



Researchstudie (Anno)



**Flagship-Store-Netzwerk wird planmäßig aufgebaut
-
zweistelliges Wachstum auch in 2012**

Kursziel: 35,00 €

Rating: KAUFEN

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

Kinghero AG ^{*5}

Rating: Kaufen
Kursziel: 35,00

aktueller Kurs: 11,25
23.5.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0XFMW8

WKN: A0XFMW

Börsenkürzel: KH6

Aktienanzahl³: 6,775

Marketcap³: 76,22
EnterpriseValue³: 23,07
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 44,4 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
M.M. Warburg&CO
BIW Bank AG / BankM

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Damen- und Herrenbekleidung

Mitarbeiter: 1099 Stand: 31.12.2011

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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	72,75	101,54	125,27	146,88
EBITDA	18,36	25,53	32,44	39,75
EBIT	18,20	24,02	29,44	35,25
Jahresüberschuss	14,37	18,25	22,38	26,78

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,52	2,80	3,30	3,95
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,40	0,50

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,60	0,23	0,18	0,16
EV/EBITDA	2,38	0,90	0,71	0,58
EV/EBIT	2,40	0,96	0,78	0,65
KGV	5,30	4,18	3,41	2,85
KBV		0,79		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

30.05.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht
28.06.2012: Hauptversammlung
12.-14.11.2012: Deutsches Eigenkapitalforum
27.-29.08.2012: DVFA Small Cap Konferenz
27.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
12.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

14.2.2012: RG / 35,75 / KAUFEN
28.11.2011: RS / 35,75 / KAUFEN
6.9.2011: RS / 35,75 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 35,75 / KAUFEN
7.6.2011: RS / 35,75 / 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 2011	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

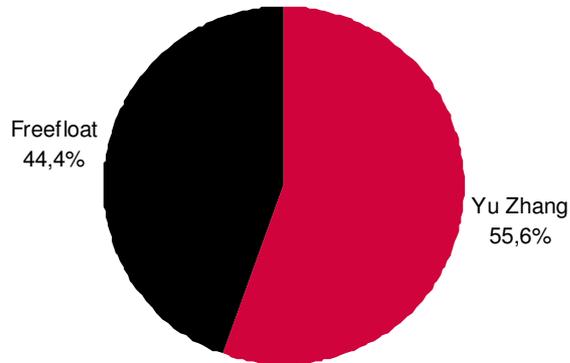
Anhang

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

Unternehmen

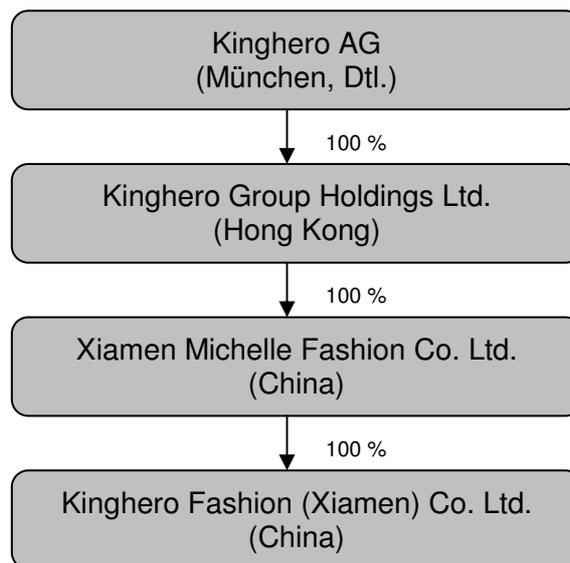
Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Unternehmensstruktur



Quelle: Kinghero, GBC

Standorte der zum Vertriebsnetzwerk gehörenden Großhändler



Quelle: Kinghero

Markt und Marktumfeld

Chinesischer Einzelhandel und Bekleidungskonsum auf 2-stelligem Wachstumskurs

Im Jahr 2011 konnte die chinesische Wirtschaft um 9,2 % wachsen und setzte ihren eingeschlagenen Kurs der Vorjahre damit unverändert fort. Insbesondere der große Nachholbedarf der Chinesen bei Autos, Computern und anderen Konsumgütern ist einer der wesentlichen Wachstumstreiber des Landes.

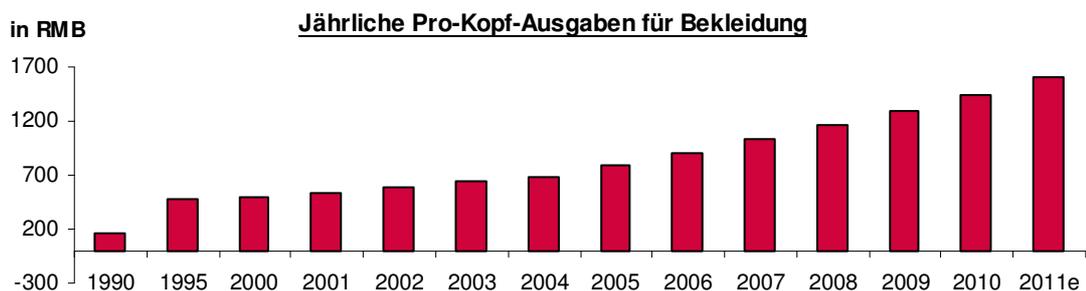
Im Zuge der sich abschwächenden Wachstumsdynamik in Europa hat das Land zudem einen verstärkten Fokus auf den Binnenkonsum gelegt, der laut dem neuen 5-Jahres-Plan deutlich gestärkt werden soll. Dies wird sich insbesondere in den kommenden Jahren belebend auf den Inlandskonsum auswirken.



Quelle: National Bureau of Statistics China

Aber auch bisher, so auch im Jahr 2011, zeigte sich eine gute Dynamik bei den Einzelhandelsumsätzen, was insbesondere durch steigende Einkommen begünstigt wurde. So konnten die Einzelhandelsumsätze in China im abgelaufenen Jahr um 17,2 % auf 18,11 Mrd. RMB gesteigert werden. Der Zuwachs war damit deutlich überproportional zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Gegenüber dem Vorjahr schwächte sich das Wachstum jedoch leicht ab (2010: 23,3 %).

Etwas schwächer zeigte sich das Wachstum voraussichtlich im Bereich der Konsumausgaben für Bekleidung. Nachdem im Jahr 2010 ein Zuwachs bei den Pro-Kopf-Ausgaben für Bekleidung in Höhe von 1.444 RMB registriert wurde, was einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahr um 12,5 % entsprach. Was das Jahr 2011 anbelangt, sollte eine leicht niedrigere Wachstumsrate in Höhe von rund 11,1 % erreicht worden sein. Auch hier ist in den kommenden Jahren davon auszugehen, dass weiterhin zweistellige Wachstumsraten erzielt werden und sich die Pro-Kopf-Ausgaben für Bekleidung weiterhin erhöhen.



Quelle: National Bureau of Statistics China

Der Start in das neue Jahr ist indes ebenfalls unverändert dynamisch verlaufen. So legten die chinesischen Einzelhandelsumsätze in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres um 14,8 % zu und schlossen damit nahtlos an die Entwicklung in 2011 an. Insbesondere aus den Städten des Landes heraus wurde dieses Wachstum getragen. In den ländlichen Gebieten Chinas zeigten sich die Zuwächse etwas geringer.

Ähnlich gut schnitt die Entwicklung im Bereich der Bekleidung ab. Hier konnten gegenüber dem Vorjahr sogar Steigerungen um 14,6 % erzielt werden. Dabei zeigte sich im März eine zusätzliche Beschleunigung, mit einem Anstieg um 19,4 % gegenüber dem Vorjahresmonat.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010*		GJ 2011		GJ 2012e		GJ 2013e	
Umsatzerlöse	72,753	100,0%	101,542	100,0%	125,267	100,0%	146,882	100,0%
Herstellungskosten	-49,960	-68,7%	-64,472	-63,5%	-76,288	-60,9%	-87,542	-59,6%
Rohergebnis	22,793	31,3%	37,070	36,5%	48,980	39,1%	59,340	40,4%
Sonstige Erträge/Aufwendungen	0,232	0,3%	0,515	0,5%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Vertriebskosten	-3,599	-4,9%	-9,380	-9,2%	-13,153	-10,5%	-16,157	-11,0%
Verwaltungskosten	-1,223	-1,7%	-4,185	-4,1%	-6,389	-5,1%	-7,932	-5,4%
Finanzergebnis	0,070	0,1%	0,267	0,3%	0,400	0,3%	0,450	0,3%
Ergebnis vor Steuern	18,273	25,1%	24,287	23,9%	29,838	23,8%	35,702	24,3%
Ertragssteuern	-3,903	-5,4%	-6,036	-5,9%	-7,459	-6,0%	-8,925	-6,1%
Jahresüberschuss	14,370	19,8%	18,251	18,0%	22,378	17,9%	26,776	18,2%
EBITDA	18,356		25,534		32,438		39,752	
<i>in %</i>	<i>25,2</i>		<i>25,2</i>		<i>25,9</i>		<i>27,1</i>	
EBIT	18,203		24,020		29,438		35,252	
<i>in %</i>	<i>25,0</i>		<i>23,7</i>		<i>23,5</i>		<i>24,0</i>	
Anzahl der Aktien	6,125		6,619		6,775		6,775	
Ergebnis je Aktie in €	2,52		2,80		3,30		3,95	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,40		0,50	

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

Geschäftsentwicklung 2011 - starkes Umsatzwachstum - EBIT-Marge sinkt leicht

In Mio. €	GJ 2010*	GJ 2011e GBC	GJ 2011a	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	72,75	95,00	101,54	+39,6 %
EBITDA (Marge)	18,36 (25,2 %)	25,65 (27,0 %)	25,53 (25,2 %)	+39,1 % (+0,0 Pp.)
EBIT (Marge)	18,20 (25,0 %)	24,70 (26,0 %)	24,02 (23,7 %)	+32,0 % (-1,3 Pp.)
Jahresüberschuss	14,37	18,68	18,25	+27,0 %

Quelle: Kinghero, GBC

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

Umsatzentwicklung - Prognosen übertroffen - steigender Umsatzbeitrag der Shops

Umsatzseitig konnte die Kinghero AG unsere Prognosen für das abgelaufene GJ 2011 um 6,9 % übertreffen. Nach der Veröffentlichung der Zahlen für die ersten neun Monate hatten wir unsere Prognose von 107,17 Mio. € auf 95,00 Mio. € zurückgenommen. Dank eines umsatzseitig starken Q4 2011 lag das Resultat auf Gesamtjahresbasis nunmehr darüber. Hintergrund des starken Q4 2011 soll laut Unternehmensaussagen ein Großauftrag im Bereich Großhandel gewesen sein, der ein Umsatzvolumen von mehr als 10 Mio. € beigesteuert haben soll.

Insgesamt belief sich das Wachstum im GJ 2011 damit auf 39,6 % und lag damit nur geringfügig unterhalb des Vorjahreswertes von 48,7 %. Ein wesentlicher Umsatztreiber waren dabei die Flagship-Stores, von denen im Jahresverlauf 58 eröffnet wurden. Zwar peilte das Unternehmen ursprünglich an 65 Shops zu eröffnen, jedoch wurde diese Zahl zum Ende Januar 2012 schließlich erreicht. Das Ziel wurde damit also nur mit einem Monat Verspätung erfüllt.

Der Umsatzbeitrag, den die Shops im Jahresverlauf 2011 generierten, belief sich auf 6,41 Mio. € und machte einen Umsatzanteil am Gesamtumsatz in Höhe von immerhin bereits 6,3 % aus. Dabei war über den Jahresverlauf hinweg, entsprechend der Eröffnung immer neuer Shops, ein steigender Umsatzbeitrag zu beobachten. Bereits im Q4 2011 belief sich der Umsatzanteil der Shops auf 7,2 % bzw. 2,77 Mio. €.



Quelle: Kinghero, GBC

Wenngleich sich die Umsatzentwicklung der Shops im Jahresverlauf sehr dynamisch zeigte, mit einer Steigerung der Erlöse um 79,9 % allein im Q4 2011, blieb die Performance der Shops bislang etwas hinter unseren Erwartungen zurück. Dies begründet sich insbesondere mit einem durchschnittlichen Umsatzvolumen pro Shop, das noch hinter der Erwartung des Unternehmens zurückbleibt.

Davon ausgehend, dass die Umsatzerlöse eines Quartals ausschließlich durch die bereits zu Beginn eines Quartals bestehenden Shops erzielt werden, errechnet sich im Q4 2011 ein durchschnittlicher Quartalsumsatz pro Shop in Höhe von 0,09 Mio. €, was annualisiert einem Wert von 0,35 Mio. € entspricht. Damit bleiben die Shops derzeit noch hinter der unternehmenseigenen Erwartung von durchschnittlich 0,50 Mio. € pro Shop zurück.

Diese Tatsache halten wir jedoch für nicht ungewöhnlich, da das Shop-Netzwerk noch jung ist und sich in der Etablierungsphase befindet. In den kommenden Quartalen sollten sich vor dem Hintergrund der aktiven Werbemaßnahmen und der Bemühungen des Markenaufbaus des Unternehmens Verbesserungen in Richtung des angestrebten Wertes einstellen.

Ergebnisentwicklung - EBITDA-Marge auf Vorjahresniveau - Cashflow erneut gut

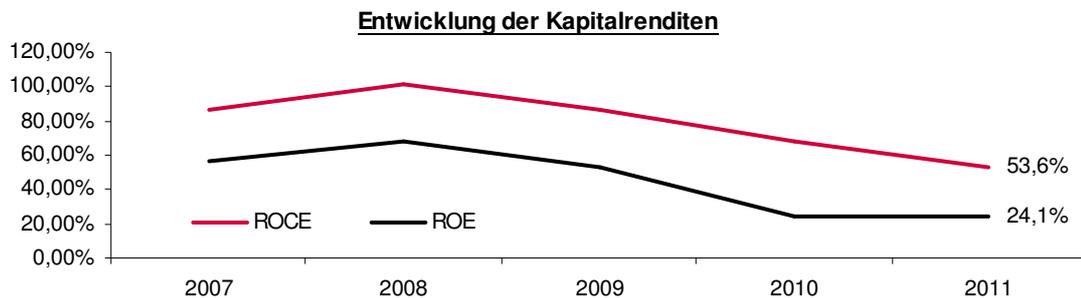
Ergebnisseitig zeigte sich insbesondere das Q3 2011 vergleichsweise schwach, mit einem EBIT, das deutlich unterhalb der Niveaus des Q1 2011 und Q2 2011 lag. Die EBIT-Marge betrug 17,5 % (Q1 2011: 34,0 %, Q2 2011: 27,2 %). Hintergrund war neben dem schnellen Ausbau der Flagship-Stores, die gegenüber dem Vorjahr zu erhöhten Mietaufwendungen führten, auch die Marketingaufwendungen, die im Rahmen der Erhöhung der Markenbekanntheit gegenüber dem Vorjahr deutlich anzogen.

Aber auch im Q4 2011 konnte keine merkliche Erholung der EBIT-Marge erreicht werden. Mit 20,0 % lag diese nur marginal oberhalb des Niveaus des Q3 2011. Hintergrund dieses Resultats ist nach unserer Vermutung der im Q4 2011 ausgelieferte Großauftrag über mehr als 10 Mio. €, der eine sehr geringe Rohertragsmarge beisteuerte. So lag die Rohertragsmarge im Q4 2011 bei 33,0 %, nach 38,7 % in den ersten neun Monaten.

Aber auch bei den Marketing- und Vertriebskosten wurde im Q4 2011 eine weitere Steigerung herbeigeführt, getrieben durch weiterhin steigende Miet- und Werbeaufwendungen.

Unsere nach neun Monaten korrigierte EBITDA-Prognose von 25,65 Mio. € hat die Kinghero AG mit einem tatsächlich erwirtschafteten Wert von 25,53 Mio. € nahezu erreicht. Jedoch fiel die EBITDA-Marge mit 25,2 % auf Grund der niedriger ausgefallenen Rohertragsmarge im Q4 leicht unter unseren Erwartungen aus. Gegenüber dem GJ 2010 war die EBITDA-Marge in 2011 unverändert.

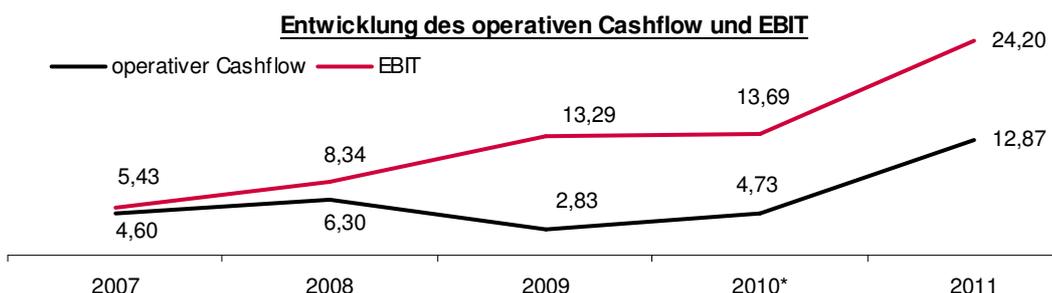
Etwas schwächer als von uns prognostiziert fiel hingegen die EBIT-Marge aus, was auf erhöhte Abschreibungen im Q4 2011 im Zuge des rasanten Ausbaus des Shop-Netzwerkes zu sehen ist. Das EBIT stieg damit leicht unterproportional zum EBITDA, wies aber mit einem Plus von 32,0 % gegenüber 2010 noch immer eine sehr dynamische Verbesserung auf.



Quelle: Kinghero, GBC

Die leicht unterproportional zum Umsatz verlaufende Entwicklung des EBIT spiegelt sich auch in der erzielten Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) wider. Mit einem Wert von 53,6 % (2010: 68,1 %) konnte jedoch noch immer ein starker Wert erzielt werden, der die hohe Rentabilität des Unternehmens klar zum Ausdruck bringt. Die Eigenkapitalrendite (ROE) konnte hingegen gegenüber dem Vorjahr sogar konstant gehalten werden.

Mit 12,87 Mio. € wies die Kinghero AG zudem erneut einen starken operativen Cashflow aus, der gleichzeitig das höchste Niveau in der Firmengeschichte markierte. Die Differenz zum EBIT ist, wie in den Vorjahren auch, im Wesentlichen durch den starken Ausbau des Working Capitals im Zuge des starken Wachstums des Unternehmens zu begründen.



Quelle: Kinghero, GBC; * 2010 von 01.04.2010-31.12.2011 berücksichtigt

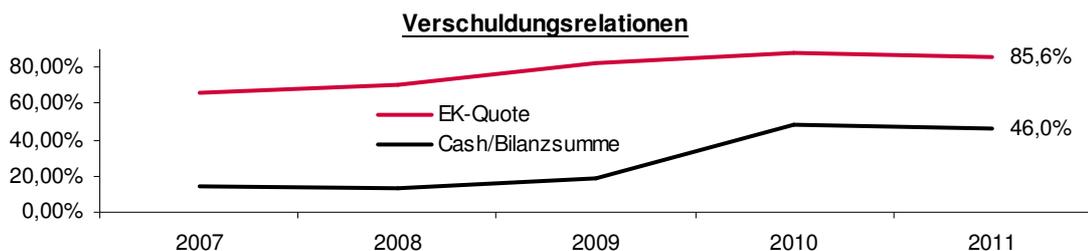
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung - hohe EK-Quote und Cash-Position

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital (EK-Quote)	20,06 (82,6 %)	58,79 (88,3 %)	96,80 (85,6 %)
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen	5,78	14,59	26,50
Working Capital	9,63	11,62	17,12
Liquide Mittel	4,65	32,58	53,18

Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

Im abgelaufenen GJ 2011 konnte die Kinghero AG ihre Eigenkapitalbasis weiter stärken und auf nunmehr 96,80 Mio. € steigern. Für die Stärkung der Eigenkapitaldecke um 38,01 Mio. € war neben dem guten Ergebnis des Jahres 2011 auch eine Anfang des Jahres 2011 durchgeführte Kapitalerhöhung über brutto 14,95 Mio. € verantwortlich. Die Eigenkapitalquote blieb gegenüber dem Vorjahr mit 85,6 % nahezu unverändert.

Deutlich erhöht wurde im GJ 2011 das operative Anlagevermögen, was insbesondere durch die Investitionen in die neuen Flagshipstores zu begründen ist. Während im abgelaufenen Jahr 51 neue Shops eröffnet wurden, betrug das Investitionsvolumen 11,09 Mio. €. Davon entfielen rund 5 Mio. € auf die Modernisierung der Flagship-Stores. Pro Shop errechnet sich damit ein durchschnittliches Modernisierungs-Investment in Anlagevermögen in Höhe von rund 0,10 Mio. € und liegt damit im Rahmen dessen, was das Unternehmen seit Beginn der Flagship-Store-Strategie kommuniziert hat.

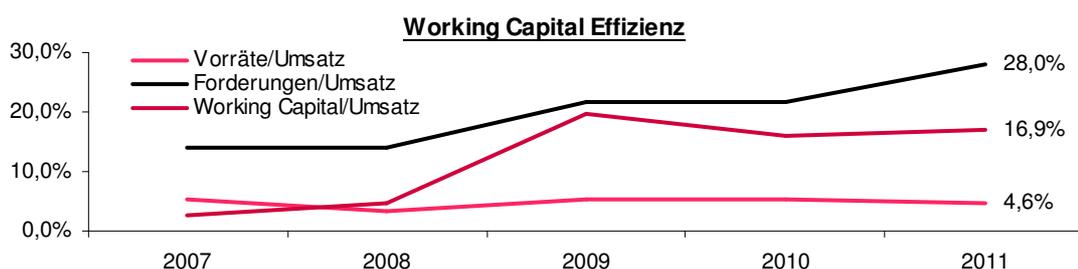


Quelle: Kinghero, Berechnungen GBC

Des Weiteren erfuhr das Anlagevermögen einen Wertzuwachs in Euro, der auf die Aufwertung des Renminbi (RMB) gegenüber dem Euro um 7,3 % im Jahresverlauf zurückzuführen ist. Die entsprechende umrechnungsbedingte Differenz betrug 1,90 Mio. €.

Bedingt durch den guten Cashflow, der geringer als erwarteten Investitionen sowie der durchgeführten Kapitalerhöhung erhöhte sich der Cashbestand zum Ende des Jahres 2011 auf 53,18 Mio. €. Damit machte der Cashbestand 46,0 % der Bilanzsumme aus, was einen hervorragenden Wert darstellt. Auf Bankverbindlichkeiten greift die Kinghero AG nach wie vor nicht zurück.

Als sehr gut schätzen wir zudem unverändert die Working Capital-Effizienz ein. Zwar erhöhten sich in 2011 die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Verhältnis zum Umsatz weiter. Kongruent dazu stiegen jedoch auch die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen an, so dass die Working Capital-Quote mit 16,9 % nahezu unverändert gegenüber dem Vorjahr blieb.



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 steigenden 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 - Wachstum auch in 2012 - Margen stagnieren

In Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)	GJ 2013
Umsatzerlöse	101,54	122,85	125,27	146,88
EBITDA (Marge)	25,53 (25,2 %)	33,86 (27,6 %)	32,44 (25,9 %)	39,75 (27,1 %)
EBIT (Marge)	24,02 (23,7 %)	32,56 (26,5 %)	29,44 (23,5 %)	35,25 (24,0 %)
Konzernergebnis	18,25	24,49	22,38	26,78

Quelle: Berechnungen GBC; Prognose auf Basis Wechselkurs RMB/EUR = 8,2253

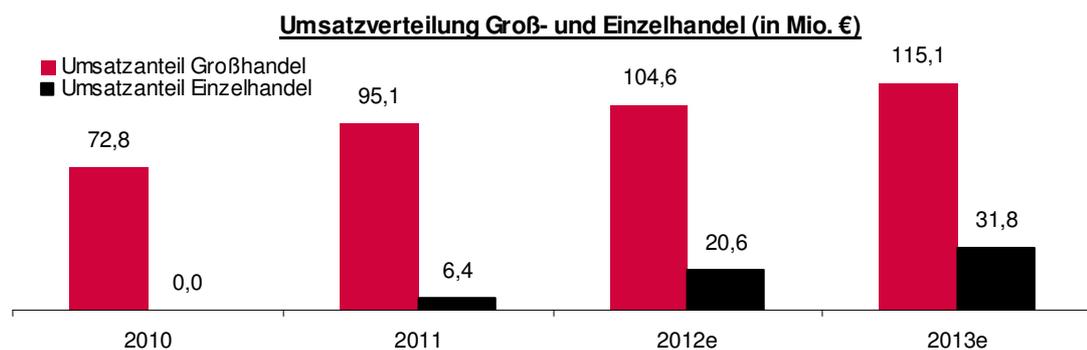
Umsatzprognose - Flagship-Stores mit Umsatzanteil von 16,4 % in 2012 erwartet

Das Großhandelsgeschäft ist im abgelaufenen GJ 2011 um 30,7 % gewachsen. Für das laufende GJ 2012 gehen wir konservativ davon aus, dass sich das Wachstum nur noch in einer Größenordnung von 10 % bewegen wird, was einem Umsatz von dann 104,6 Mio. € entspricht.

Was die Flagship-Stores anbelangt, hat das Unternehmen seine Erwartungen für das GJ 2012 mit dem Geschäftsbericht leicht zurückgenommen und geht nun davon aus, dass zum Ende des GJ 2012 100 eigene Shops eröffnet werden sein. Bislang sind wir von 115 Shops ausgegangen. Zudem gehen wir ebenfalls konservativ davon aus, dass sich die durchschnittlichen Umsatzerlöse pro Shop in 2012 auf dem Vorjahresniveau bewegen werden. Dies resultiert in einer Umsatzerwartung für die Flagship-Stores von 20,62 Mio. € für das GJ 2012.

Insgesamt sollten sich die Umsatzerlöse damit im GJ 2012 auf 125,27 Mio. € kumulieren. Gegenüber unserer bisherigen Umsatzprognose entspricht dies einer leichten Anhebung. Die Flagship-Stores werden dabei erwartungsgemäß bereits einen Umsatzanteil von 16,4 % ausmachen. Im darauffolgenden GJ 2013 gehen wir im Zuge der Ausweitung der Shops auf dann 150 Stück davon aus, so dass sich der Umsatzanteil sogar auf 21,6 % ausweitet.

Mit dem steigenden Umsatzanteil der eigenen Shops sollte gleichzeitig das Segment Damenmode zu höheren Umsatzbeiträgen kommen. Mit der neuen Damenmodelinie AUVA-DIS, welche Anfang 2012 in die Ländern kam, soll zudem eine weitere Steigerung der durchschnittlichen Verkaufspreise erzielt werden, da eine gehobener Kundengruppe angesprochen wird.



Quelle: Berechnungen GBC

Mit der Umsatzerwartung von 125,27 Mio. € für das GJ 2012 liegen wir nahe der unternehmenseigenen Prognose, welche Umsatzerlöse von etwa 125 Mio. € vorsieht. Das Wachstum gegenüber dem GJ 2011 beträgt damit erwartungsgemäß 23,4 %, was nochmals einer sichtlichen Verlangsamung der Dynamik entspricht.

Zu berücksichtigen ist hierbei auch, dass im GJ 2011 Währungseffekte nur in Höhe von 0,1 % zum Anstieg der Umsatzerlöse geführt haben, also das Wachstum rein operativ zu sehen ist. Unsere Prognosen haben wir auf Basis des Wechselkurses RMB/EUR zum 31.12.2011 von 8,2253 angenommen. Sollte der RMB gegenüber dem EUR eine weitere Aufwertung über den Jahresverlauf hinweg erfahren, könnte die Umsatzprognose dadurch positiv beeinflusst werden. Bei einer Abwertung des RMB/EUR wäre der gegenteilige Effekt spürbar.

Ergebnisprognose - Anstieg der Rohmarge erwartet - EBIT-Marge stagniert

Die Ausweitung der eigenen Flagship-Stores ist für die Kinghero AG von sehr wesentlicher Bedeutung. Hintergrund dessen ist der deutlich höhere Rohertrag, der beim Verkauf über die eigenen Läden generiert werden kann. Während im Großhandelsgeschäft eine Händler-spanne abgegeben werden muss, entfällt dies im Einzelhandelsgeschäft. Die entfallende Großhändlerspanne überkompensiert die direkten Kosten des Einzelhandelsgeschäfts deutlich, so dass Rohertragsmargen von mehr als 60 % erzielbar sind. Demgegenüber steht eine Rohertragsmarge von rund 35 % im Großhandelsgeschäft.

Mit steigendem Einzelhandelsvolumen am Umsatz wird die Kinghero AG daher in den kommenden Jahren einen weiteren Anstieg der Rohertragsmarge erfahren. Wir sind dabei von 60 % Rohertragsmarge im Einzelhandels- und 35 % im Großhandelsgeschäft ausgegangen.

Entsprechend unserer erwarteten Umsatzverteilung im laufenden GJ 2012 errechnet sich eine erwartete Rohertragsmarge in Höhe von 39,1 %. Für das kommende GJ 2013 gehen wir dann davon aus, dass die 40 %-Marke überschritten werden kann und dann eine Rohertragsmarge von 40,4 % erreicht wird. Unsere Erwartungen die Rohmarge betreffend haben wir gegenüber unseren bisherigen Schätzungen dennoch leicht nach unten korrigiert, was der etwas langsameren Umsatzentwicklung der Flagship-Stores geschuldet ist.

Zur Verbesserung der Rohertragsmarge wird zudem auch die neue Damenmodekollektion AUVADIS beitragen. Die Linie wird seit Anfang 2012 zum Verkauf angeboten und zielt auf gutverdienende Damen im Alter von 18-45 Jahren ab. Die höheren erzielbaren Verkaufspreise werden dazu beitragen, dass der Ergebnisbeitrag der Stores den Gesamtrohertrag stabilisiert.

Eine deutliche Steigerung haben zudem im abgelaufenen GJ 2011 die Abschreibungen erfahren. Angesichts der Investitionen in Flagship-Stores im GJ 2011, die über 5 Jahre hinweg abgeschrieben werden, beliefen sich die Abschreibungen im GJ 2011 bereits auf 1,51 Mio. € (2010: 0,15 Mio. €). Dieser Betrag sollte sich in den kommenden Quartalen, auch mit Hinblick auf die weiteren Investitionen in neue Flagship-Stores weiter erhöhen, so dass sich für das GJ 2012 prognostizierte Abschreibungen in Höhe von 3,00 Mio. € ergeben sollten.

Bei den Vertriebs- und Marketingkosten sollte es auch im laufenden GJ 2012 zu weiteren Erhöhungen kommen, was insbesondere auf die Ausweitung des Shop-Netzwerkes zurückzuführen sein sollte. Bereits im GJ 2011 machten sich die Mietaufwendungen für die Shops mit 3,40 Mio. € bemerkbar. Dieser Betrag wird sich voraussichtlich nun nochmals deutlich erhöhen, was ein wesentlicher Grund dafür sein sollte, dass das Unternehmen die EBIT-Marge des Jahres 2011 nur schwerlich übertreffen dürfte.

Wir gehen auf Basis des Wechselkurses zum 31.12.2011 davon aus, dass die Kinghero AG im laufenden GJ 2012 ein EBIT in Höhe von 29,44 Mio. € erwirtschaften wird, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 22,6 % entspricht. Dies entspricht einer EBIT-Marge in Höhe von 23,5 % und damit dem Vorjahresniveau. Beim Nettoergebnis erwarten wir eine proportionale Steigerung zum EBIT um ebenfalls 22,6 % auf 22,38 Mio. €.

Sollte der RMB/EUR-Wechselkurs im durchschnittlichen Jahresverlauf vom angenommenen Wechselkurs abweichen, ergibt sich folgende Sensitivität für die EBIT-Prognosen der Jahre 2012 und 2013:

Wechselkurs RMB/EUR	EBIT 2012e	EBIT 2013e
7,40	32,71	39,17
7,61	31,82	38,11
7,81	30,99	37,11
8,02	30,19	36,16
8,23	29,44	35,25
8,43	28,72	34,39
8,64	28,04	33,57
8,84	27,38	32,79
9,05	26,76	32,05

Quelle: Berechnungen GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Kinghero AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2014 bis 2019 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 27,0 % 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 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 2,00 % (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 12,0 % (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 12,0 % (bisher: 13,0 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 12,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 35,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 35,75 € leicht reduziert.

Die Anpassung des Kursziels spiegelt dabei insbesondere die etwas langsamer als erwartete Umsatzentwicklung der Flagship-Stores wider, was bei gleichzeitig steigenden Kosten zu einer flacheren Margenentwicklung führt. Demgegenüber wirkt der gesunkene risikolose Zinssatz werterhöhend.

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	27,0%	ewige EBITA - Marge	20,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	125,27	146,88	154,23	161,94	170,03	178,54	187,46	196,84	
US Veränderung	23,4%	17,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,52	3,19	2,51	2,15	1,94	1,80	1,72	1,67	
EBITDA	32,94	39,75	41,64	43,72	45,91	48,20	50,62	53,15	
EBITDA-Marge	26,3%	27,1%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
EBITA	29,44	35,25	37,03	37,57	38,38	39,42	40,71	42,23	
EBITA-Marge	23,5%	24,0%	24,0%	23,2%	22,6%	22,1%	21,7%	21,5%	20,0%
Steuern auf EBITA	-7,36	-8,81	-9,26	-9,39	-9,59	-9,86	-10,18	-10,56	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	22,08	26,44	27,77	28,18	28,78	29,57	30,53	31,68	
Kapitalrendite	50,6%	43,6%	34,2%	28,2%	24,8%	22,7%	21,3%	20,3%	18,0%
Working Capital (WC)	25,06	35,00	38,56	40,48	42,51	44,63	46,87	49,21	
WC zu Umsatz	20,0%	23,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	-7,94	-9,95	-3,56	-1,93	-2,02	-2,13	-2,23	-2,34	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,60	46,10	61,49	75,34	87,81	99,02	109,12	118,21	
AFA auf OAV	-3,50	-4,50	-4,61	-6,15	-7,53	-8,78	-9,90	-10,91	
AFA zu OAV	9,8%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in OAV	-12,60	-15,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	
Investiertes Kapital	60,65	81,10	100,04	115,82	130,31	143,66	155,99	167,42	
EBITDA	32,94	39,75	41,64	43,72	45,91	48,20	50,62	53,15	
Steuern auf EBITA	-7,36	-8,81	-9,26	-9,39	-9,59	-9,86	-10,18	-10,56	
Investitionen gesamt	-20,54	-24,95	-23,56	-21,93	-22,02	-22,13	-22,23	-22,34	
Investitionen in OAV	-12,60	-15,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	
Investitionen in WC	-7,94	-9,95	-3,56	-1,93	-2,02	-2,13	-2,23	-2,34	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,04	5,99	8,83	12,40	14,29	16,22	18,21	20,24	267,05
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	178,51	193,97							
Barwert expliziter FCFs	57,84	58,80							
Barwert des Continuing Value	120,66	135,17							
Nettoschulden (Net debt)	-58,62	-62,35							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	237,13	256,32							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	237,13	256,32							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,775	6,775							
Fairer Wert der Aktie in EUR	35,00	37,83							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,82
Eigenkapitalkosten	12,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **12,0%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
14,0%	32,98	31,69	30,54	29,52	28,60
16,0%	35,62	34,11	32,77	31,58	30,50
18,0%	38,26	36,53	35,00	33,63	32,41
20,0%	40,89	38,95	37,23	35,69	34,31
22,0%	43,53	41,37	39,46	37,75	36,22

Fazit

Gute Entwicklung in 2011 - Weiteres Wachstum in 2012 erwartet - Aktie deutlich unterbewertet - Kursziel leicht auf 35,00 € reduziert - Rating unverändert KAUFEN

Im abgelaufenen GJ 2011 konnte die Kinghero AG die dynamische Umsatzentwicklung der Vorjahre nahezu unverändert fortsetzen und wies einen Umsatzzuwachs um 39,6 % auf 101,54 Mio. € aus. Dabei konnte das Unternehmen insbesondere im Q4 2011 mit 38,46 Mio. € einen starken Umsatzbeitrag generieren. Für das erfolgreiche Q4 2011 war ein Großauftrag im Großhandelssegment verantwortlich, der allein ein Umsatzvolumen von mehr als 10 Mio. € beisteuerte.

Einen Umsatzbeitrag von 6,3 % zum Gesamtumsatz leisteten die Flagship-Stores, welche sich auf 58 zum Ende des Geschäftsjahres beliefen. Die durchschnittlichen Umsatzerlöse der Flagship-Stores lagen insgesamt zwar leicht unter den Erwartungen des Managements, jedoch schätzen wir dies zum jetzigen Zeitpunkt als unbedenklich ein, da sich diese noch in der Etablierungsphase befinden. In den kommenden Quartalen sollen sich die Umsatzgrößen jedoch weiter nach oben bewegen.

Nicht im gleichen Maße wie die Umsatzerlöse entwickelten sich hingegen die Ergebnisse. So legte das EBIT unterproportional zu den Umsatzerlösen um 32,0 % auf 24,02 Mio. € zu. Die EBIT-Marge war gegenüber dem Vorjahr leicht auf 23,7 % rückläufig (2010: 25,0 %). Nachdem die Ergebnismargen nach neun Monaten noch über dem Vorjahresniveau lagen, sorgte das Q4 2011 für diesen Rückgang. Neben einer schwächeren Rohertragsmarge wirken sich dabei auch höhere Kosten im Zuge des Ausbaus der Flagship-Stores sowie steigende Werbeaufwendungen aus.

Auf Grund der beschriebenen Entwicklungen haben wir die Umsatz- und Ergebnisplanungen für die GJ 2012 und 2013 konservativ vorgenommen. So sind wir bei den Großhandelsumsätzen lediglich von einem Wachstum um 10 % ausgegangen. Die Flagship-Stores betreffend, haben wir einen gleichbleibenden durchschnittlichen Umsatzbeitrag pro Shop auf dem Niveau von 2011 angenommen. Insgesamt erwarten wir damit für das GJ 2012 Umsatzerlöse in Höhe von 125,27 Mio. €, was in etwa den unternehmenseigenen Prognosen entspricht (125,00 Mio. €).

Auch bei den Ergebnisprognosen sind wir konservativ vorgegangen und erwarten für das GJ 2012 zunächst keine weitere Steigerung der EBIT-Marge. Vielmehr sehen unsere Prognosen eine EBIT-Marge auf Vorjahresniveau in Höhe von 23,5 % vor. Grund hierfür sind, neben der langsamer als bislang erwarteten Entwicklung der Umsätze aus den Flagship-Stores, die gesteigerten Kosten, die zu großen Teilen ebenfalls mit den Flagship-Stores in Zusammenhang stehen.

Trotz der leicht reduzierten Ergebnisprognosen ist die Aktie der Kinghero AG noch immer sehr günstig bewertet. Auf Basis unserer Schätzungen errechnet sich ein 2012er KGV in Höhe von lediglich 3,4. Das KBV beträgt 0,8. Zudem ist sehr zu begrüßen, dass das Unternehmen in 2013 die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 10-15 % des Jahresüberschusses für das GJ 2012 plant. Auch der angestrebte Wechsel in den Prime Standard ist eine Maßnahme, welche das Vertrauen der Investoren stärken und einen Beitrag zur Auflösung der Unterbewertung leisten kann, wengleich der Wechsel wohl frühestens im zweiten Halbjahr 2012 erfolgen wird.

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der Kinghero AG ein Kursziel von 35,00 € ermittelt. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 35,75 € leicht nach unten adjustiert, was die Prognoseanpassung im Zuge der etwas langsamer als erwarteten Umsatzentwicklung der Flagship-Stores, bei gleichzeitig steigenden Kosten, reflektiert. Trotz der leichten Kurszielkorrektur besitzt die Aktie der Kinghero AG ein hohes Kurspotenzial, weshalb wir das Rating KAUFEN bestätigen.

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