



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

beate uhse



**Marktsegment: Prime Standard
Branche: Retail**

Zahlen zum Q2 2007

21. August 2007

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

BEATE UHSE AG 4)

Votum: Kaufen

Vorher: Akkumulieren vom 24.05.07

Ereignis:

Zahlen zum Q2 2007

Einschätzung:

Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

- ⇒ **Die Umsätze haben sich in Q2 2007 mit 55,84 (54,77) Mio. Euro stabilisiert. Weiterhin belastende Nachwirkungen des Wasserschadens im Fulfilmentzentrum Walsoorden führten zu einem bereinigten EBIT von -0,70 (0,42) Mio. Euro (EpS: -0,01 (-0,01) Euro)**
- ⇒ **Positiven Anzeichen im Versandhandel (Umsatz: +3,3%; EBT: -0,55 (Q1: -1,10) Mio. Euro) und Großhandel stand ein schwacher Einzelhandel (EBT: -1,14 (-0,54) Mio. Euro) entgegen**
- ⇒ **Wir begrüßen die Ausweitung und Forcierung des Restrukturierungsprogramms. Damit reagiert Beate Uhse u.a. auf den erfolgreichen Start des zweiten Flagship-Stores in Dortmund**
- ⇒ **Für 2007e erwarten wir ein EpS von 0,12 (alt: 0,17) Euro. Unsicherheiten bestehen über die Kostenbelastung durch das Restrukturierungsprogramm, die nicht berücksichtigt sind**
- ⇒ **Auf Basis unseres DCF-Modells votieren wir bei einem Kursziel von 4,10 (alt: 4,70) Euro mit Kaufen (alt: Akkumulieren)**

Beate Uhse AG		Retail		Performance (in %)				
Land	GE	Geschäftsjahr	31. Dez	Rel. 1 Monat	-3,6			
Aktienanzahl (Mio.)	47,324	www.beate-uhse.ag		Rel. 3 Monate	-23,0			
Ø Tagesumsatz	49.343	Letzte Dividende (Euro)	0,10	Rel. 6 Monate	-43,4			
ISIN	DE0007551400	Zahltag Dividende	26.06.2007	Rel. 12 Monate	-50,1			
Kurs (Xetra)	3,04 Euro	Marktkapt.Mio.Euro	146,2	Beta	1,30			
20.08.2007 17:36 Uhr		Währung	EUR	Volatilität (60 Tage)	40,8			
52W Hoch	5,98	Datum	08.02.07	Prime Retail	0,386%			
52W Tief	2,83	Datum	17.08.07	Prime All Share	0,008%			
Aktionäre:	Rotermund Holding AG: 25,9%; Consipio Holding BV: 23,0%; Ulrich Rotermund Verwaltungs Gesellschaft mbH: 5,1%; Phillip & Reuben Rotermund GmbH & Co. KG: 3,5%; Freefloat: 41,9%							
Beteiligungen:	Beate Uhse Einzelhandels GmbH 100%; Versandhaus Beate Uhse GmbH 100%; Beate Uhse BV (NL) 100%; Beate Uhse newmedi@ GmbH 100%; Christine le Duc BV 100%; Pabo BV (NL) 100%; Scala Großhandel GmbH & Co. KG 100%; u.a.							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	0,8
2005	284,8	22,7	20,4	14,4	0,29	26,1	EV/EBIT 07e:	17,8
2006	270,9	14,8	12,0	10,0	0,21	26,1	Div-Rendite 07e:	2,0%
2007e	270,0	11,7	8,2	5,7	0,12	25,3	CAGR Umsatz 05-08e:	-0,2%
2008e	283,2	19,3	16,4	11,5	0,24	12,7	CAGR JÜ 05-08e:	-7,2%
Zahlen in Mio. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: IFRS

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Erholungstendenzen im Versandhandel

Umsatzniveau stabilisiert sich in Q2 2007

Beate Uhse hat in Q2 2007 trotz der Nachwirkungen des Wasserschadens im Fulfilmentzentrum Walsoorden die Umsätze stabilisiert. Sie kletterten um 2,0% auf 55,84 (54,77) Mio. Euro. Im Vergleich zu Q1 (-10,0%) ist der positive Trend klar zu erkennen.

Ergebnisrückgang durch Umsatzdelle im margenstarken Versandhandel

Das Bruttoergebnis sank auf 31,26 (33,00) Mio. Euro. Grund ist der erhöhte Materialeinsatz, da die Ertragslage des für gewöhnlich margenstarken Versandhandels (Umsatzbeitrag: 37,7% (37,2%)) durch die Sondersituation belastet war. Höhere Umsätze bspw. aus dem Großhandel (+15,3%) glichen wegen der geringeren Margen und des niedrigeren Umsatzbeitrags (21,3% (18,8%)) dies nicht ganz aus. Erfreulich war der Rückgang der Vertriebsaufwendungen auf 29,42 (30,07) Mio. Euro. Beate Uhse nahm bei Katalogkosten Einsparungen vor und setzte auf kostengünstigeres Marketing. Die Verwaltungskosten stiegen auf 6,47 (6,01) Mio. Euro. Das führen wir auf Schwankungen in den Quartalen zurück, da die Verwaltungskosten in H1 2007 auf Vorjahresniveau lagen. Das EBIT lag bei 0,55 (0,42) Mio. Euro. Darin sind Buchgewinne bzw. -verluste aus dem Verkauf des Fulfilmentzentrums Walsoorden (1,75 Mio. Euro) und einer Immobilie in Flensburg (-0,50 Mio. Euro) enthalten. Das bereinigte EBIT lag bei -0,70 (0,42) Mio. Euro. Damit wurde der Rückgang des Bruttoergebnisses auf bereinigter Basis teilweise aufgefangen. Bei einem EBT von -0,20 (-0,06) Mio. Euro erreichte das Nettoergebnis vor Minderheiten -0,37 (-0,10) Mio. Euro.

Starker Großhandel - Positive Tendenzen im Versandhandel

Im Versandhandel lassen sich erste positive Tendenzen erkennen. Der Umsatz stieg in Q2 um 3,3% auf 21,03 (20,35) Mio. Euro. Das EBT war mit -0,55 (0,23) Mio. Euro noch negativ, doch ist dies angesichts des saisonal schwächeren Q2 und des EBT in Q1 (-1,10 Mio. Euro) ein sichtbarer Fortschritt. Zu berücksichtigen ist ferner, dass sich in Q2 noch Kosten für zusätzliche Mitarbeiter und eine hohe Retourenquote bemerkbar machten. Im Großhandel wirken sich der Umzug in das Logistikzentrum Almere, die vergrößerte Produktauswahl und Exklusivvertriebsverträge (z.B. mit Trigg Laboratories, Colt) umsatztreibend

Übersicht der Ergebnisse Q2 2007

In Mio. Euro	Q2 2007	Q2 2006	Veränderung
Umsatz	55,84	54,77	2,0%
Veränderung gegenüber Vorjahr	2,0%	-13,1%	-
Bruttoergebnis	31,26	33,00	-5,3%
Bruttomarge	56,0%	60,3%	-4,3%
EBIT	0,55	0,42	
EBIT-Marge (in % Umsatz)	1,0%	0,8%	0,2%
EBT	-0,20	-0,06	
EBT-Marge (in % Umsatz)	-0,4%	-0,1%	-0,2%
Nettoergebnis *	-0,37	-0,10	
Nettomarge (in % Umsatz)	-0,7%	-0,2%	-0,5%
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	47,32	47,32	-
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	-0,01	-0,01	

Quelle: Independent Research, Beate Uhse AG * aus fortgeführten Aktivitäten und vor Minderheiten

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Übersicht der Ergebnisse H1 2007

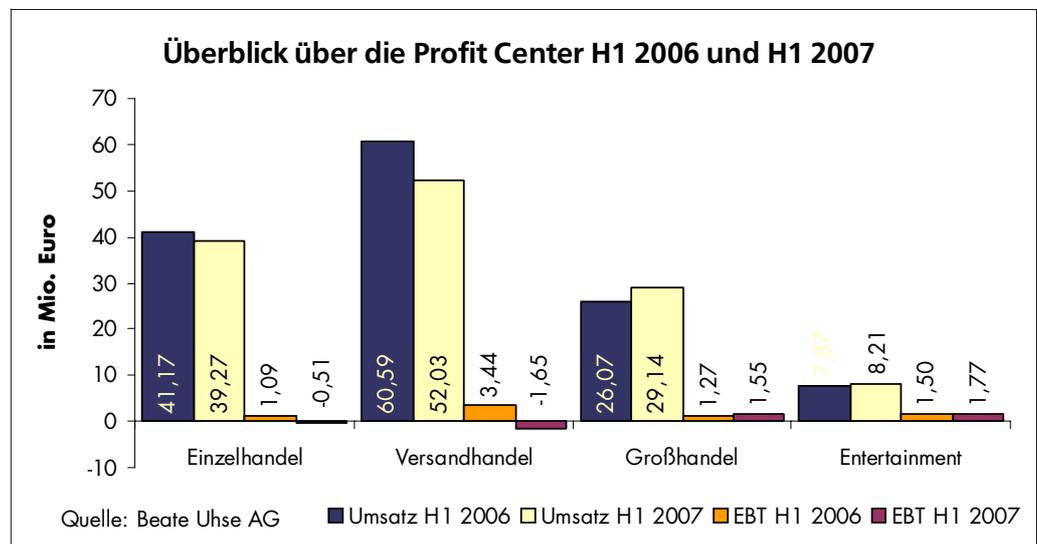
In Mio. Euro	H1 2007	H1 2006	Veränderung
Umsatz	128,65	135,69	-5,2%
Veränderung gegenüber Vorjahr	-5,2%	-4,5%	-
Bruttoergebnis	72,30	83,47	-13,4%
Bruttomarge	56,2%	61,5%	-5,3%
EBIT	2,88	7,23	
EBIT-Marge (in % Umsatz)	2,2%	5,3%	-3,1%
EBT	1,19	6,29	
EBT-Marge (in % Umsatz)	0,9%	4,6%	-3,7%
Nettoergebnis *	0,89	4,91	
Nettomarge (in % Umsatz)	0,7%	3,6%	-2,9%
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	47,32	47,32	-
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	0,01	0,10	

Quelle: Independent Research, Beate Uhse AG * aus fortgeführten Aktivitäten und vor Minderheiten

aus. In Q2 2007 stiegen die Erlöse auf 11,88 (10,31) Mio. Euro. Das EBT lag bei -0,02 (-0,05) Mio. Euro. Bezogen auf H1 2007 verbesserte sich aber das EBT auf 1,55 (1,27) Mio. Euro. Das Profit Center Entertainment setzte den Aufwärtstrend in Q2 bei einem Umsatz von 4,16 (3,89) Mio. Euro und einem EBT von 0,95 (0,88) Mio. Euro fort.

Neupositionierung im Einzelhandel und im Konzern wird beschleunigt

Als schwach erwies sich der Einzelhandel (Umsatz: -7,2% auf 18,77 (20,22) Mio. Euro; EBT: -1,14 (-0,54) Mio. Euro). Die wirtschaftliche Belebung schlug sich hier nicht nieder. Beate Uhse machten weiterhin der Preisdruck bei DVDs und Magazinen sowie das rückläufige, margenstarke Kabinengeschäft zu schaffen. Der Konzern wird daher die Analyse aller Filialen beschleunigen und bis Jahresende abschließen. Die Umstellung von Filialen auf das Premiumshopkonzept und die Konzentration auf die Marken Beate Uhse, Christine le Duc und Adam & Eve wird forciert. Angesichts des erfolgreich gestarteten zweiten Flagship-Stores in Dortmund halten wir eine Beschleunigung der Neupositionierung für richtig.



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Schuldenabbau durch Sale and Rent Back-Geschäft

Finanzieller Spielraum durch Immobilienverkäufe erhöht

Beate Uhse hat in Q2 2007 das Gebäude des Logistikzentrums in Walsoorden für 19,50 Mio. Euro und eine Immobilie in Flensburg für 1,25 Mio. Euro verkauft. Wir begrüßen den Schritt, da der Konzern durch den Bau des Logistikzentrums die Finanzverschuldung (per 30.06.) auf 96,65 (31.12.: 87,27) Mio. Euro (Bilanzsumme: 221,86 (31.12.: 222,90) Mio. Euro) ausgeweitet hat. Die Erlöse werden für den Schuldenabbau verwandt. Durch die Immobilienverkäufe erhöht sich der finanzielle Spielraum der Gesellschaft. Wir rechnen mit einer jährlichen Zinersparnis von 0,93 Mio. Euro. Das Logistikzentrum wird langjährig von Beate Uhse zurückgemietet, wobei sich auf der Kostenseite (Mietzahlungen anstatt Zinszahlungen und Abschreibungen) keine großen Veränderungen ergeben.

Prognosen

Die Erholungstendenzen im Versandhandel stimmen uns zuversichtlich, dass es Beate Uhse gelingt, das Segment in H2 2007 wieder spürbar in die Gewinnzone zu führen (wieder gutes Weihnachtsgeschäft erwartet). Auch im Großhandel und Entertainment erwarten wir eine positive Entwicklung, während wir für den Einzelhandel zurückhaltend gestimmt sind.

2007 noch schwieriges Geschäftsjahr mit Sonder-effekten

Mit Blick auf die Ertragslage in H1 2007 wird es nach Angaben von Beate Uhse schwierig, die Umsatz- und Ertragsdelle noch in diesem Jahr auszugleichen. Das Restrukturierungsprogramm wird deutlich ausgeweitet. Mit Unterstützung des Unternehmensberaters Roland Berger und des Zukunftsinstituts Matthias Horx wird derzeit die Neupositionierung der Gruppe erarbeitet. Nach Aussagen von Beate Uhse ist deswegen 2007 noch mit erheblichen Einmalkosten (IT-Infrastruktur, Optimierung des Filialnetzes etc.) zu rechnen. Der Umfang kann bis dato nicht beziffert werden. In unseren Prognosen haben wir diese Aufwendungen daher noch nicht berücksichtigt. Wir erwarten 2007e bei einem Umsatz von 270,02 (alt: 273,72) Mio. Euro ein EBIT von 11,74 (alt: 15,44) Mio. Euro und ein Nettoergebnis (vor Minderheiten) von 5,73 (alt: 8,15) Mio. Euro (EpS: 0,12 (alt: 0,17) Euro).

Prognoseänderung				
In Mio. Euro	2007e (neu)	2007e (alt)	2008e (neu)	2008e (alt)
Umsatz	270,02	273,72	283,17	285,00
Veränderung gegenüber Vorjahr	-0,3%	10%	4,9%	4,1%
Bruttoergebnis	156,45	162,86	169,59	173,85
Bruttomarge	57,9%	59,5%	59,9%	61,0%
EBIT	11,74	15,44	19,33	20,23
EBIT-Marge (in % Umsatz)	4,3%	5,6%	6,8%	7,1%
EBT	8,18	11,64	16,38	16,69
EBT-Marge (in % Umsatz)	3,0%	4,3%	5,8%	5,9%
Nettoergebnis *	5,73	8,15	11,47	11,69
Nettomarge (in % Umsatz)	2,1%	3,0%	4,1%	4,1%
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	47,32	47,32	47,32	47,32
Ergebnis pro Aktie (in Euro)	0,12	0,17	0,24	0,24
Dividende pro Aktie (in Euro)	0,06	0,08	0,12	0,12

Quelle: Independent Research * fortgeführte Aktivitäten und vor Minderheiten

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Spürbare Erholung 2008 erwartet

Wir versprechen uns von der Neuordnung (u.a. Vernetzung der einzelnen Profit Center, Konzentration auf die Marke Beate Uhse, leistungsfähigere IT-Infrastruktur) ab 2008e eine Margenverbesserung. Belastungen aus der Restrukturierung könnten sich u.E. noch 2008e ergeben. Die seit einigen Quartalen dynamische Entwicklung im Großhandel, die zum Großteil auf die Verbesserung der Logistik durch das neue Logistikzentrum in Almere und die Rückgewinnung vieler Kunden zurückzuführen ist, werten wir als Anzeichen dafür, dass 2008e auch im Versandhandel eine nachhaltige Ergebnisverbesserung möglich ist. Hier sind die Logistikprobleme durch das neue Fulfilmentzentrum ebenfalls gelöst worden. Wir erwarten für 2008e unverändert ein EpS von 0,24 Euro. Die Verschiebung beim EBIT (19,33 (alt: 20,23) Mio. Euro) ist auf die Sale and Rent Back-Transaktion beim Fulfilmentzentrum (Mietaufwendungen anstelle von Zinszahlungen und Abschreibungen) zurückzuführen.

Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern) (in Mio. Euro)	2004 IFRS	2005 IFRS	2006 IFRS	2007e IFRS	2008e IFRS
Umsatzerlöse	273,07	284,79	270,93	270,02	283,17
Veränderung gegenüber Vorjahr	-	4,3%	-4,9%	-0,3%	4,9%
Umsatzkosten	-110,90	-109,07	-107,61	-113,56	-113,58
Bruttoergebnis vom Umsatz	162,18	175,72	163,33	156,45	169,59
Bruttomarge	59,4%	61,7%	60,3%	57,9%	59,9%
Sonstige betriebliche Erträge	15,35	14,59	20,16	15,07	14,27
Vertriebsaufwendungen	-130,43	-142,59	-142,41	-134,60	-138,33
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-29,03	-25,80	-26,31	-25,41	-26,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,96	-1,40	-1,04	-1,08	-1,13
Anteil am Ergebnis assoziierter Unternehmen	0,47	1,75	0,98	1,20	1,32
Übriges Beteiligungsergebnis	0,33	0,40	0,06	0,10	0,11
Betriebsergebnis (EBIT)	17,90	22,66	14,76	11,74	19,33
EBIT-Marge	6,6%	8,0%	5,4%	4,3%	6,8%
Finanzergebnis	-2,26	-2,24	-2,77	-3,56	-2,95
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT)	15,64	20,42	11,99	8,18	16,38
EBT-Marge	5,7%	7,2%	4,4%	3,0%	5,8%
Ertragsteuern	-6,94	-6,05	-1,95	-2,45	-4,92
in % vom EBT	-44,4%	-29,6%	-16,3%	-30,0%	-30,0%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	8,70	14,37	10,04	5,73	11,47
Ergebnis von aufgegebenen Geschäftsbereichen	-1,51	-0,77	0,00	0,00	0,00
Minderheitsgesellschafter	-0,10	-0,12	-0,38	-0,14	-0,23
Jahresüberschuss	7,08	13,47	9,66	5,58	11,24
Nettomarge	2,6%	4,7%	3,6%	2,1%	4,0%
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	47,324	47,324	47,324	47,324	47,324
Ergebnis je Aktie in Euro (unbereinigt)	0,15	0,29	0,21	0,12	0,24
Dividende je Aktie in Euro	0,00	0,14	0,10	0,06	0,12

Quelle: Independent Research; Beate Uhse AG

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bewertung

Dreistufiges DCF-Modell

Wir bewerten die Beate Uhse-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008e. Für die Phase II rechnen wir unverändert mit stabilen Umsatzsteigerungen von 5,0% p.a. bei einer konstanten EBIT-Marge von 8,0% (alt: 8,5%; Senkung wegen Sale and Rent Back-Transaktion; geringere Finanzverschuldung). In der dritten Phase gehen wir von einem Wachstum des Free Cashflows (FCF) von 2,0% aus. Zur Ermittlung des WACC haben die weiteren Annahmen getroffen: Der risikofreie Zins wird mit 4,5% (alt: 4,0%) angegeben. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 7,5% (alt: 8,0%), die Risikoprämie auf das Fremdkapital auf 2,0%. Ferner ermitteln wir ein Beta von 1,3. Bei der langfristigen Bilanzstruktur nehmen wir eine Eigenkapitalquote von 40% (alt: 38%) und ein Fremdkapitalquote von 60% (alt: 62%) an. Hieraus resultiert ein WACC von 8,4% (alt: 8,1%).

Fairer Wert je Aktie: 4,15 (alt: 3,93) Euro

Unter Berücksichtigung der Annahmen ergibt sich ein Marktwert des Eigenkapitals von 196,63 (alt: 186,00) Mio. Euro, was einem fairen Wert je Aktie von 4,15 (alt: 3,93) Euro entspricht.

Um die Sensitivität des Modells abzuschätzen, haben wir die Inputfaktoren Diskontierungszinssatz und Wachstum des Free Cashflows in der unendlichen Periode (Phase III) variiert.

in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	270,02	283,17	297,33	312,20	327,81	344,20	361,41	379,48	398,45	418,38
Wachstum Umsatz	-0,3%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	4,3%	6,8%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
EBIT	11,74	19,33	22,30	24,98	26,22	27,54	28,91	30,36	31,88	33,47
- Ertragssteuern	-2,45	-4,92	-5,67	-6,35	-6,67	-7,00	-7,35	-7,72	-8,10	-8,51
+ Abschreibungen	9,55	9,51	9,99	10,49	11,01	11,57	12,14	12,75	13,39	14,06
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0,30	0,32	0,34	0,37	0,40	0,43	0,47	0,51	0,55	0,59
+/- Sonstiges	-1,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash-Flow	17,89	24,25	26,97	29,49	30,97	32,53	34,17	35,90	37,71	39,61
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	2,20	0,43	-3,15	-2,59	-2,75	-2,93	-3,11	-3,31	-3,52	-3,74
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-10,50	-10,86	-11,24	-11,63	-12,04	-12,46	-12,90	-13,35	-13,81	-14,30
Free Cash-Flow	9,59	13,83	12,57	15,27	16,18	17,15	18,17	19,24	20,37	21,57
Barwerte	9,30	12,33	10,30	11,50	11,20	10,91	10,63	10,34	10,07	9,80
Summe Barwerte	106,38									
Terminalwert	155,43									
										in % vom Gesamtwert: 59%
Wert des operativen Geschäfts	261,81									
+ Überschüssige liquide Mittel	4,22									
- Finanzverschuldung	-69,39									
Marktwert Eigenkapital	196,63									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	47,32									
Kurs (Euro)	4,15									

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:			
Langfristige Bilanzstruktur:	EK:	40%	FK: 60%
Risikofreie Rendite:	4,50%	Beta:	1,3
		Risikopr. EK:	7,5%
		Zins EK:	14,3%
		Risikopr. FK:	2,0%
		Tax-Shield:	30,0%
		Zins FK:	4,6%
Wachstumsrate FCF:	2,0%	WACC:	8,4%
		Datum:	21.08.07

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Wachstum	1,5%	4,35	3,90	3,52	3,18
	2,0%	4,66	4,15	3,73	3,35
	2,5%	5,02	4,45	3,97	3,55
	3,0%	5,46	4,80	4,25	3,79

Quelle: Independent Research

Fazit

Q2 2007 immer noch von Wasserschaden belastet

Die Zahlen zum Q2 2007 waren noch von den Nachwirkungen des Wasserschadens im Fulfilmentzentrum Walsoorden geprägt. Mit 55,84 (54,77) Mio. Euro (+2,0%) wurde das Umsatzniveau stabilisiert (Q1: -10,0%). Auf der Ergebnisseite profitierte Beate Uhse vom Verkauf zweier Immobilien (Buchgewinn: 1,25 Mio. Euro). Das EBIT stieg auf 0,55 (0,42) Mio. Euro. Bereinigt lag es bei -0,70 (0,42) Mio. Euro. Bei einem EBT von -0,20 (-0,06) Mio. Euro erreichte das Nettoergebnis vor Minderheiten -0,37 (-0,10) Mio. Euro. Ermutigend verlief das Q2 im Versandhandel. Der Umsatz stieg auf 21,03 (20,35) Mio. Euro. Das EBT war mit -0,55 (0,23) Mio. Euro noch negativ, doch ist dies angesichts des saisonal schwächeren Q2 und des EBT in Q1 (-1,10 Mio. Euro) ein Fortschritt. Der Einzelhandel enttäuschte hingegen (Umsatz: 18,77 (20,22) Mio. Euro; EBT: -1,14 (-0,54) Mio. Euro).

Entwicklung im Versandhandel ermutigend

Restrukturierung wird beschleunigt und intensiviert

Beate Uhse hat ihr Restrukturierungsprogramm spürbar ausgeweitet und erarbeitet derzeit ein Konzept zur Neuausrichtung des Konzerns. Ergebnisse werden im Herbst kommuniziert. Dann könnte auch ein Käufer für die Anteile von Ulrich Rotermund (25,9%) präsentiert werden. Wir begrüßen die Beschleunigung der Reorganisation. Der Wettbewerb auf dem Erotikmarkt hat sich u.a. durch diverse Online-Angebote und den Preisverfall bei DVDs und Magazinen intensiviert, was Beate Uhse vor allem im Einzelhandel zu schaffen macht.

Immobilienverkauf schafft finanzielle Spielräume

Durch den Verkauf des Gebäudes des Logistikzentrums in Walsoorden wird Beate Uhse die Finanzschulden um über 20 Mio. Euro senken. Damit steigt der Spielraum, u.a. für eine Expansion im wachstumsstarken Osteuropa (Umsatz H1 2007: 5,7 (3,7) Mio. Euro).

EpS 2007e: 0,12 (alt: 0,17) Euro

Wir sehen 2007e den Umsatz bei 270,02 (alt: 273,72) Mio. Euro, das EBIT bei 11,74 (alt: 15,44) Mio. Euro und das Nettoergebnis (vor Minderheiten) bei 5,73 (alt: 8,15) Mio. Euro (EpS: 0,12 (alt: 0,17) Euro). Da die Höhe der Restrukturierungskosten noch nicht feststeht, berücksichtigen wir diese in unserer Prognose nicht. 2008e erwarten wir ein Wiedererstarren des Versandhandels und bestätigen unsere EpS-Prognose von 0,24 Euro.

Kursziel: 4,10 (alt: 4,70) Euro; Votum: Kaufen (alt: Akkumulieren)

Die Bewertung der Beate Uhse-Aktie liefert einen fairen Wert von 4,15 (alt: 3,93) Euro je Aktie. Das Papier ist in den letzten sechs Monaten um über 45% bis auf ein Tief von 2,83 Euro (17.08.2007) gefallen. Trotz des Umbruchs im Konzern halten wir die Aktie auf dem derzeitigen Niveau wegen der hohen stillen Reserven (Markenname, Anteil an erotic media) für unterbewertet. Einen Aufschlag auf den fairen Wert wegen der Übernahmefantasie (bisher: 20%) nehmen wir nicht mehr vor. Der Möglichkeit einer Übernahme stehen die Unwägbarkeiten über die Höhe der Restrukturierungskosten entgegen. Bei einem neuen Kursziel von 4,10 (alt: 4,70) Euro votieren wir nun mit Kaufen (alt: Akkumulieren).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 21.08.2007

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen Beate Uhse AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 21.08.2007

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de