



Researchstudie (Anno)



**Prognosen für das GJ 2010 vollumfänglich erfüllt -
Starker Ausbau der Flagship-Stores geplant -
Umsatz- und Ertragsprognosen angehoben -
Kursziel erhöht**

Kursziel: 35,75 €

Rating: KAUFEN

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

Rating: Kaufen

Kursziel: 35,75

aktueller Kurs: 23,00

13.5.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFMW8

WKN: A0XFMW

Börsenkürzel: KH6

Aktienanzahl³: 6,125

Marketcap³: 140,88

EnterpriseValue³: 108,30

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 34,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

BIW Bank AG / BankM

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Kinghero AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

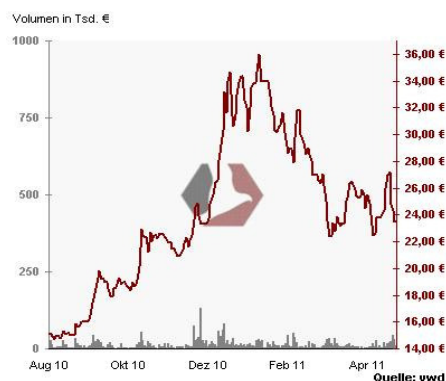
Fokus: Damen- und Herrenbekleidung

Mitarbeiter: 1008 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1986

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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	48,94	72,75	107,17	137,32
EBITDA	13,39	18,36	27,37	35,83
EBIT	13,28	18,20	26,42	34,58
Jahresüberschuss	10,64	14,37	19,85	25,97

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie*	2,11	2,52	2,84	3,71
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

* 2011 und 2012 berechnet auf Basis von 7,000 Mio. Aktien

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,78	1,49	1,20	0,94
EV/EBITDA	10,17	5,90	4,69	3,58
EV/EBIT	10,26	5,95	4,86	3,71
KGV	13,24	9,80	8,11	6,20
KBV		2,40		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

30.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht

05.07.2011: Hauptversammlung

29.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht

21.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

9.2.2011: RS / 34,00 / KAUFEN

7.12.2010: RG / 28,40 / KAUFEN

22.11.2010: RS / 28,40 / KAUFEN

20.10.2010: RS / 28,40 / KAUFEN

13.10.2010: RS / 28,40 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur	1
Unternehmensstruktur.....	1
Standorte der zum Vertriebsnetzwerk gehörenden Großhändler.....	1

Markt- und Marktumfeld

2

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung.....	6
SWOT-Analyse Kinghero AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8
Umsatzprognosen.....	8
Ergebnisprognosen.....	9

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
Discounted Cashflow-Modell.....	11
Fazit	12

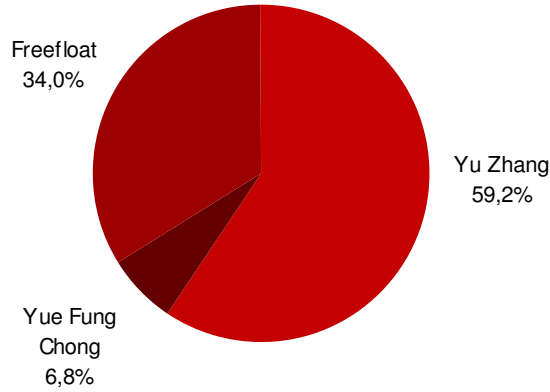
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Unternehmensstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Standorte der zum Vertriebsnetzwerk gehörenden Großhändler

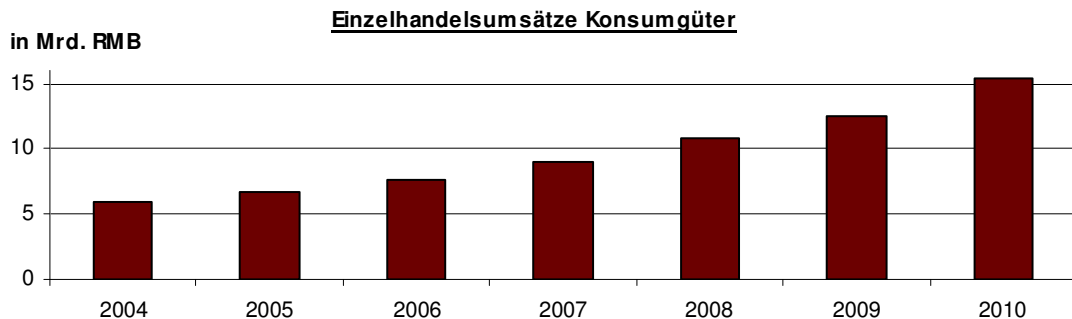


Markt und Marktumfeld

Einzelhandel und Pro-Kopf-Einkommen steigen beträchtlich - Konsum mit Wachstum

Die chinesische Volkswirtschaft wuchs im GJ 2010 weiterhin kräftig. So legte das Bruttoinlandsprodukt um +10,3 % zu, 1,1 % stärker als noch im Vorjahr. Damit wird deutlich, dass die Dynamik nach wie vor enorm hoch ist. Dies hat auch entsprechende Auswirkungen auf die für die Kinghero AG wichtigen Faktoren. Zum Einen ist die Kinghero AG vom Konsum der chinesischen Bevölkerung abhängig, insbesondere dem Konsum von Bekleidung. Dieser ist wiederum davon abhängig, wie sich das verfügbare Einkommen entwickelt. Beide Faktoren haben sich im Jahr 2010 sehr dynamisch entwickelt und dem Geschäft der Kinghero AG Rückenwind verliehen.

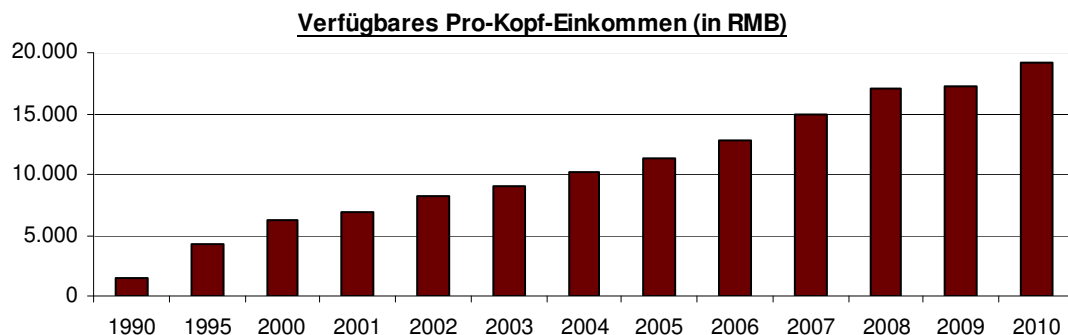
Die Einzelhandelsumsätze erreichten in China im Jahr 2010 einen Wert von 15,5 Mrd. RMB, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um +18,4 % entspricht. Dabei war das Wachstum insbesondere durch die städtischen Konsumenten geprägt. So wurde in den städtischen Regionen ein überproportionales Wachstum von sogar 18,8 % verzeichnet. Für Kinghero ist dies insofern von Bedeutung, dass die Kundenfokussierung überwiegend auf die junge, städtische Mittelschicht mit wachsendem Einkommen ausgerichtet ist.



Quelle: National Bureau of Statistics China

Noch dynamischer fiel das Konsumwachstum im Bereich der Bekleidung aus. Hier wurde sogar ein Anstieg um +24,8 % gegenüber dem Vorjahr verbucht. Insgesamt wird damit der Nachholbedarf Chinas in diesem Bereich deutlich. Während der durchschnittliche jährliche Konsum von Bekleidung noch im Jahr 2005 bei rund 800 RMB pro Kopf lag, soll sich dieser Betrag im Jahr 2011 auf 1.500 RMB beinahe verdoppeln. Aber auch in den Folgejahren ist davon auszugehen, dass die hohe Entwicklungsgeschwindigkeit weiter anhält.

Ein Hintergrund der starken Wachstumsprognosen für den chinesischen Inlandskonsum im Allgemeinen und den Bekleidungskonsum im Speziellen, ist das steigende Pro-Kopf-Einkommen in China. In 2010 legte das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen in den für Kinghero wichtigen städtischen Gebieten um +7,8 % zu. Dies macht den steigenden Wohlstand der chinesischen Bevölkerung deutlich. Die Konsumausgaben wiesen gleichzeitig eine Steigerung um +6,4 % auf. Auch für 2011 und darüber hinaus ist von steigenden Einkommen auszugehen. Neben dem weiterhin stark erwarteten Wirtschaftswachstum (Prognose Weltbank: +9,3 %) hat die chinesische Regierung auch die Steigerung der Einkommen und des Wohlstands als ein zentrales Ziel im neuen 5-Jahresplan festgehalten. Dies sollte dem Konsum zu Gute kommen und für weiter starke Wachstumsraten sorgen.



Quelle: National Bureau of Statistics China

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009*		GJ 2010**		GJ 2011e		GJ 2012e	
Umsatzerlöse	48,941	100,00%	72,753	100,00%	107,168	100,00%	137,318	100,00%
Herstellungskosten	-33,195	-67,83%	-49,960	-68,67%	-73,410	-68,50%	-93,376	-68,00%
Rohergebnis	15,746	32,17%	22,793	31,33%	33,758	31,50%	43,942	32,00%
Sonstige Erträge/Aufwendungen	0,088	0,18%	0,232	0,32%	0,250	0,23%	0,250	0,18%
Vertriebskosten	-2,147	-4,39%	-3,599	-4,95%	-5,358	-5,00%	-6,866	-5,00%
Verwaltungskosten	-0,411	-0,84%	-1,223	-1,68%	-2,232	-2,08%	-2,746	-2,00%
Finanzergebnis	0,012	0,02%	0,070	0,10%	0,050	0,05%	0,050	0,04%
Ergebnis vor Steuern	13,288	27,15%	18,273	25,12%	26,468	24,70%	34,630	25,22%
Ertragssteuern	-2,651	-5,42%	-3,903	-5,36%	-6,617	-6,17%	-8,657	-6,30%
Jahresüberschuss	10,637	21,73%	14,370	19,75%	19,851	18,52%	25,972	18,91%
EBITDA	13,394		18,356		27,368		35,830	
in %	27,4		25,2		25,5		26,1	
EBIT	13,276		18,203		26,418		34,580	
in %	27,1		25,0		24,7		25,2	
Anzahl der Aktien	5,050		6,125		7,000		7,000	
Ergebnis je Aktie in €	2,11		2,52		2,84		3,71	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	

* Da die Tochtergesellschaft Xiamen Michelle Fashion Co. Ltd. erst im Juli 2009 ihre operative Tätigkeit aufgenommen hat, wurde der Umsatzbeitrag im betrachteten Geschäftsjahr 2009 ausschließlich von der Kinghero Fashion (Xiamen) Co. Ltd. erbracht. Die obigen Ausführungen beziehen sich daher ausschließlich auf die Kinghero Group Holdings Ltd., Hong Kong sowie die in diesem Zeitraum einzige operativ tätige Einheit Kinghero Fashion (Xiamen) Co. Ltd.

** 2010 stellt eine „as-if“-Betrachtung dar, da die Kinghero AG erst im März 2010 gegründet wurde.

Geschäftsentwicklung 2010 - Prognosen vollumfänglich erfüllt - starkes Wachstum

In Mio. €	GJ 2010e GBC	GJ 2010a	Delta 2010e/2010a
Umsatzerlöse	72,62	72,75	+0,2 %
EBITDA (Marge)	18,33 (25,2 %)	18,36 (25,2 %)	+0,2 % (+/- 0,0 Pp.)
EBIT (Marge)	17,83 (24,6 %)	18,20 (25,0 %)	+2,1 % (+0,4 Pp.)
Konzernergebnis	14,10	14,37	+1,9 %

Quelle: Kinghero, GBC

Die Kinghero AG konnte unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2010 vollumfänglich erfüllen. Sowohl umsatzseitig, als auch auf den verschiedenen Ergebnisstufen, lagen die im Geschäftsjahr 2010 erzielten Werte jeweils leicht oberhalb unserer Erwartungen. Das EBIT fiel mit 18,20 Mio. € sogar um +2,1 % über unseren Prognosen aus, was im Zusammenhang mit niedriger als erwarteten Abschreibungen zu sehen ist. Insgesamt ist die Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr sowohl auf der Umsatzebene, als auch bei den Ergebnissen als sehr zufriedenstellend einzuschätzen.

Umsatzentwicklung - Wachstum um 50 % in 2010 - Herrenmodesegment stark

In Mio. €	GJ 2009*	Delta 2009/2010	GJ 2010**
Umsatzerlöse	48,94	+48,7 %	72,75
EBITDA (Marge)	13,39 (27,4 %)	+37,0 % (-2,2 Pp.)	18,36 (25,2 %)
EBIT (Marge)	13,28 (27,1 %)	+37,1 % (-2,1 Pp.)	18,20 (25,0 %)
Jahresüberschuss	10,64	+34,1 %	14,37

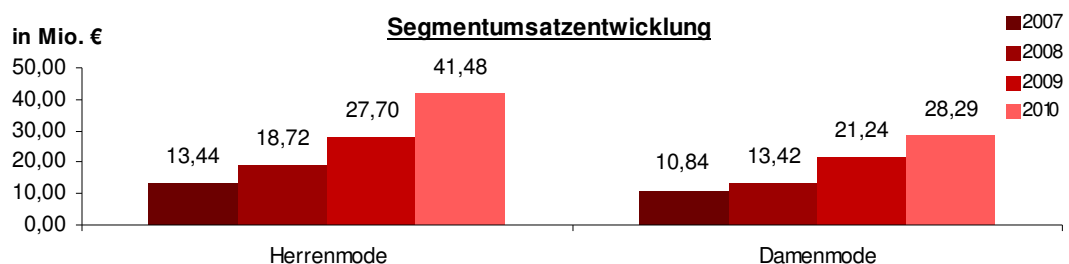
Quelle: Kinghero, GBC

*Die Ausführungen für 2009 beziehen sich ausschließlich auf die Kinghero Group Holdings Ltd., Hong Kong sowie die operativ tätige Einheit Kinghero Fashion (Xiamen) Co. Ltd.

**2010 stellt eine „as-if“-Betrachtung dar, da die Kinghero AG erst im März 2010 gegründet wurde.

Die Umsatzerlöse beliefen sich im GJ 2010 auf 72,75 Mio. €, was einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahr um +48,7 % bedeutet. Dies macht deutlich, dass Kinghero ein Wachstum überproportional zur Marktentwicklung aufweist (siehe Seite 2) und seine Positionierung durch Gewinnung von Marktanteilen verbessern kann. Insbesondere im Q4 zog die Umsatzentwicklung nochmals stark an. Nach jeweils 18,13 Mio. € im Q2 und Q3 wurden im Q4 dann Umsätze von 21,60 Mio. € erwirtschaftet. Hierbei sollten die seit dem Börsengang Anfang August 2010 unternommenen Maßnahmen eine entscheidende Rolle gespielt haben. Neben dem Ausbau des Vertriebsnetzwerkes wurden auch die Investitionen in die Marke forciert und deren Visibilität dadurch gestärkt. Die eigenen Flagship-Stores sollten indes in 2010 noch keinen wesentlichen Umsatzbeitrag geleistet haben. Während der erste Flagship-Store im August eröffnet wurde, lag die Zahl der Shops zum Ende des Jahres bereits bei 7. Aber insbesondere nach dem Bilanzstichtag wurde der Ausbau nochmals forciert, mit weiteren 7 neuen Shops bis Anfang Mai 2011. Der Umsatzbeitrag wird sich entsprechend im GJ 2011 und GJ 2012 bemerkbar machen (siehe Prognosen und Modellannahmen, Seite 8).

Untergliedert in die beiden Segmente Damen- und Herrenmode wird deutlich, dass das Segment Herrenmode mit einem Umsatzanteil von 57,0 % weiterhin den größten Umsatzbeitrag liefert. Auch die Wachstumsdynamik erwies sich in 2010 im Bereich Herrenmode als höher, mit einem Umsatzzuwachs um +49,8 % konnte die höchste Zuwachsrate innerhalb der vergangenen 3 Jahre erzielt werden. Aber auch der Bereich Damenmode legte mit einem Umsatzsprung um +33,2 % weiterhin überproportional zum Marktwachstum zu.



Quelle: Kinghero, GBC

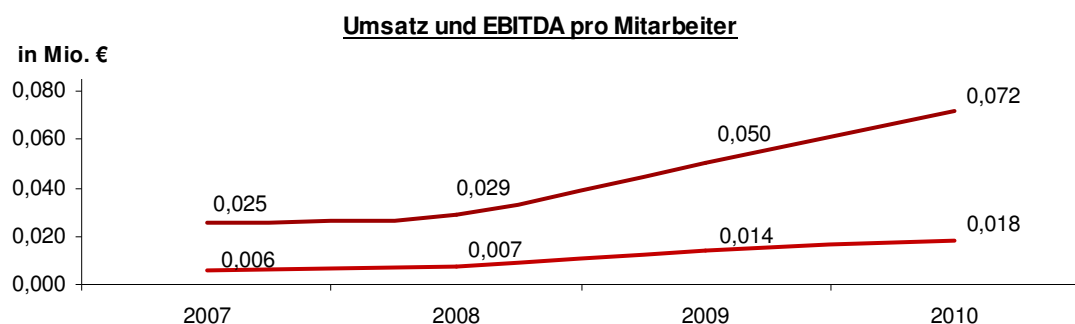
Ergebnisentwicklung - Skaleneffekte stärken Effizienz - Margen auf hohen Niveaus

Ein wesentlicher Kostenfaktor im GJ 2010 war die starke Baumwollpreisentwicklung. So legte der Baumwollpreis im Jahresverlauf 2010 um rund 100 % zu. Da sich rund 60 % der Materialaufwendungen auf Baumwolle beziehen, machte sich dies in der Rohertragsmarge bemerkbar, welche im Geschäftsjahr 2010 mit 31,3 % leicht unterhalb des Vorjahres (2009: 32,2 %) lag. Der lediglich leichte Rückgang der Rohmarge angesichts der hohen Rohmaterialkosten liegt darin begründet, dass Preissteigerungen durchgesetzt werden konnten. So lag der Anstieg der Verkaufspreise für die Kinghero-Produkte bei durchschnittlich 10-20 %. Diese Weiterreichung der Kostensteigerungen dämpfte die Effekte auf die Kostenmargen merklich.

Bei der Betrachtung der beiden Segmente wird deutlich, dass der Bereich Herrenmode mit 34,8 % eine höhere Rohertragsmarge als das Damenmodensegment (28,0 %) aufweist. Hierfür sind insbesondere zwei Faktoren verantwortlich. Zum Einen ist Damenmode meist aufwendiger geschnitten und designt, so dass nicht nur ein längerer und kostenintensiverer Herstellungsprozess, sondern üblicherweise auch ein höherer Materialeinsatz, etwa für Knöpfe, Nieten und ähnliches, notwendig ist.

Zum Anderen genießt das Herrenmodesegment auf Grund seiner bereits langen Präsenz am Markt einen höheren Bekanntheitsgrad. Damit können Preissteigerungen besser an die Kunden weitergereicht werden. Im Damenmodesegment kann dies nicht im gleichen Maße vollzogen werden. Jedoch sollten sich die Unterschiede bei den Rohertragsmargen in den kommenden Jahren mehr und mehr ausgleichen. Um den Rohertrag im Damenmodesegment weiter zu stärken, soll die Wertigkeit der Produkte erhöht werden. Im Premiumbereich können dann höhere Absatzpreise erzielt werden, mit einer entsprechend positiven Wirkung auf die Rohertragsmarge.

Auch bei den weiteren Kostenpositionen, namentlich in den Bereichen Vertrieb und Verwaltung, wurden Steigerungen gegenüber dem VJ verzeichnet, was insbesondere auf das starke Wachstum zurückzuführen ist. Jedoch trägt die Vertriebsausweitung bei einer gleichzeitig überschaubaren Fixkostenstruktur Früchte, was sich in einer deutlichen Steigerung der Effizienz des Unternehmens ausdrückt. So legten nicht nur die Umsatzerlöse pro Mitarbeiter zu, auch das EBITDA pro Mitarbeiter lag in 2010 mit 18 Tsd. € pro Person rund +30 % über dem Vorjahresniveau. Gegenüber dem GJ 2007 wurde sogar eine Steigerung des Wertbeitrages pro Mitarbeiter am EBITDA um +200 % erreicht.



Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

Insgesamt konnten die Materialpreissteigerungen gut abgedeckt werden, so dass der Effekt auf die EBIT-Marge nur geringfügig ausfiel. Mit 25,0 % lag diese nur leicht unterhalb des Vorjahresniveaus (2009: 27,1 %). Absolut betrachtet wurde beim EBIT eine Steigerung um +37,1 % erzielt.

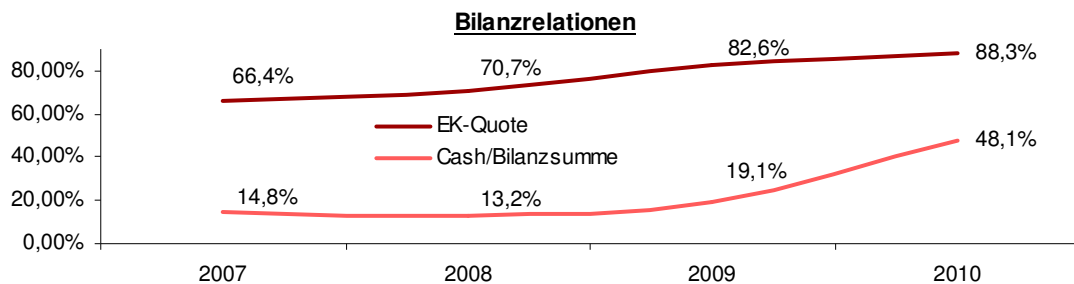
Im Zuge der erhöhten Cashposition durch den vollzogenen Börsengang fiel auch das Finanzergebnis mit 0,07 Mio. € oberhalb des Vorjahresniveaus aus (2009: 0,01 Mio. €). Mit einer effektiven Steuerquote in Höhe von 21,4 % lag der Jahresüberschuss entsprechend dem starken Wachstum der Gesellschaft bei 14,37 Mio. € und damit +35,1 % über dem Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Entwicklung - starke EK-Quote und hoher Cashbestand

in Mio. €	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	8,08	10,09	20,06	58,79
EK-Quote	66,4 %	70,7 %	82,6 %	88,3 %
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen	5,63	6,76	5,78	14,59
Working Capital	0,65	1,45	9,63	11,62
Liquide Mittel	1,80	1,88	4,65	32,58

Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

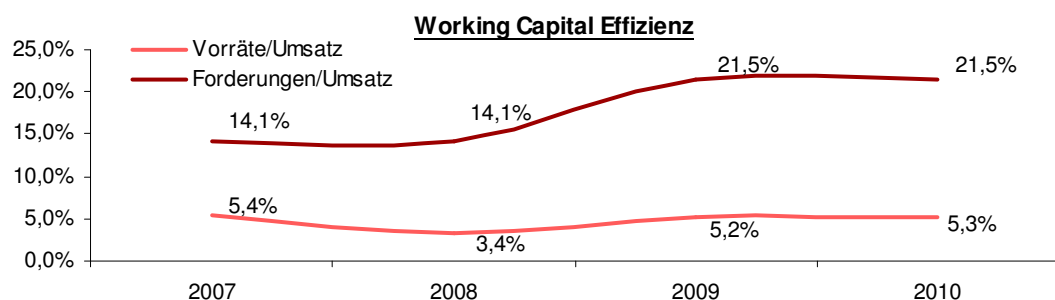
Im Rahmen des Börsengangs im August 2010 konnte die Kinghero AG ihre bereits starke Eigenkapitalquote nochmals klar ausbauen. Diese beträgt inzwischen 88,3 % und ist durch einen Cashanteil in Höhe von 48,1 % der Bilanzsumme unterlegt. Bei einer ausstehenden Zahl an Aktien in Höhe von 6,125 Mio. Stück errechnet sich ein Cashbestand pro Aktie von rund 5,30 €. Im Rahmen des Börsengangs flossen dem Unternehmen rund 13 Mio. € an liquiden Mitteln zu. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über keinerlei Bankverbindlichkeiten. Insgesamt ist die bilanzielle und finanzielle Situation der Kinghero AG als hervorragend einzuschätzen. Zudem bietet das finanzielle Polster ausreichend Spielraum, um das geplante Wachstum der kommenden Jahre zu finanzieren. Um das Wachstum noch schneller vorantreiben zu können, kündigte das Unternehmen zudem eine weitere Kapitalerhöhung an. Zu einem Bezugspreis von 23,00 € sollen im Mai 2011 875.000 neue Aktien emittiert werden. Dies würde bei einem vollständigen Bezug einen weiteren Bruttomittelzufluss von 20,13 Mio. € bedeuten und den Cashbestand auf dann über 50 Mio. € ausweiten (siehe auch Prognose und Modellannahmen, Seite 8).



Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

Die starke Erhöhung des Anlagevermögens im GJ 2010 resultiert im Wesentlichen aus dem Kauf der neuen Produktionsstätte in Xiamen, mit einer Produktionsfläche von rund 70.000 m². Zudem machen sich hierbei die Übernahme von Assets einer Stickwaren- sowie einer Reißverschlussfabrik für insgesamt 2,89 Mio. € bemerkbar.

Erwähnenswert ist zudem die hohe Effizienz des Working Capitals. Trotz der starken Umsatzausweitung stieg das Working Capital im Verhältnis zu den Umsatzerlösen unterproportional. Sowohl bei den Forderungen, als auch den Vorräten, konnten in 2010 gegenüber 2009 konstante Relationen beibehalten werden. Dies spricht für ein gutes Working Capital-Management der Gesellschaft und ist ein wesentlicher Grund für die starke Cashflow-Entwicklung.



Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

SWOT - ANALYSE Kinghero AG

Stärken

- Kosteneffiziente Produktion und flache Verwaltungsstrukturen in Verbindung mit hoher Qualität und starkem Markenimage ermöglichen hohe operative Ergebnismargen
- Sehr erfahrenes Managementteam mit über 20 Jahren Erfahrung in der Modebranche
- Weitreichende Vertriebskanäle und hohe regionale Markenverbreitung in China
- Fokus auf die stark wachsende mittelständische Bevölkerungsschicht Chinas
- „Kinghero“ ist eine der 10 bekanntesten Markennamen für Bekleidung in China

Schwächen

- Hohe Abhängigkeit von einzelnen Managementmitgliedern
- Platzierung der Produkte in fremden Verkaufsstätten vom Vertriebs Erfolg von Agenten abhängig
- Hohe Abhängigkeit von Rohstoffkosten, insbesondere Baumwolle
- Hohe Abhängigkeit vom Lohnkostenniveau in China

Chancen

- Bekanntheit der Marke kann durch Flagship-Stores, Franchising und die Verbreiterung der Absatzkanäle vergrößert werden
- Stark wachsendes Pro-Kopf-Einkommen und steigende Konsumausgaben, insbesondere für Textilien, in den urbanen Regionen Chinas
- Unternehmenswachstum könnte durch den geplant beschleunigten Ausbau von eigenen Flagship-Stores stark beschleunigt werden
- Markenbewusstsein bzgl. Bekleidung in der chinesischen Bevölkerung beginnt sich zunehmend auszuprägen

Risiken

- Durch die hohe Fragmentierung des lokalen und internationalen Bekleidungsmarktes herrscht ein harter Wettbewerb
- Aktuelle Kollektionen könnten den Geschmack der Kunden nicht treffen, was zu Image- und Marktanteilsverlusten führen könnte
- Schwierigkeiten bei der Anpassung der Produktionsmöglichkeiten und der bestehenden Organisationsstruktur an ein starkes und schnelles Unternehmenswachstum
- Da die gesamte Geschäftstätigkeit derzeit in China ausgeübt wird, besteht ein hohes Wechselkursrisiko des Euros gegenüber dem chinesischen Renminbi
- Das Rechtssystem der Volksrepublik China beinhaltet Unsicherheiten und Inkonsistenzen

Prognose und Modellannahmen - Umsatzwachstum weiter hoch - Prognosen erhöht

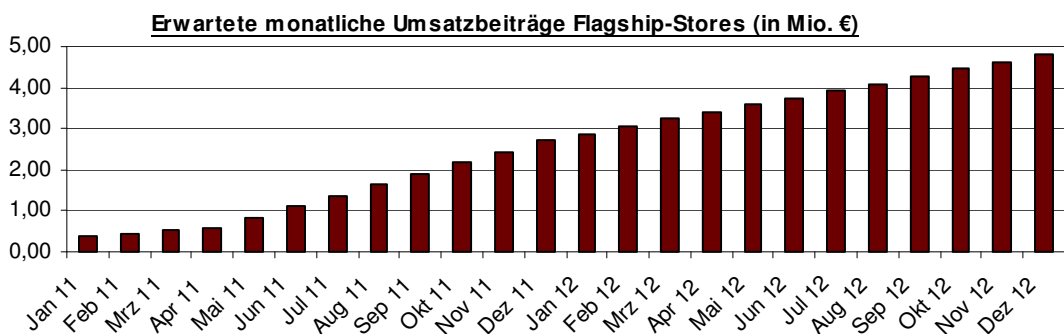
Umsatzprognose - Ausbau des Flagship-Store-Netztes soll beschleunigt werden

Die Umsatzzahlen für das GJ 2010 sind vollumfänglich im Rahmen unserer Prognosen ausgefallen. Auch für das GJ 2011 geht das Management der Kinghero AG von einer weiterhin starken Umsatzentwicklung auf rund 105 Mio. € aus. Dabei sollte das Umsatzwachstum zum Einen erneut von einer überproportional starken Entwicklung des privaten Einkommens sowie Konsums in China getrieben werden. Von dieser vorteilhaften Marktentwicklung sollte das Unternehmen zudem durch eine Ausweitung der nationalen Präsenz verstärkt profitieren. Insbesondere zu erwähnen ist dabei die Etablierung von eigenen Verkaufsflächen im Rahmen der Eröffnung von Flagship-Stores.

Während bis Ende 2010 7 Flagship-Stores in Betrieb genommen wurden, lag die Zahl der Shops Anfang Mai 2011 bereits bei 14. Die Eröffnungsgeschwindigkeit liegt damit deutlich über unseren Erwartungen. Dabei hat das Unternehmen den Beschluss gefasst den Ausbau der eigenen Ladenkette zu beschleunigen, um vom aktuell vorherrschenden Aufwärtstrend bei der chinesischen Konsumententwicklung, einhergehend mit den steigenden Einkommen, zu profitieren. Zudem wird der schnellere Filialausbau als notwendig erachtet, um die Eintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber zu erhöhen.

Um diesen Schritt vollziehen zu können, plant das Unternehmen derzeit eine Kapitalerhöhung durchzuführen, welche einen Liquiditätszufluss in Höhe von rund 20 Mio. € erzielen soll. Mit diesen Mitteln ist dann geplant die Zahl der Flagship-Stores um weitere 30 Shops in 2011 sowie 20 in 2012 zu erweitern. Zudem wird die Zahl der erwarteten Neueröffnungen durch eine abgeschlossene Kooperation mit der PCD Stores Ltd. nochmals erhöht. Im Rahmen der Kooperation bietet sich Kinghero die Möglichkeit Flagship-Stores in den von PCD betriebenen Shoppingmalls zu eröffnen. Die Kooperation ist darüber hinaus als besonders attraktiv zu erachten, da die über 30 von PCD betriebenen Malls vornehmlich internationale Premiummarken beherbergen. Die Lage der geplanten Stores in unmittelbarer Umgebung zu anderen starken Markennamen sollte dazu beitragen, die Bekanntheit und die Wertigkeit der Marke *Kinghero* zu stärken.

Insgesamt würde die Zahl der eigenen Kinghero-Shops damit auf 65 Ende 2011 und 115 Ende 2012 erhöht werden. Unsere bisherigen Umsatzprognosen haben ein Anwachsen auf 35 Shops Ende 2011, respektive 65 Shops Ende 2012 berücksichtigt. Der erwartete jährliche Umsatz pro Flagship-Store liegt bei jeweils rund 0,5 Mio. €. Gemäß den Planungen bis Ende des Jahres 2011 65 Flagship-Stores in Betrieb genommen zu haben, errechnet sich auf Basis der Annahme einer gleichmäßigen monatlichen Verteilung der Eröffnungen ein erwarteter Umsatzbeitrag von 16,1 Mio. € für das Jahr 2011, was einem Umsatzanteil von bereits 15 % am Gesamtumsatz entspricht. Mit der geplanten Eröffnung von weiteren 50 Stores im Jahr 2012 sollte sich der Umsatzbeitrag dann signifikant auf rund 46,1 Mio. € bzw. einem Umsatzanteil von über 30 % erhöhen.



Quelle: Berechnungen GBC

Entsprechend dieser zu Grunde liegenden Annahmen passen wir unsere bisherigen Umsatzprognosen nach oben an. Damit gehen wir nun für das GJ 2011 von Umsatzerlösen in Höhe von 107,17 Mio. € sowie für das GJ 2012 in Höhe von 137,32 Mio. € aus. Die bisherigen organischen Wachstumserwartungen von +40 % für 2011 und +15 % für 2012 haben wir indes unverändert belassen. Die Erhöhung der Umsatzerwartungen spiegelt damit ausschließlich die erwartungsgemäß beschleunigte Etablierung der Flagship-Stores wider.

Ergebnisprognose - Prognosen angehoben - Mittelfristiger Margenanstieg erwartet

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatzerlöse	72,75	101,67	107,17	116,92	137,32
EBITDA (Marge)	18,36 (25,2 %)	26,46 (26,0 %)	27,37 (25,5 %)	31,28 (26,8 %)	35,83 (26,1 %)
EBIT (Marge)	18,20 (25,0 %)	24,96 (24,6 %)	26,42 (24,7 %)	29,28 (25,0 %)	34,58 (25,2 %)
Konzernergebnis	14,37	18,81	19,85	22,34	25,97

Quelle: GBC

Mit der erhöhten Umsatzerwartung gehen wir gleichzeitig von gesteigerten Ergebnissen aus. Immerhin steuern die eigenen Flagship-Stores eine deutlich höhere Rohertragsmarge bei, als beim Vertrieb über fremde Verkaufsflächen, da entsprechend die Einzelhändlermarge entfällt. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere bisherigen Ergebnisprognosen nach oben angepasst.

Insgesamt gehen wir dabei davon aus, dass die Belastungen aus den Rohstoffpreisen im Jahresverlauf 2011 nachlassen werden. Die kräftigen Preissteigerungen, insbesondere bei Baumwolle, die im Jahr 2010 zu beobachten waren, werden voraussichtlich im Zuge eines moderateren Wachstums der Weltwirtschaft nicht erneut im gleichen Maße ausfallen. Vielmehr ist von einer Normalisierung der Preisniveaus auszugehen. Dies sollte neben dem erhöhten Umsatzanteil an eigenen Shops zu einer Stabilisierung der Rohertragsmarge führen. Auch die zunehmende Etablierung des Premium-Segmentes im Damenmodebereich lässt einen erhöhenden Margeneffekt erwarten. Daher gehen wir davon aus, dass sich die Rohertragsmarge bereits im laufenden GJ 2011 leicht auf 31,5 % erhöht. In 2012 sollten die beschriebenen Effekte noch deutlicher Wirkung entfalten und dann zu einer Steigerung der Rohertragsmarge auf 32,0 % führen.

Die starke Ausweitung der eigenen Verkaufsflächen sowie die verstärkten Anstrengungen zur Markenbildung in den kommenden zwei Jahren wird auf der anderen Seite zu einem Anstieg der Marketing- und Verwaltungskosten führen. Daher gehen wir davon aus, dass sich wesentliche Margenerhöhungen erst in den Jahren ab 2013 bemerkbar machen.

Dennoch erwarten wir für das GJ 2011 eine stabile EBIT-Marge im Vergleich zu 2010 bei 24,7 %. In 2012 ist dann von ersten spürbaren Margeneffekten auf EBIT-Ebene auszugehen, was insbesondere auf die dann erhöhte Rohertragsmarge zurückzuführen sein sollte. Wir erwarten für das GJ 2012 eine EBIT-Marge von 25,2 % und damit oberhalb des Niveaus von 2010.

Die Kapazitäten für das Wachstum sind indes im ausreichenden Umfang vorhanden. Durch den Erwerb des neuen Produktionsgebäudes, das im Juni 2011 vollständig in Betrieb genommen werden wird, werden die Produktionskapazitäten um 20 % erhöht. Hierdurch sollte sich auch das Abschreibungsvolumen gegenüber 2010 merklich erhöhen. Wir erwarten einen Anstieg auf 0,95 Mio. € in 2011 sowie auf 1,25 Mio. € in 2012. Die Abschreibungserwartung haben wir damit gegenüber unseren bisherigen Prognosen leicht reduziert.

Unterm Strich sehen unsere nach oben adjustierten Prognosen für 2011 einen Jahresüberschuss in Höhe von 19,85 Mio. € vor, was einer Steigerung der Prognose um 5,5 % gegenüber unseren bisherigen Annahmen entspricht.

Neben der Ausweitung des Anlagevermögens im Rahmen der Investitionen in das neue Produktionsgebäude und dessen technische Ausstattung sowie der Einrichtung der neuen Flagship-Stores, sollte sich auch die Working Capital-Bindung erhöhen, was im Wesentlichen auf den Betrieb der eigenen Shops zurückzuführen sein sollte. Insgesamt ist jedoch davon auszugehen, dass die hohe Effizienz des Working Capital-Managements, die in den vergangenen Jahren beobachtet werden konnte, auch in den kommenden Geschäftsjahren beibehalten werden kann.

Insgesamt erwarten wir eine weiterhin sehr dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung, was die Wertschöpfung des Unternehmens weiter erhöhen wird. Es ist davon auszugehen, dass Kinghero überproportional vom starken Marktwachstum in China profitieren kann.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Kinghero AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 26,1 % 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 2,0 %.

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 3,25 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 13,3 % (bisher: 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 13,3 % (bisher: 13,0 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 13,3 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 35,75 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 34,00 € um ca. +5 % nach oben angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere den guten Resultaten des Geschäftsjahres 2010 sowie den gesteigert guten Aussichten auf die Geschäftsjahre 2011 und 2012 Rechnung. Dies kompensiert den leichten Anstieg der Eigenkapitalkosten im Zuge der Erhöhung des risikolosen Zinssatzes.

Kinghero AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	26,1%	ewige EBITA - Marge	25,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	2,4%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Tsd. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	107,17	137,32	144,18	151,39	158,96	166,91	175,26	184,02	
US Veränderung	47,3%	28,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,60	2,64	2,62	2,62	2,62	2,62	2,62	2,62	
EBITDA	27,37	35,83	37,62	39,50	41,47	43,55	45,72	48,01	
EBITDA-Marge	25,5%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	
EBITA	26,42	34,58	36,37	38,18	40,09	42,09	44,20	46,41	
EBITA-Marge	24,7%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%	25,2%
Steuern auf EBITA	-6,60	-8,64	-9,09	-9,54	-10,02	-10,52	-11,05	-11,60	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	19,81	25,93	27,28	28,63	30,07	31,57	33,15	34,80	
Kapitalrendite	75,6%	41,3%	31,6%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	30,5%
Working Capital (WC)	21,46	34,33	36,05	37,85	39,74	41,73	43,81	46,00	
WC zu Umsatz	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	-9,84	-12,87	-1,72	-1,80	-1,89	-1,99	-2,09	-2,19	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	41,27	52,02	55,00	57,75	60,64	63,67	66,85	70,20	
AFA auf OAV	-0,95	-1,25	-1,25	-1,32	-1,39	-1,46	-1,53	-1,60	
AFA zu OAV	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Investitionen in OAV	-27,63	-12,00	-4,23	-4,07	-4,27	-4,49	-4,71	-4,95	
Investiertes Kapital	62,73	86,35	91,05	95,60	100,38	105,40	110,67	116,20	
EBITDA	27,37	35,83	37,62	39,50	41,47	43,55	45,72	48,01	
Steuern auf EBITA	-6,60	-8,64	-9,09	-9,54	-10,02	-10,52	-11,05	-11,60	
Investitionen gesamt	-37,47	-24,87	-5,94	-5,87	-6,17	-6,47	-6,80	-7,14	
Investitionen in OAV	-27,63	-12,00	-4,23	-4,07	-4,27	-4,49	-4,71	-4,95	
Investitionen in WC	-9,84	-12,87	-1,72	-1,80	-1,89	-1,99	-2,09	-2,19	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-16,71	2,31	22,58	24,08	25,29	26,55	27,88	29,27	294,21
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	214,26	240,37							
Barwert expliziter FCFs	91,25	101,05							
Barwert des Continuing Value	123,00	139,32							
Nettoschulden (Net debt)	-36,00	-38,31							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	250,26	278,68							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	250,26	278,68							
Ausstehende Aktien in Tsd.	7,000	7,000							
Fairer Wert der Aktie in EUR	35,75	39,81							

Kapitalkostenermittlung :

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

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%
26,5%	35,82	34,49	33,29	32,21	31,23
28,5%	37,26	35,82	34,52	33,35	32,29
30,5%	38,70	37,15	35,75	34,49	33,36
32,5%	40,14	38,47	36,98	35,64	34,42
34,5%	41,57	39,80	38,21	36,78	35,48

Fazit

Erfolgreichstes Jahr in der Unternehmensgeschichte - Starke Umsatz- und Ergebnissteigerungen - Kursziel auf 35,75 € erhöht - Rating KAUFEN bestätigt

Das abgelaufene GJ verlief für die Kinghero AG sehr erfolgreich. So konnten die Umsatzerlöse deutlich um +48,7 % auf 72,75 Mio. € gesteigert werden. Dabei war vor allem die starke Entwicklung der Binnenkonjunktur in China und das damit sich stark belebende Konsumgeschäft verantwortlich. So kletterten die Einzelhandelsumsätze in China im Jahr 2010 auf einen Wert von 15,5 Mrd. RMB, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um +18,4 % entspricht. Noch stärker fiel das Wachstum in den für Kinghero wichtigen städtischen Gebieten aus. Hier lag das Wachstum des Einzelhandels sogar bei +18,8 %. Innerhalb des Bereichs des privaten Konsums konnte eine Belebung bei Bekleidung registriert werden, mit einem Anstieg um +24,8 % gegenüber dem Vorjahr.

Unterteilt auf die beiden Segmente der Kinghero AG, Damen- und Herrenmode, leistete insbesondere das Herrenmodesegment den wesentlichen Umsatzbeitrag, mit einem überproportionalen Anstieg der Umsatzerlöse um +49,8 % auf 41,48 Mio. €. Aber auch das Damenmodesegment wuchs stärker als der Gesamtmarkt um +33,2 % auf 28,29 Mio. €.

Insgesamt wurde unsere Umsatzprognose damit vollumfänglich erfüllt. Aber auch ergebnisseitig konnte die starke Entwicklung der Vorjahre weiter fortgesetzt werden. So kletterte das EBIT um +37,1 % auf 18,20 Mio. €, womit ein neuer Rekordwert in der nunmehr über 20-jährigen Unternehmensgeschichte aufgestellt werden konnte. Die EBIT-Marge konnte gleichzeitig mit 25,0 % auf einem sehr hohen Niveau behauptet werden, wenngleich ein leichter Rückgang gegenüber dem GJ 2009 zu beobachten war. Dies ist insbesondere den in 2010 stark gestiegenen Baumwollpreisen geschuldet gewesen.

Aber auch der Ausblick auf das laufende GJ 2011 ist weiterhin als sehr optimistisch einzuschätzen. Vom 09.-23. Mai 2011 plant das Unternehmen eine Kapitalerhöhung durchzuführen, bei welcher liquide Mittel in Höhe von brutto 20,13 Mio. € eingeworben werden sollen. Diese Mittel sollen dazu verwendet werden, die Etablierung eigener Flagship-Stores voranzutreiben. War bislang die Eröffnung von 35 Stores bis Ende 2011 geplant, wird sich die Zahl nunmehr auf 65 erhöhen. Bis Ende 2012 sollen sogar 115 Flagship-Stores in Betrieb genommen werden.

Vor diesem Hintergrund des geplant beschleunigten Wachstums haben wir unsere Prognosen für das laufende GJ 2011 nach oben angepasst. Wir gehen nunmehr von einem Umsatzwachstum um +47,3 % auf 107,17 Mio. € aus. Auch beim EBIT erwarten wir eine merkliche Steigerung um +45,1 % auf dann 26,42 Mio. € (2010: 18,20 Mio. €). Der erhöhte Umsatzanteil eigener Shops wird die Rohertragsmarge nachhaltig stärken, so dass bereits für 2012 eine Überkompensation der wachstumsbedingten Steigerungen bei Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen in Form von weiteren Margensteigerungen zu sehen sein wird.

Auf Grund der erhöhten Prognosen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 haben wir auch das Kursziel für die Kinghero AG nach oben angepasst. Nach einem bisherigen Kursziel von 34,00 €, haben wir nun einen neuen fairen Wert von 35,75 € ermittelt. Daraus errechnet sich ein Kurspotenzial in Höhe knapp 50 %. Auch auf Basis der Bewertungsmultiples erscheint die Aktie zu günstig bewertet. So errechnet sich auf Grundlage unserer Prognosen ein KGV für das Jahr 2011 in Höhe von lediglich 8,1. Auch ein EV/EBITDA von 4,7 unterstützt die Einschätzung einer günstigen Bewertung. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über äußerst gesunde Bilanzrelationen, mit einer Eigenkapitalquote in Höhe von 88 % sowie liquiden Mitteln von über 30 Mio. € (vor Kapitalerhöhung). Ein Risikoabschlag auf Grund dessen erscheint nicht gerechtfertigt. Insgesamt bestätigen wir auf Grund der angehobenen Prognosen und dem damit auf 35,75 € erhöhten Kursziel das 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 verwendet, 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), Stellv. Chefanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 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