiben gegenüber dem Vorjahr konstant

Starke Cashflows der vergangenen Jahre verbessern Finanzergebnis deutlich

Ergebnis je Aktie
2006 um über 50%
auf 0,42 € gesteigert

Eigenkapitalquote
bei 34,6 %

Nach wie vor hohe
steuerliche Verlustvorträge vorhanden

1,820 Mio. € lag. Die Steuerlast belief sich in 2006 bilanziell auf 1,127 Mio. €, was einer Steuerquote auf Konzernebene von 36,8 % entspricht. Aufgrund der vorhandenen, steuerlich nutzbaren Verlustvorträge unterlag LUDWIG BECK jedoch nur der Mindestbesteuerung, so dass die effektive Steuerquote lediglich bei 8,5 % lag. Insgesamt beliefen sich die tatsächlichen Steueraufwendungen auf 0,261 Mio. €.

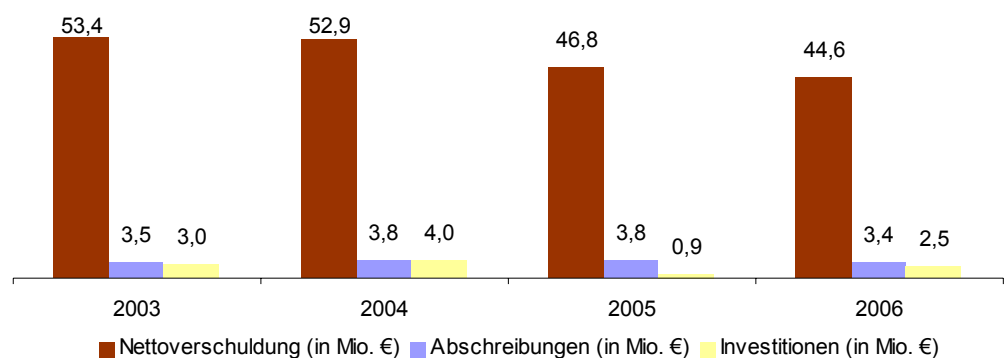
Der Jahresüberschuss vor Minderheiten konnte um 56,1 % auf 1,93 Mio. € gesteigert werden. Die Anteile Fremder entfallen auf die 50,1 %ige Beteiligung an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG. Im Zusammenhang mit der Immobilien angefallene Erträge führten dazu, dass sich die Minderheitenanteile auf -0,537 (VJ: -0,568 Mio. €) beliefen. Die Gewinnanteile Fremder sollten in den nächsten Jahren konstant bleiben. Der Jahresüberschuss nach Minderheiten lag bei 1,397 Mio. € (VJ: 0,665 Mio. €), was einem Ergebnis pro Aktie (EPS) von 0,42 € (VJ: 0,20 €) entspricht.

Betrachtung der bilanziellen Lage

Das Eigenkapital im Konzern lag zum Jahresende 2006 bei 33,817 Mio. €. Dies entspricht einer soliden Eigenkapitalquote (bezogen auf das gesamte Eigenkapital) von 34,6 % sowie einem Buchwert je Aktie von 5,47 €.

Durch den Erwerb der Immobilie am Marienplatz im Jahr 2001 ist die Bankverschuldung deutlich angestiegen. Nachdem die Bankverbindlichkeiten in den letzten Jahren mit Hilfe des hohen operativen Cash Flows und der moderaten Investitionstätigkeit deutlich zurückgeführt werden konnten, lag die Nettoverschuldung Ende 2006 bei rund 44,6 Mio. €.

LUDWIG BECK verfügt noch über hohe vortragsfähige Verlustvorträge. Bei der Körperschaftssteuer betrugen diese Ende 2006 rund 14,9 Mio. € und bei der Gewerbesteuer rund 8,7 Mio. €. Folglich sollte die Mindestbesteuerung auch in den kommenden Jahren noch greifen und die Steuerquote moderat ausfallen.



Quelle: LUDWIG BECK, GBC

Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2007

LUDWIG BECK steigert Umsatz auf vergleichbarer Fläche im 1.HJ 2007 um 6,3 %

Im ersten Halbjahr 2007 konnte die LUDWIG BECK AG erneut überraschen und mit hervorragenden Halbjahreszahlen die Erwartungen der Marktteilnehmer übertreffen. So verzeichnete das Unternehmen einen Zuwachs der Bruttoumsätze um 5,2 % auf 46,246 Mio. €. Auf vergleichbarer Fläche zeigt sich der Zuwachs beim Bruttoumsatz mit 6,3 % noch deutlicher. Hier macht sich der Wegfall einer Filiale eines Monolabelstores in Regensburg bemerkbar, welcher zuletzt in 2006 die hohen Erwartungen des Managements nicht erfüllen konnte und somit noch im vergangenen Geschäftsjahr veräußert wurde.

Unter dem Strich ergibt sich somit, bereinigt um die Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung von 16 auf 19 % ein Anstieg der Nettoumsätze um 2,6 % auf 38,870 Mio. €. Somit konnte LUDWIG BECK AG auch in den ersten 6 Monaten erneut deutlich stärker als der Wettbewerb wachsen. So kam es bei den großen Waren- und Kaufhäusern im Textilbereich gar zu einbußen von real 4,5 %. Ebenfalls schwierig entwickelte sich aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung der gesamte Einzelhandelsbereich, der im ersten Halbjahr keinen Anschluss an den Aufschwung der anderen Branchen fand. Von Januar bis Juni blieben die Umsätze hier gar um 0,8 % und real um 1,5 % hinter den Vorjahresergebnissen zurück.

Umbaumaßnahmen im Stammhaus ohne Auswirkung auf das operative Geschäft

Neben der Marktoutperformance ist zudem auf die derzeit schwierigen Verkaufsbedingungen im Stammhaus hinzuweisen, welche sich aber offensichtlich wider Erwarten nicht nachteilig auf die Umsatzentwicklung auswirkten. So wird derzeit noch bis September 2007 im Rahmen der Trading Up-Strategie die Außenfassade, wie auch das Erdgeschoss umgestaltet, um im selben Zug die Verkaufsfläche um 200 m² zu erweitern. Dass es trotz dieser gravierenden Maßnahme zu keinerlei Umsatzbeeinträchtigung kam, dürfte neben einem parallel eingeleiteten Räumungsverkauf auch an dem guten Timing und der hervorragenden Ausgestaltung der Umbaumaßnahmen liegen.

Leichte Auswirkung dürfte der Räumungsverkauf hingegen auf der Kostenseite gehabt haben. So fiel insbesondere die Rohertragsmarge im 2. Quartal mit 47,8 % um rund 0,8 % schwächer aus als noch ein Jahr zuvor mit 48,6 %. Bezogen auf das gesamte erste Halbjahr, zeigt sich diese allerdings gegenüber dem Vorjahr nahezu konstant mit 46,8 % (47,1 %).

Personalkosten deutlich rückläufig

Zudem konnten Kosteneinsparungen beim Personal erzielt werden. Hier machte sich neben dem Verkauf der Regensburger Monolabelfiliale auch das nachhaltige Kostenmanagement der LUDWIG BECK bemerkbar, so dass sich die Personalkosten gegen den Trend um 2,7 % auf 1,732 Mio. € rückläufig zeigten. Weitere Erfolge gab es im ersten Halbjahr 2007 auf der Kostenseite bei den Zinsaufwendungen zu vermeiden. Diese konnten dank der soliden Cashflow Entwicklung und der gezielten Umfinanzierung von kurz- in mittelfristige Darlehen spürbar um 11,2 % auf nunmehr 1,633 Mio. € zurückgefahren werden.

Saisonbedingter Periodenverlust im 1.HJ merklich gegenüber dem Vorjahreszeitraum reduziert

Die positiven Entwicklungen auf der Umsatz- und Kostenseite spiegeln sich dementsprechend im traditionell schwachen 1. Halbjahr 2007 auch auf der Ergebnisseite wieder. So konnte das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von 0,823 Mio. € in der Vorjahresperiode um 28,4 % auf 1,057 Mio. € in den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres gesteigert werden. Das Ergebnis vor Steuern verbesserte sich im selben Zeitraum sogar um 0,439 Mio. € auf -0,577 Mio. €. Die ist insbesondere auf den zuvor bereits eingegangenen Rückgang der Zinslast zurückzuführen. In Summe zeigt sich somit nach den ersten 6 Monaten im aktuellen Geschäftsjahr ein nur mehr kleiner

Periodenverlust in Höhe von –0,498 Mio. €. Im Vorjahreszeitraum fiel dieser mit –0,808 Mio. € noch deutlich größer aus.

Verstärkt zeigt sich der positive Trend in der Umsatz- und Ergebnisentwicklung in der Cashflowentwicklung. Hier konnte LUDWIG BECK erstmals seit 2001 wieder mit einem ausgeglichenen operativen Cashflow zum Halbjahr aufwarten. Ein weiteres Indiz somit für die derzeitige positive Entwicklung.

Ausblick und Prognose

Für das laufende Kalenderjahr sehen die führenden deutschen und internationalen Forschungsinstitute allesamt weiterhin ein ungebrochen starkes Wirtschaftswachstum für die Bundesrepublik Deutschland. So erhöhte zuletzt im Juli das Forschungsinstitut DIW seine Prognosen für das laufende Jahr. Für 2007 rechnen die Konjunktur-Forscher nun mit 2,6 % Wachstum, für 2008 mit 2,5 %. Auch der IWF hat seine Prognosen aus dem April nochmals für das aktuelle und das kommende Jahr angehoben und sieht für 2007 nun ebenfalls einem Plus von 2,6 %, im kommenden Jahr dann in Höhe von 2,4 Prozent, entgegen. Noch offensivere Erwartungen haben die Experten des IfW aus Kiel, die für 2007 gar ein Wachstum von 3,2 % erwarten.

Der Einzelhandel dürfte sich dieser Entwicklung allerdings im aktuellen Jahr nur bedingt anschließen und mit einem leichten Plus von rund 1 % unterproportional am Aufschwung partizipieren. Dies liegt zum einen an der Mehrwertsteuererhöhung, die im ersten Halbjahr 2007 sogar zu einem Rückgang der Umsätze um rund 0,8 % geführt hat. Zum anderen liegt dies aber sicherlich auch daran, dass der Konsum traditionell eher ein Spätzykliker ist und erst mit einer gewissen Zeitverzögerung anspringt. Anzeichen für eine sich verstärkende Konsumneigung liefert allerdings etwa der Konsumklimaindex der GfK. Hier wird derzeit nach 8,5 Punkten im Juli ein weiterer leichter Anstieg im August auf 8,7 Punkte erwartet. Ausschlaggebend für das Institut ist dabei die niedrigen Arbeitslosenquote, welche im Juli mit rund 8,9 % deutlich unter dem Vorjahreswert von 10,5 % lag.

Diese Entwicklung begünstigt somit auch weiterhin die Umsatz- und Ertragslage bei der LUDWIG BECK AG und dürfte insbesondere in den kommenden Monaten noch für positive Überraschungen sorgen. Für das bereits angelaufenen 2. Halbjahr erwarten wir daher weiteres Steigerungspotenzial und sehen einem Zuwachs beim Nettoumsatz von rund 4,3 % entgegen, so dass sich auf Jahresbasis 2007 ein kumuliertes Wachstum der Nettoumsätze um 3,6 % auf 90,504 Mio. € einstellen sollte. Neben den durchaus optimistischen Konjunkturprognosen stützen wir unsere Erwartungen unter anderem auf die Fertigstellung der aktuellen Bauphase im September 2007, durch die im Rahmen der Trading Up-Strategie, 200 m² zusätzlicher Verkaufsraum in qualitativer Erdgeschosslage geschaffen wird. Nach Aussage des Unternehmens wird dies zu einer deutlichen Aufwertung des Eingangsbereiches führen und den Kunden bereits beim Betreten des Hauses die Exklusivität des Sortiments vor Augen führen. Weiter sehen wir auch die konsequente Aufwertung des Produktspektrums als Umsatztreiber an.

Auf der Ergebnisseite sollte sich der Umsatzanstieg dabei überproportional im EBIT niederschlagen können, zumal wir von einer eher konstanten Fixkostentwicklung ausgehen. Aus dieser Betrachtung heraus ergibt sich somit ein von uns erwartetes EBIT in Höhe von 7,704 Mio. €, welches um 13,86 % über dem Vorjahresergebnis liegen dürfte. Trotz der durch die Investitionen am Standort notwendigen Neuverschuldung, sehen wir aufgrund der Optimierung

Wirtschaftsinstitute sehen weiteren Aufschwung in 2007 und 2008 entgegen

Viel versprechender Ausblick auf die Einzelhandelsumsätze im 2. HJ 2007

Weitere Verstärkung des Wachstums bei LUDWIG BECK erwartet

Sonderertrag durch Neubewertung der latenten Steuern in Höhe von rund 0,8 Mio. € 2007 erwartet

im Finanzbereich keiner Steigerung des Zinsaufwandes entgegen. Anders hingegen präsentiert sich die Situation auf Seiten der Ertragsbesteuerung. Hier profitiert LUDWIG BECK in 2007 von der bevorstehenden Unternehmenssteuerreform, welche im Vorfeld eine Neubewertung der latenten Steuern in der Bilanz impliziert. Dadurch entsteht LUDWIG BECK nach eigenen Angaben ein einmaliger Steuerertrag in Höhe von rund 0,800 Mio. €. Dementsprechend dürfte sich der Jahresüberschuss 2007 überproportional gegenüber dem EBIT erhöhen. Im Vergleich zum Vorjahresergebnis erwarten wir eine Verdopplung des Jahresüberschusses nach Minderheitenanteilen auf 2,794 Mio. €. Das Unternehmen selbst hält sich mit seinen eigenen Prognosen bewusst etwas konservativer und rechnet zunächst mit einem Ergebnis von 2,500 Mio. €.

Anstieg der EBIT-Marge im aktuellen GJ auf 9,6 % erwartet

Im Anschluss an das Geschäftsjahr 2007 sehen wir auch in 2008 einem weiteren Anstieg der Nettoumsatzerlöse um 3,3 % auf 93,529 Mio. € entgegen, obwohl mit der bevorstehenden Schließung im Filialgeschäft nach unserer Einschätzung rund 1,500 bis 2,000 Mio. € Umsatz wegfallen dürften. Wir stützen uns auch bei unserem Ausblick für 2008 auf die aktuellen Konjunkturprognosen und die daraus resultierenden Szenarien für den Einzelhandel.

Auf der Ergebnisseite erwarten wir ähnlich dem Vorjahr eine weitere Verbesserung der operativen Ergebnismarge von geschätzten 8,5 % im aktuellen Geschäftsjahr auf dann 9,6 %. Dieser Zuwachs sollte sich insbesondere durch einen unterproportionalen Anstieg bei den Personalkosten und sonstigen betrieblichen Aufwendungen einstellen, unter anderem durch die vom Unternehmen bereits kommunizierte Schließung der Multilabel-Filiale pep zum 31.12.2007. Unter dem Strich dürfte sich 2008 somit nochmals ein Gewinn Schub auf rund 2,836 Mio. € einstellen. Bereinigt um den einmalig erwarteten Ertrag aus latenten Steuern in 2007 ergibt sich ein prognostizierter Ergebniszuwachs um rund 42,2 %.

Vergrößerung der Verkaufsfläche im Stammhaus wird nachhaltig zur Umsatz- und Ergebnissteigerung beitragen

Im Hinblick auf die strategische Unternehmensentwicklung erwarten wir auch im kommenden Geschäftsjahr eine weitere Fokussierung des operativen Geschäfts auf den Standort am Marienplatz. Die zum Ende des laufenden Jahres geplante Schließung der pep Filiale sollte demnach nicht die letzte Aufgabe einer Zweigstelle sein. Vielmehr erwarten wir, dass es auf Sicht der nächsten Jahre zu weiteren Auflösungen kommen wird. Besonders betroffen dürften dabei die Monolabelfilialen der Marke s.Oliver sein. Im gleichen Zug sehen wir einer weiteren Umsetzung der Trading Up-Strategie entgegen, die für das Jahr 2008 mit der Verlegung der Lagerräumlichkeiten aus dem 5. Obergeschoss in die bereits in 2007 angemieteten Kellerräumlichkeiten einen weiteren Meilenstein erreichen dürfte. Durch diesen Umzug erwarten wir einen weiteren Flächengewinn von rund 800 m². Es ist zu erwarten, dass der dadurch generierte Freiraum für den weiteren Ausbau im Segment der exklusiven Damenmode und Accessoires genutzt wird und bereits 2009 erste zusätzliche Erträge generiert. Zusätzliche Umsatz- und Ertragsphantasie sehen wir auf Sicht der nächsten Jahre zudem in einer weiteren Liberalisierung der Ladenöffnungszeiten gegeben. So könnte vor allem die Einführung von verkaufsoffenen Sonntagen, wie sie etwa in Städten wie Berlin oder auch Frankfurt die Regel sind, einen nicht zu verachtenden Anteil am Ergebnis beisteuern. Weniger Erfolg versprechend sehen wir hingegen eine Verlängerung der Öffnungszeiten an Werktagen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der LUDWIG BECK AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,3 %. Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an.

Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser läuft, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Unter der Maßgabe, dass die zahlungswirksamen fixen Kosten ungefähr 50 % des Umsatzes und die relative Konjunktursensitivität der Umsätze 1 beträgt, ermittelt sich nach der GBC-Schätzmethode ein Beta von 1,07.

Für den amerikanischen Markt ermittelte Steward ein Branchenbeta (unleveraged beta) von 0,98 für Kaufhäuser. Dieses Branchenbeta gilt nur für unverschuldete Unternehmen.

Unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades von 50 %, würde sich ein Beta nach Steward von 1,47 ergeben. Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten ziehen wir ferner das durch uns ermittelte Beta heran. Dieses beträgt 1,07.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,19 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 7,7 %. Somit ergibt sich auch ein WACC von 8,37 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,19 %
Gewichtung in %	50
Fremdkapitalkosten	7,7 %
Gewichtung in %	50
Taxshield	15
WACC	8,37 %

DCF-Modell

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Umsatzwachstum	3,5%
EBITDA-Marge	14,1%
Steuerquote	32,0%
Working Capital in % vom Umsatz	-3,2%
Umsatz zu OAV	1,06
Abschreibungen vom OAV	3,7%

Die LUDWIG BECK AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2007 & 2008 in Phase 1, erfolgt von 2009 bis 2013 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 3,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 14,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der hohen Zinsaufwendungen mit 32 % in Phase 2 berücksichtigt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,37 % errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2008 liegt bei 15,43 €.

GJ 2006	in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	Endwert
87,509	Umsatz	90,504	93,529	96,803	100,191	103,698	107,327	111,084	
	Umsatzveränderung	3,6%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,0%
11,6%	EBITDA-Marge	12,2%	13,2%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	
-3,415	Abschreibungen (auf IK)	-3,350	-3,400	-3,386	-3,379	-3,497	-3,620	-3,746	
3,8%	Abschreibungen vom OAV	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
6,766	EBITA	7,704	8,956	10,264	10,748	11,124	11,513	11,916	
7,7%	EBITA-Marge	8,5%	9,6%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
36,8%	Steuerquote (effektive auf Gewinne)	18,5%	34,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
4,275	EBI (NOPLAT)	6,279	5,911	7,205	7,545	7,809	8,082	8,365	8,808
-2,804	Working Capital	-2,447	-3,100	-3,098	-3,206	-3,318	-3,434	-3,555	
-3,2%	Working Capital zu Umsatz	-2,7%	-3,3%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	
90,598	Operatives Anlagevermögen	90,535	91,500	91,324	94,520	97,828	101,252	104,796	
0,966	Umsatz zu operativem Anlagevermögen	1,000	1,022	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060	
87,794	Investiertes Kapital (IK)	88,088	88,400	88,226	91,314	94,510	97,818	101,241	
0,03	Kapitalrendite	7,2%	6,7%	8,2%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%
Free Cashflows:									
10,181	EBITDA	11,054	12,356	13,649	14,127	14,621	15,133	15,663	
-2,491	Steuern auf EBITA	-1,425	-3,045	-3,059	-3,203	-3,315	-3,431	-3,551	
	Investitionen in OAV	-3,287	-4,365	-3,209	-6,575	-6,805	-7,044	-7,290	
	Veränderung des Working Capital	-35,7%	65,3%	-0,2%	10,8%	11,2%	11,6%	12,0%	
	Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
	Freier Cashflow	5,98	5,60	7,38	4,46	4,61	4,77	4,94	106,50

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Barwert expliziter FCFs	28,170	24,543	20,998	15,376
Barwert des Continuing Value	60,678	65,756	71,259	77,223
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	88,848	90,299	92,257	92,599
Nettoschulden (Net debt)	45,118	43,279	42,021	39,389
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	43,730	47,020	50,236	53,210
Fremde Gewinnanteile	1,397	1,502	1,605	1,700
Wert des Aktienkapitals	45,127	48,522	51,841	54,909
Ausstehende Aktien in Mio.	3,360	3,360	3,360	3,360
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,43	14,44	15,43	16,34

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,672	-1,008	-1,512	-1,500
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-3,474	-3,332	-3,236	-3,033

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e

	WACC	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Kapitalrendite						
6,7%		12,71	10,74	9,10	7,70	6,50
7,7%		16,64	14,26	12,26	10,57	9,12
8,7%		20,57	17,77	15,43	13,44	11,73
9,7%		24,51	21,29	18,59	16,31	14,34
10,7%		28,44	24,80	21,76	19,17	16,95

Fazit:

Die Anstrengungen, die im Rahmen der 2003 gestarteten Trading Up-Strategie bisher erfolgten, um das Münchener Traditionsunternehmen wieder zurück in die Profitabilität zu führen, tragen nunmehr verstärkt Früchte. Nachdem bereits im Jahr 2005 der Break Even wieder erreicht werden konnte, zeigte sich im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2006, dass LUDWIG BECK erneut weiteres Wachstum auf der Ergebnisseite realisieren konnte. So wurde der Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteilen von 0,665 Mio. € in 2005 um 110,1 % auf 1,397 Mio. € gesteigert. Ebenfalls zulegen konnten auch die Umsätze, die im Verhältnis zur entsprechenden Verkaufsfläche um 1,3 % anstiegen.

Dass sich diese Entwicklung auch im aktuellen Geschäftsjahr 2007 weiter fortsetzt, ist besonders erfreulich. Schließlich belastet insbesondere die Mehrwertsteuererhöhung die Einzelhandelsumsätze auf breiter Front. Auch ließen die zum 31.12.2006 erfolgte Filialschließung und die 2007 gestarteten Umbaumaßnahmen am Stammsitz, welche mit September 2007 zunächst abgeschlossen werden, zunächst Umsatzeinbußen erwarten. LUDWIG BECK vermeldete im ersten Halbjahr 2007 hingegen ein deutliches Umsatzwachstum. Auf vergleichbarer Fläche stiegen demnach die Bruttoumsatzerlöse um 6,3 % auf 46,246 Mio. €. Bereinigt um die erhöhte Mehrwertsteuer und ohne Proportion zur Verkaufsfläche betrug das Umsatzwachstum respektable 2,6 %. Ebenso verbesserte sich das Ergebnis um rund 0,310 Mio. €.

Für das bereits angelaufene 2. Halbjahr und darüber hinaus auch für das kommende Geschäftsjahr 2008 erwarten wir, dass sich dieser positive Trend fortsetzen wird. Zum einen basiert unser positiver Ausblick auf den Wachstumserwartungen der Wirtschaftsinstitute und Fachverbände im Einzel- als auch speziell im Textilhandel, die allesamt optimistisch ausfallen. Zum anderen sehen wir Ludwig Beck mit der Strategie der fortlaufenden Konsolidierung des Filialgeschäfts und dem daraus resultierenden verstärkten Fokus auf das Stammhaus, auf dem richtigen Weg zu erhöhter Profitabilität. Weiter positiv zu werten ist auch, dass sich LUDWIG BECK mit der in 2001 erfolgten Mehrheitsbeteiligung an der Immobilie am Rathauseck, auch langfristig den äußerst attraktiven Standort gesichert hat.

Die durch die Trading Up-Strategie erfolgte Aufwertung des Produktportfolios sowie die ausgewogene Abstimmung auf das Zielpublikum, geben uns weitere Zuversicht, dass auch der Umsatz im Verhältnis zur entsprechenden Ladenfläche weiter ansteigen wird. Die Vergrößerung der Verkaufsfläche um 200 m² in 2007 und 800 m² in 2008 wird in den Folgejahren ebenfalls positive Auswirkungen auf die Entwicklung nehmen können.

Unter Berücksichtigung dieser Einflussfaktoren haben wir mittels unseres DCF Modells und auf Basis unserer Prognosen für das laufende und die kommenden Geschäftsjahre einen fairen Wert je Aktie von 15,43 € auf Basis 2008 ermittelt.

Zusammenfassend sind wir positiv gestimmt für die weitere Aktienkursentwicklung und stufen die Aktie in unserer Ersteinschätzung mit dem Rating KAUFEN ein.

LUDWIG BECK
trotz im 1. HJ 2007
rückläufigen Ge-
sammarkt

Erwartetes Bran-
chenwachstum &
Fokussierung auf
das Stammhaus
sprechen für ein
Investment

Fairer Wert je Aktie
auf Basis 2008 bei
15,43 € ermittelt

Rating KAUFEN

ANHANG

§ 1 Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder German Business Concepts noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

German Business Concepts übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

§ 2 Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34 b WpHG

Zur Einsichtnahme möglicher Interessenskonflikte in Bezug auf diese Analyse im Zeitpunkt der Veröffentlichung besuchen Sie bitte unsere Homepage, mittels den unten aufgeführten Link.

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der German Business Concepts, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GERMAN BUSINESS CONCEPTS



INVESTMENT RESEARCH

GBC® German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

Analysten dieser Researchstudie:

**Philipp Leipold
Christoph Schnabel**

German Business Concepts GmbH
Investment Research

Halderstraße 27
86150 Augsburg
Bundesrepublik Deutschland

Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Fax: ++49 (0)821/241133-30

Email: office@gbc-research.de
Internet: <http://www.gbc-research.de>