



Researchstudie (Update)



1. Halbjahr untermauert starken Wachstumskurs - Prognosen für 2010 und 2011 bestätigt

Kursziel: 28,40 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

Kinghero AG ^{*5}

Rating: Kaufen

Kursziel: 28,40

aktueller Kurs: 18,70

12.10.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFMW8

WKN: A0XFMW

Börsenkürzel: KH6

Aktienanzahl³: 6,125

Marketcap³: 114,54

EnterpriseValue³: 84,54

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 22,5 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

BIW Bank AG / BankM

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Yiqing Yang

yang@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Damen- und Herrenbekleidung

Mitarbeiter: 910 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1985

Firmensitz: München

Vorstand: Zhang Yu, He Xiuming,
Xiaoping Zhao-Moll



Die Kinghero AG ist ein Modeunternehmen, das Freizeit- und Geschäftskleidung für den chinesischen Markt designed, produziert und verkauft. Während die Fertigungseinrichtungen in Xiamen (Provinz Fujian/China) angesiedelt sind, befindet sich der Sitz der deutschen Holdinggesellschaft in München. Die Marke „Kinghero“ ist in den vergangenen Jahren nach eigenen Angaben zu einer der 10 bekanntesten Herrenbekleidungsmarken Chinas herangewachsen und hat zahlreiche Auszeichnungen erhalten. Dabei führt Kinghero die beiden Produktlinien „Kinghero menswear“ für Herrenbekleidung und die im Jahr 2007 eingeführte Produktlinie „Kinghero womenswear“ für Damenbekleidung. In der mehr als zwanzigjährigen Geschichte erarbeitete sich das Unternehmen ein hohes Niveau an Know-how zur chinesischen Textilindustrie und konnte ein weitläufiges Vertriebsnetzwerk in den bedeutendsten chinesischen Provinzen und Städten aufbauen. Ein hoher Stellenwert wird dem Design und der Qualität der Produkte eingeräumt, um die Zielgruppe der wachsenden chinesischen Mittelschicht im Alter zwischen 28 und 45 Jahren optimal anzusprechen.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	32,14	48,92	71,73	91,29
EBITDA	8,40	13,41	17,69	22,79
EBIT	8,34	13,29	17,19	21,80
Jahresüberschuss	6,90	10,65	14,39	17,58

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,37	2,11	2,35	2,87
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,51	1,73	1,18	0,93
EV/EBITDA	13,41	6,30	4,78	3,71
EV/EBIT	13,51	6,36	4,92	3,88
KGV	16,61	10,75	7,96	6,52
KBV		2,39		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

22.-24.11.2010: Deutsches Eigenkapitalforum

30.11.2010: 9-Monatsbericht

08.-09.12.2010: Münchner Kapitalmarktkonf.

April 2011: Veröffentlichung GB 2010

Mai 2011: Veröffentlichung Q1-Bericht 2011

Mai 2011: Entry & General Standard Konf.

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

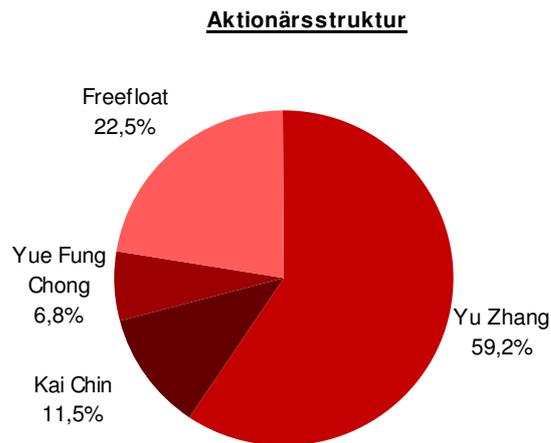
31.08.2010: RS / 25,54 / KAUFEN

23.07.2010: RS / 24,54 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

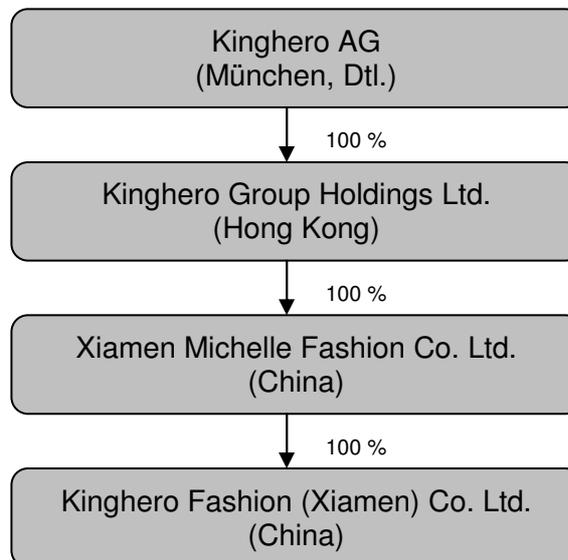
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Aktionärsstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Unternehmensstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Standorte der zum Vertriebsnetzwerk gehörenden Großhändler



Geschäftsentwicklung - HJ1 2010 klar im Rahmen der Erwartungen

In Mio. €	GJ 2009	HJ 2009	HJ 2010	Delta HJ09/HJ10
Umsatzerlöse	48,92	22,56	33,03	+46,4 %
Rohrertragsmarge	32,2 %	34,5 %	32,8 %	- 1,7 Pp.
EBIT	13,29	6,28	8,81	+40,3 %
EBIT-Marge	27,2 %	27,8 %	26,7 %	-1,1 Pp.
Periodenergebnis	10,65	5,03	6,96	+38,2 %

Quelle: Kinghero, GBC

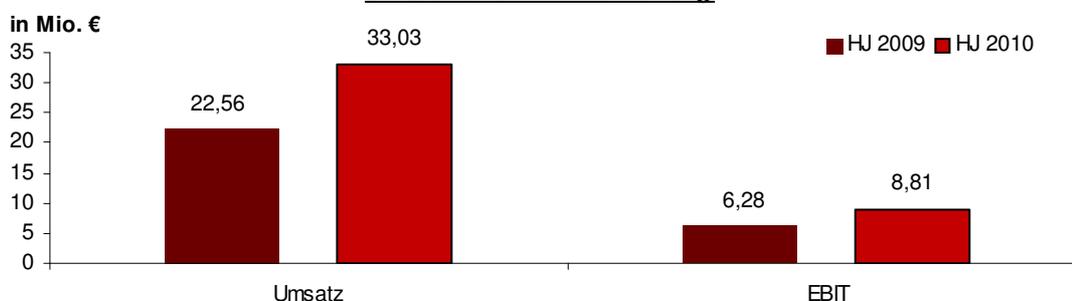
Umsatzentwicklung - deutliches Wachstum um +46 % im HJ1 10 erzielt

Die Umsatzentwicklung der Kinghero AG zeigte sich im Q2 2010 nochmals dynamischer als im Q1. Nach 14,90 Mio. € in den ersten drei Monaten wurden im Q2 18,13 Mio. € erzielt. Dabei ist zu bemerken, dass das Q1 in China auf Grund des chinesischen Neujahrsfestes traditionell besonders stark ist, vergleichbar mit dem europäischen Weihnachtsgeschäft.

Auf das gesamte HJ1 2010 gesehen, wurden die Umsatzerlöse damit auf 33,03 Mio. € gesteigert, nach 22,56 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies entspricht einem Wachstum um 46,4 %. Die hohe Wachstumsdynamik der Vorjahre konnte damit beibehalten werden. Gleichzeitig wird deutlich, dass sich bereits jetzt erste positive Auswirkungen zeigen, die im Zuge der Verbesserung der Markenpositionierung und Markenbekanntheit angestrebt werden.

Eine der hierfür ergriffenen Maßnahmen ist die Errichtung von eigenen Flagship-Stores. Der erste Flagship-Store wurde bereits errichtet und am 20.08.2010 eingeweiht. Zum HJ1 2010 lieferte dieser demnach zwar noch keinen Umsatzbeitrag, unterstreicht aber die strategische Ausrichtung des Unternehmens. Die ersten Tage seit Eröffnung sind laut Unternehmensaussagen gut verlaufen und erzielten einen durchschnittlichen täglichen Umsatz von 1.700 €. Für das GJ 2010 sollte sich damit ein Umsatzbeitrag von 0,2 Mio. € ergeben.

Umsatz- und EBIT-Entwicklung



Quelle: Kinghero, GBC

Ergebnisentwicklung - Rohstoffpreissteigerungen zum Großteil kompensiert

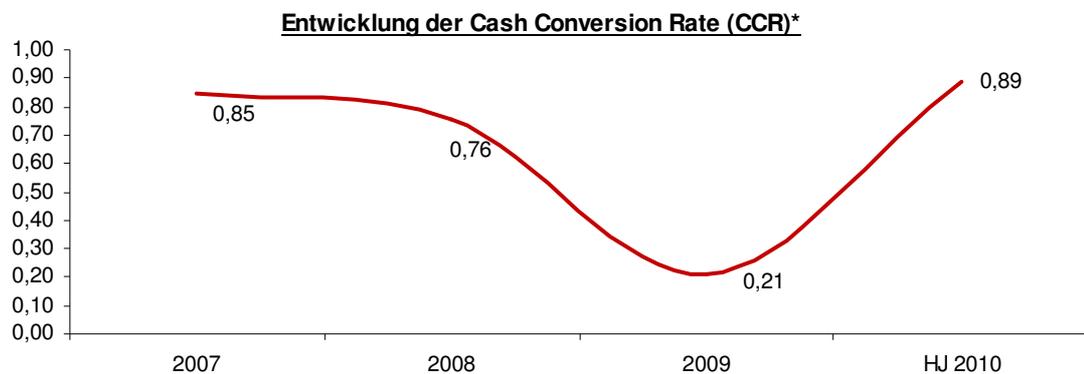
Auch wenn auf Grund der guten Umsatzentwicklung ein um 39,2 % gesteigerter Rohertrag zu verzeichnen war, war die Rohmarge gegenüber dem Vorjahreszeitraum leicht von 34,5 % auf 32,8 % rückläufig. Hintergrund dieser Tendenz sind vor allem gesteigerte Materialkosten im Zuge der allgemeinen Rohstoffpreiserholung an den internationalen Commodity-Märkten. So zog beispielsweise der Preis für Baumwolle insbesondere im Q1 2010 deutlich um 6,6 % an. Auch wenn im Q2 eine leichte Entspannung des Baumwollpreises festzustellen war, wirkte sich die Preiserhöhung auf Grund von Vorratsbeschaffungen im Q1 auch im Q2 aus. Im historischen Vergleich mit den Vorjahren liegt die Rohertragsmarge mit 32,8 % jedoch noch immer über dem Niveau der letzten beiden Geschäftsjahre (2008: 32,2 %, 2009: 32,2 %).

Die gestiegenen Rohstoffkosten konnten aber durch eine ebenfalls gesteigerte Kosteneffizienz zu großen Teilen ausgeglichen werden. Beispielsweise waren, wie schon in den Geschäftsjahren 2008 und 2009, auch im HJ1 2010 positive Skaleneffekte bemerkbar, die sich mit dem stark steigenden Umsatzvolumina entfalten. So konnten zum Beispiel bei den Ver-

triebskosten bereits spürbare Erfolge erzielt werden. Der prozentuale Anteil der Vertriebskosten an den Umsatzerlösen senkte sich gegenüber dem HJ1 2009 deutlich von 4,7 % auf 3,7 % ab. Damit konnte die Rohstoffkostensteigerung zu einem großen Teil abgedeckt werden.

Zudem ist das Unternehmen schlank aufgestellt, was überschaubare Verwaltungsstrukturen zur Folge hat. Im Verhältnis zum Umsatz kletterten die Verwaltungskosten zwar leicht von 2,3 % auf 2,7 %, absolut gesehen hatten die Verwaltungskosten im HJ1 2010, trotz der Konsolidierung, mit 0,89 Mio. € somit weiterhin einen nur geringen Effekt.

Folglich konnte das EBIT mit 8,81 Mio. € um 40,3 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesteigert werden. Die leicht rückläufige EBIT-Marge von 27,8 % auf 26,7 % ist indes vornehmlich auf den Rückgang der Rohertragsmarge zurückzuführen. Trotz der Tatsache, dass dies nicht vollständig durch Skaleneffekte und Kostensenkungen ausgeglichen werden konnte, liegt die EBIT-Marge gleichauf mit den Resultaten der vergangenen Geschäftsjahre. Dies unterstreicht die erzielten Erfolge deutlich. Nach Steuern betrug die Steigerung beim Ergebnis 38,2 %, auf einen Wert von 6,96 Mio. €.



Quelle: Kinghero, GBC; *CCR = operativer Cashflow/EBIT

Die erzielten Erfolge werden auch durch eine Verbesserung der Ergebnisqualität im HJ1 2010 belegt. Dies indiziert die Cash Conversion Rate (CCR). Während sich die CCR auf Grund einer starken Working Capital-Erhöhung im GJ 2009 nur auf 0,21 belief, konnte diese im HJ1 2010 auf 0,89 deutlich verbessert werden und markierte zugleich das höchste Niveau seit 2007. Mit 7,82 Mio. € fiel der operative Cashflow entsprechend nahezu in der selben Größenordnung aus wie das EBIT (8,81 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Entwicklung - Hohe EK-Quote und Cashposition

Der hohe operative Cashflow wurde trotz einer Ausweitung des Working Capitals erzielt, welche im Zuge der starken Umsatzentwicklung einherging. Hintergrund ist eine unterproportionale Steigerung der Forderungen und Vorräte um 27,7 % auf 19,99 Mio. €, gegenüber den Verbindlichkeiten, die um 39,8 % zulegten. Hier macht sich eine verbesserte Stellung gegenüber Zulieferern und Kunden mit steigender Unternehmensgröße bemerkbar, die sich auch in einer verbesserten Kapitaleffizienz ausdrückt.

Bilanziell ist weiterhin die hohe Eigenkapitalausstattung der Kinghero AG bemerkenswert. Die Eigenkapitalquote belief sich zum 30.06.2010 auf 78,3 %. Zudem musste weiterhin nicht von Krediten Gebrauch gemacht werden und der Cashbestand kletterte auf 21,34 Mio. €. Dabei ist zu bemerken, dass hier noch nicht die Zuflüsse aus der Kapitalerhöhung im Zuge des Börsengangs enthalten sind. Inklusive des Nettoemissionsvolumens von circa 12 Mio. € sollte sich der Cashbestand auf rund 30 Mio. € erhöht haben.

Durch die erstmalige Konsolidierung der beiden Tochtergesellschaften Xiamen Michelle Fashion Co. Ltd. und Kinghero Fashion (Xiamen) Co. Ltd. kam es zudem zu einem signifikanten Anstieg des Anlagevermögens von 5,94 Mio. € auf 9,99 Mio. €. Da die im November 2009 erworbenen sechs Produktionsstandorte zu 50 % der Xiamen Michelle Fashion Co. Ltd. zuzuordnen sind, werden diese nun mit der Konsolidierung in der Kinghero AG erstmals in vollständiger Höhe ausgewiesen.

Prognose und Modellannahmen - Prognosen für GJ 2010 und 2011 bestätigt

In Mio. €	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatz	48,92	71,73	91,29	116,40
EBITDA	13,41	17,69	22,79	28,75
EBITDA-Marge	27,4 %	24,7 %	25,0 %	24,7 %
EBIT	13,29	17,19	21,80	27,46
EBIT-Marge	27,2 %	24,0 %	23,9 %	23,6 %
Konzernergebnis	10,65	14,39	17,58	21,62

Quelle: GBC

Im vergangenen Jahr 2009 erreichte die Kinghero AG zum Halbjahr 46 % der Umsatzerlöse des Gesamtjahres. Diese Relation bestätigt unsere bisherige Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2010, denn die zum HJ1 10 kumulierten Umsatzerlöse von 33,03 Mio. € entsprechen ebenfalls 46 % der von uns prognostizierten Umsatzerlöse für das GJ 2010 (71,73 Mio. €). Damit lagen die Halbjahreszahlen 2010 voll im Rahmen unserer Erwartungen und die Umsatzprognosen werden bestätigt.

Die starken Wachstumserwartungen werden untermauert durch das anhaltend starke Wirtschaftswachstum in China, was sich insbesondere auch in rasanten Steigerungen des privaten Konsums niederschlägt. Von einer Fortsetzung dieser Entwicklung ist auch in den kommenden Jahren auszugehen. Nicht zuletzt wird Kinghero die reichliche Ausstattung mit finanziellen Mitteln nutzen, um die Reichweite und Bekanntheit in China zu verbreitern. Damit sollte es dem Unternehmen gelingen, den Marktanteil in China weiter zu erhöhen.

Weiteren Spielraum für die Umsatzerlöse eröffnen indes auch die neuen Flagship-Stores. Der erwartete Umsatzbeitrag des ersten Shops ist für 2010 zwar noch gering und liegt bei 0,2 Mio. €. Jedoch ist noch im Q4 2010 die Eröffnung von vier weiteren Shops geplant. Somit sollte zwar auch aus den weiteren Shops der Umsatzbeitrag in 2010 noch gering ausfallen. Für 2011 ist der Umsatzbeitrag hingegen mit durchschnittlich erwarteten 0,5 Mio. € pro Shop dann durchaus signifikant und trägt zum weiteren erwarteten Umsatzanstieg bei. Daher bestätigen wir auch unsere Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2011 mit 91,29 Mio. €.

Im Oktober 2010 meldete Kinghero nun auch die Übernahme einer Reißverschluss-Fabrik sowie einer Strickwaren-Fabrik im Rahmen eines Asset-Deals. Beide Investitionen wurden bereits im Vorfeld des Börsengangs angekündigt. Das Volumen dieser Investitionen beläuft sich auf 2,50 Mio. €, was ebenfalls konform mit den Planungen im Vorfeld des Börsengangs ist. Das Management geht darüber hinaus davon aus, dass sich die Investitionen innerhalb von 2 Jahren amortisieren werden. Die Investitionen dienen zur Erweiterung der Wertschöpfungstiefe und verbessern die Reaktionszeit sowie Flexibilität in der Produktion. Die Ausweitung der Wertschöpfungskette durch die beiden Übernahmen sollte damit dazu beitragen, dass sich die Margenniveaus mittelfristig weiter verbessern. Zudem können Synergieeffekte erzielt werden. Aber auch der Produktqualität kommt die vertikale Ausweitung der Wertschöpfung zu Gute, da die entsprechenden Qualitätsanforderungen direkt implementiert werden können. Im Zuge des strategischen Trading-Up-Ansatzes ist dies ein weiterer wichtiger Schritt.

Was die Ergebnisentwicklung anbelangt, behalten wir unsere Prognosen weiterhin konservativ bei. Zwar erreichte Kinghero zum Halbjahr bereits 51 % des von uns erwarteten EBIT für 2010, jedoch behalten wir unsere bisherige EBIT-Prognose von 17,19 Mio. € zunächst bei. Dies entspricht einer erwarteten EBIT-Marge von 24,0 %, nach 26,7 % im HJ1 10. Mit der konservativen Erwartungshaltung tragen wir dem Umstand Rechnung, dass die Baumwollpreise im Q3 noch einmal massiv um rund ein Drittel anzogen. Dies könnte den Materialaufwand voraussichtlich im HJ2 2010 und damit die Rohertragsmarge belasten. Die weiter erzielbaren Skaleneffekte und das Vorantreiben der Kosteneffizienz kann den Rohstoffpreiseffekt voraussichtlich zunächst nicht vollständig kompensieren. Beim Nettoergebnis erwarten wir für das laufende GJ 14,39 Mio. €, 35,0 % mehr als im Vorjahr.

Mittelfristig sollte durch den Aufbau der Flagship-Stores eine weitere Verbesserung der Ergebnismargen erzielt werden, was eventuellen weiteren Preissteigerungen bei Rohstoffen entgegenwirkt. Durch das Entfallen des Großhändleranteils liegt die Bruttomarge bei den Flagship-Stores deutlich höher, bei ca. 40 %. Mit dem steigendem Umsatzanteil der Flagship-Stores wird dies deutlich positive Auswirkungen auf die Margensituation haben.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Kinghero AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 bis 2012 in Phase 1 (siehe Seite 5), erfolgt von 2013 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % und nehmen vor dem Hintergrund des bislang deutlich höheren Wachstums eine konservative Prognose vor. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Kinghero AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind 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. 3,0 %.

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 rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,82.

Modellergebnis - Kursziel durch Roll-over von 25,54 € auf 28,40 € erhöht

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 13,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 13,0 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 13,0 % errechnet. Gleichzeitig nehmen wir einen Roll-over vor und prolongieren das Kursziel auf Ende des Geschäftsjahres 2011 (bisher: Ende 2010). Der daraus resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht 28,40 € pro Aktie (bisher: 25,54 € pro Aktie).

Kinghero AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	20,0%	ewige EBITA - Marge	18,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	20,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	71,73	91,29	116,40	122,22	128,33	134,75	141,48	148,56	
US Veränderung	46,6%	27,3%	27,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,79	7,12	8,76	8,76	8,28	8,17	8,08	8,03	
EBITDA	17,69	22,79	28,75	24,44	25,67	26,95	28,30	29,71	
EBITDA-Marge	24,7%	25,0%	24,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	17,19	21,80	27,46	23,11	24,27	25,40	26,65	27,96	
EBITA-Marge	24,0%	23,9%	23,6%	18,9%	18,9%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
Steuern auf EBITA	-3,79	-5,25	-6,89	-5,78	-6,07	-6,35	-6,66	-6,99	
zu EBITA	22,1%	24,1%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	13,40	16,55	20,57	17,34	18,20	19,05	19,98	20,97	
Kapitalrendite	87,0%	61,9%	66,2%	47,4%	47,4%	46,3%	46,0%	45,8%	43,5%
Working Capital (WC)	14,35	18,26	23,28	24,44	25,67	26,95	28,30	29,71	
WC zu Umsatz	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-4,72	-3,91	-5,02	-1,16	-1,22	-1,28	-1,35	-1,41	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	12,39	12,81	13,29	13,96	15,50	16,50	17,50	18,50	
AFA auf OAV	-0,50	-0,99	-1,29	-1,33	-1,40	-1,55	-1,65	-1,75	
AFA zu OAV	4,0%	7,7%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in OAV	-7,11	-1,42	-1,77	-1,99	-2,94	-2,55	-2,65	-2,75	
Investiertes Kapital	26,73	31,07	36,57	38,40	41,17	43,45	45,80	48,21	
EBITDA	17,69	22,79	28,75	24,44	25,67	26,95	28,30	29,71	
Steuern auf EBITA	-3,79	-5,25	-6,89	-5,78	-6,07	-6,35	-6,66	-6,99	
Investitionen gesamt	-11,83	-5,33	-6,79	-3,16	-4,16	-3,83	-4,00	-4,16	
Investitionen in OAV	-7,11	-1,42	-1,77	-1,99	-2,94	-2,55	-2,65	-2,75	
Investitionen in WC	-4,72	-3,91	-5,02	-1,16	-1,22	-1,28	-1,35	-1,41	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,08	12,21	15,07	15,51	15,44	16,77	17,64	18,56	161,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	134,52	142,21
Barwert expliziter FCFs	66,13	64,91
Barwert des Continuing Value	68,39	77,29
Nettoschulden (Net debt)	-21,94	-31,77
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	156,46	173,97
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	156,46	173,97
Ausstehende Aktien in Mio.	6,125	6,125
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,54	28,40

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,82
Eigenkapitalkosten	13,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	13,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
39,5%	28,87	28,02	27,24	26,53	25,87
41,5%	29,53	28,64	27,82	27,07	26,38
43,5%	30,20	29,26	28,40	27,61	26,90
45,5%	30,86	29,88	28,98	28,16	27,41
47,5%	31,52	30,50	29,56	28,70	27,92

Fazit - +25 % seit Börsengang - Kursziel auf 28,40 € erhöht

Seit der Erstnotiz am 06.08.2010 konnte die Aktie Kinghero AG innerhalb von rund zwei Monaten bereits auf nunmehr 18,70 € zulegen. Dies entspricht einem Zeichnungsgewinn von rund 25 %. Die Marktperformance konnte in diesem Zeitraum damit klar übertroffen werden.

Dabei ist die gute Entwicklung des Aktienkurses absolut gerechtfertigt. Mit den Zahlen zum HJ1 2010 bestätigte die Kinghero AG den starken Wachstumskurs, bei anhaltend hohen EBIT-Margen. So konnte im HJ1 2010 ein Umsatzwachstum von 46,4 % aufgezeigt werden und damit nahtlos an das Wachstum des Vorjahres angeknüpft werden. Die EBIT-Marge lag mit 26,7 % ebenfalls auf dem Niveau der Vorjahre. Die Zahlen machten zudem deutlich, dass es dem Unternehmen gelingt Skaleneffekte zu erzeugen und die Kostenbasis effizienter zu gestalten. Trotz gestiegener Rohstoffkosten, insbesondere für Baumwolle, konnte die Margensituation stabil gehalten werden.

Zudem weist die Kinghero AG zum HJ01 2010 eine deutlich verbesserte Ergebnisqualität auf. Mit 0,89 lag die Cash Conversion Rate (CCR) deutlich über den Werten des GJ 2009 und der Vorjahre. Neben der guten Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist auch ein effizienteres Working Capital-Management für diesen Umstand verantwortlich.

Bilanziell zeigt sich ebenfalls nach wie vor ein sehr positives Bild. Die Eigenkapitalquote liegt mit 78 % weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Zudem verfügt Kinghero über keinerlei Bankverbindlichkeiten und war zum 30.06.2010 mit einem Cashbestand von 21,34 Mio. € ausgestattet, was 41,1 % der Bilanzsumme ausmacht. Mit der erfolgten Kapitalerhöhung im Rahmen des Börsengangs sollte sich der Cash-Bestand noch einmal kräftig erhöht haben und nun bei rund 30 Mio. € liegen.

Nicht zuletzt zeigt das Unternehmen klar auf, dass die eingeschlagene strategische Linie konsequent verfolgt wird. Die Mittel aus der Kapitalerhöhung werden nun, wie im Rahmen des Börsengangs angekündigt, für den Ausbau der Marke und die Erhöhung der Wertschöpfung verwendet. Neben der Eröffnung eines ersten Flagship-Stores im August wurde im Oktober eine Reißverschluss-Fabrik sowie eine Strickwaren-Fabrik übernommen. Dabei lagen auch die getätigten Investitionsvolumina in den geplanten Größenordnungen.

Angesichts der stabilen operativen Entwicklung im HJ1 2010 und der unverändert guten operativen Aussichten haben wir unsere Prognosen für das GJ 2010 gegenüber der Researchstudie (IPO) vom 23.07.2010 und der Research Note vom 31.08.2010 unverändert belassen und bestätigt. Weiterhin gehen wir davon aus, dass Umsatzerlöse in Höhe von 71,73 Mio. € erzielt werden, bei einem EBIT von 17,19 Mio. €. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 24,0 %. Damit ist die EBIT-Erwartung sogar als konservativ einzuschätzen und berücksichtigt das Risiko weiter steigender Rohstoffpreise.

Das per DCF-Verfahren ermittelte Kursziel von 25,54 € erhöhen wir durch den Roll-over auf Basis Ende 2011 auf 28,40 €. Trotz des rasanten Kursanstieges der vergangenen zwei Monate sehen wir damit noch ein deutliches Aufwärtspotenzial für die Aktie von über 50 %. Die derzeitige Bewertung der Aktie hinsichtlich der Multiplikatoren spricht ebenfalls für ein hohes Aufwärtspotenzial. So berechnet sich auf Basis unserer Schätzungen ein KGV von 8,0 für 2010 und 6,5 für 2011. Für ein Unternehmen mit entsprechendem Wachstumspotenzial und hohen Kapitalrenditen erachten wir dies als deutlich zu günstig. Mit diesem Hintergrund bekräftigen wir auch unser bisheriges Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC 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 GBC 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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC 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.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Yiqing Yang, Bachelor in M.I.S., Junior Analyst

§ 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 GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de