

## Creditreform Rating Summary zum Unternehmensrating

### Informationstableau

GOLFINO AG (Konzern)		Rating:	PD 1-jährig:
		<b>B+</b>	<b>2,90%</b>
		Erstellt am:	21.01.2015
Creditreform ID:	2390048035	Gültig bis max.:	20.01.2016
Vorstand:	Dr. Bernd Kirsten (Vorsitzender/CEO), 55 Jahre Markus Jung (CFO), 42 Jahre	Mitarbeiter:	260 (zzgl. 6 Auszubildende)
		Umsatz:	36,0 Mio. € <sup>1</sup> (Gj. 2013/2014)
(Haupt-)Branche:	Entwurf, Fertigung (über Lohnfertiger) sowie der Groß- und Einzelhandel von modischer Bekleidung mit dem Schwerpunkt auf Sportbekleidung (Golfsport) und Freizeitbekleidung.		

#### Hinweis:

**Zu dieser Rating-Summary wird der GOLFINO AG (Konzern) ein umfassender Ratingbericht inkl. Zertifikat ausgehändigt. Dieser enthält weitere relevante Informationen zum Rating des Unternehmens. Eine Veröffentlichung der Inhalte des Berichts von Seiten der Creditreform Rating AG ist ausgeschlossen.**

### Zusammenfassung

Die GOLFINO AG (Konzern) ist ein inhabergeführtes, international ausgerichtetes, mittelständisches Unternehmen der Bekleidungsindustrie. Es ist auf das Design, die Produktion (mittels Lohnfertiger) und die Vermarktung von Golfbekleidung und Freizeitbekleidung spezialisiert. Dabei werden die Produkte der Marke GOLFINO unter drei Labeln vertrieben. Neben dem Fach- und Einzelhandel (Wholesale) wird die eigene Flächenvermarktung (Retail) als Vertriebskanal genutzt. Im Geschäftsjahr 2013/2014 erzielte der Konzern mit durchschnittlich 260 Mitarbeitern (inkl. 37 Stundenlohnempfängern und zzgl. 6 Auszubildende) einen Umsatz von 36,0 Mio. € (Vorjahr 33,1 Mio. €) und ein Ergebnis vor Steuern (EBT) i.H.v. 0,7 Mio. € (Vorjahr -1,7 Mio. €) sowie einen Jahresüberschuss von 0,5 Mio. € (Vorjahr -1,8 Mio. €). Das Unternehmen erstellt für das abgelaufene Geschäftsjahr erstmals einen testierten Konzernabschluss.

Mit dem vorliegenden Rating wird der GOLFINO AG (Konzern) eine **ausreichende** Bonität attestiert, die im Vergleich zur Gesamtwirtschaft und zur Branche einer **unterdurchschnittlichen** Beurteilung entspricht. Für das Urteil sind die folgenden Einschätzungen wesentlich.

Neben dem als sachkundig und erfahren einzuschätzenden Management und den betriebswirtschaftlichen Strukturen, hat die zum vergangenen Jahr wieder deutlich verbesserte Geschäfts- und Ergebnissituation zur Bestätigung des Ratings beigetragen. Das Unternehmen hat sich dabei im Rahmen unserer letztjährigen Erwartungen entwickelt. Die trotz dieser positiven Entwicklung weiterhin zu verbessernde Ergebnis- und Innenfinanzierungskraft, auch mit Blick auf die anstehenden Finanzierungsherausforderungen, haben das Rating noch begrenzt. Das Unternehmen hat sowohl auf der Marktseite als auch kostenseitig und strukturell Maßnahmen eingeleitet, die zu einer plangemäß deutlichen Verbesserung der Ergebnisse in den kommenden Geschäftsjahren führen sollten. Wir sehen das Unternehmen hier auf einem guten Weg.

<sup>1</sup> Gemäß Ausweis im Konzernabschluss. D.h. Abzug der Skontoaufwendungen von 133 T€ bereits enthalten.

Jahresabschluss per 30.09. (HGB) (Konzern) <sup>23</sup>	Strukturbilanz	
	2013/2014	2012/2013
Bilanzsumme	25,82 Mio. €	24,98 Mio. €
Eigenkapitalquote	27,14%	25,43%
Umsatz <sup>4</sup>	35,96 Mio. €	33,12 Mio. €
EBITDA <sup>5</sup>	2.878 T€	322 T€
EBIT	2.136 T€	-248 T€
Gesamtergebnis/EBT	709 T€	-1.708 T€
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	473 T€	-1.837 T€
Gesamtkapitalrendite	7,32%	-1,57%
Umsatzrendite	2,00%	-5,11%
Cashflow zur Gesamtleistung	3,40%	--
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	14,79	--
Leverage-Ratio <sup>6</sup>	5,4	47,3

## Strukturinformationen

Hinsichtlich der Historie und Eigentumsverhältnisse verweisen wir auf die vorangehende Summary.

Die GOLFINO AG mit Sitz in Glinde bei Hamburg ist mit sechs weiteren Landesgesellschaften in Großbritannien, Spanien, Schweden (inaktiv), Portugal, China und den USA vertreten. Weiterhin ist das Unternehmen in Europa neben den genannten Ländern unter anderem in Dänemark, Italien, Österreich, der Schweiz, Frankreich, Belgien und Irland tätig. Es werden im In- und Ausland rund 40 eigene Stores (inkl. Outlets) und über 20 Concessions betrieben. Es werden ca. 500 Händler im Rahmen von Shops-in-Shop und rund 200 weitere auf Basis klassischer Vororder beliefert. Das Unternehmen ist nach eigener Einschätzung europäischer Marktführer im Nischenmarkt Golfmode. In Fernost arbeitet der Konzern bisher mit Distributoren zusammen um die Markterschließung zu beschleunigen und Sachinvestitionen risikoorientiert zu minimieren. In den USA erfolgt der Vertrieb über den klassischen Großhandel sowie seit November 2014 über einen Store in Palm Beach.

Der Konzern entwirft seine modischen und funktionalen Kollektionen selbst, kauft die Fertigungsmaterialien ein und lässt die Waren von langjährigen Partnerunternehmen auf Basis von Lohnfertigung herstellen. Die externe Lohnfertigung flexibilisiert die Kostenstruktur bei Umsatzschwankungen. Der direkte Kundenzugang bietet die Chance einer effizienteren Steuerung der Produktions- und Warenströme und des Image. Mit diesem Konzept der Abdeckung/Kontrolle der Wertschöpfungskette ist nach unserer Ansicht eine adäquate Markt- und Risikoposition gefunden.

## Organisation

Als eher vertikal integriertes Unternehmen beinhaltet das Leistungsspektrum wesentliche vor- und nachgelagerte Stufen der textilen Wertschöpfung. Dabei bedient sich das Unternehmen auch externer Logistik- und Serviceunternehmen (asiatische und portugiesische Lohnfertiger). Die Beschaffung des Wareneinsatzes und die Produktionskontrolle sind intern organisiert.

Verkaufskanäle sind der externe und eigene Fach- und Einzelhandel sowie die Corners in z.B. Pro-Shops und die Shops-in-Shop-Verkaufsflächen bei Fachhändlern und Handelspartnern wie Karstadt oder Kaufhof. Das Vertriebskonzept und die Ausgestaltung der Bearbeitung der verschiedenen Vertriebskanäle sind nach unserer Meinung gut entwickelt. Der Ausbau von Retail-Shops und Factory-Outlets mit eigener Flächenbewirtschaftung wurde im letzten Geschäftsjahr konsolidiert und soll vorerst zurückgestellt und dafür das Großhandelsgeschäft etwas stärker forciert werden. Alternativen Kanälen zur Altwarenvermarktung wird, mit Blick

<sup>2</sup> Für das Geschäftsjahr 2013/2014 hat uns zum Zeitpunkt der Erstellung des Berichtes noch kein testierter Konzernjahresabschluss vorgelegen, jedoch hat uns der Wirtschaftsprüfer erklärt, dass das Zahlenwerk dem finalen und im Jahresabschluss verwendeten Zahlenwerk entspricht, so dass wir es dementsprechend in unserer Analyse verwendet haben.

<sup>3</sup> Abweichungen in 2012/2013 ergeben sich aus dem Unterschied der proforma Konsolidierung des Vorjahres zum diesjährigen erstmals geprüften Konzernabschluss.

<sup>4</sup> Skontoaufwand bereits abgezogen.

<sup>5</sup> Nach Abgängen aus Anlagevermögen.

<sup>6</sup> Ohne Hybridkapital und Off-Balance-Verpflichtungen aus Miete und Leasing.

auf die Working Capital-Effizienz, eine höhere Bedeutung beigemessen, was sich in der Bilanzplanung 2014/2015 bei steigenden Umsätzen in einer Verringerung der Vorräte widerspiegelt.

Insgesamt sehen wir die Struktur und die Organisation (auch der Leistungsprozesse) der GOLFINO AG (Konzern) soweit erkennbar, als übersichtlich und der Branche sowie der strategischen Stoßrichtung und Größe des Unternehmens entsprechend an. Über die weitere Markt- und Produktdiversifizierung sowie die Geschäftsausweitung werden sich Erfordernisse zur Organisationsentwicklung ergeben. GOLFINO hat im Rahmen des strategischen Managements einen Maßnahmenkatalog definiert, der auch die strukturellen und organisatorischen Aspekte einschließt. Die bereits daraus umgesetzten Maßnahmen haben zur Ergebniserholung des letzten Geschäftsjahres wesentlich beigetragen. Im Rahmen der Erschließung der außereuropäischen Märkte sollten weitere Prozessoptimierungen ein profitables Geschäftswachstum fördern. Verbesserungspotenzial sehen wir beim Internetauftritt/Online-Shop, dies hat das Unternehmen erkannt und setzt es Angabe gemäß um.

### Management und Mitarbeiter

Der Vorstand der GOLFINO AG besteht aus Dr. Bernd Kirsten, CEO, (Unternehmensgründer; hält 50% der Aktien) und Markus Jung, CFO.

Bedarf in Bezug auf die Regelung der Nachfolge und der Vertretung sehen wir aufgrund der hohen Abhängigkeit vom CEO, mittelfristig als empfehlenswert an. In Verbindung mit dem kompetent besetzten Aufsichtsrat sehen wir die Risiken im Managementteam (z.B. durch Ausfall oder Fluktuation) kurzfristig als noch beherrschbar an.

Die Mitglieder der Unternehmensleitung überzeugen sowohl hinsichtlich ihres Fach- und Branchen-Know-Hows als auch in personenbezogener Hinsicht.

GOLFINO beschäftigte zum 30.09.2014 260 Mitarbeiter, inklusive 37 Aushilfen und zzgl. 6 Auszubildende.

### Produkte und Markt

Die GOLFINO AG (Konzern) entwirft und vertreibt im Kerngeschäft mode- und stilbewusste Golfbekleidung für Damen, Herren und Kinder in jährlich mehreren Lieferperioden in verkaufs- und flächenfördernder Modulweise, für hohe Ansprüche bei spezifischer Funktion und Bequemlichkeit. Die nahezu weltweit geschützte Marke „GOLFINO“ ist dem Premiumsegment zuzuordnen. Daneben ist eine Bildmarke (siehe Deckblatt) und eine weitere Marke von untergeordneter Bedeutung („G+“) eingetragen. Zum Sortiment gehören Jacken, Blazer, Strickwaren, Fleece Pullover, Polo- und T-Shirts, Hemden und Blusen, Hosen, Textile Accessoires, Taschen und in geringem Maße Geschenkartikel. Die Waren werden unter der Marke „GOLFINO“ unter drei Labeln vertrieben:

White Label: Performance Wear (Pure Golf) für Profis und ambitionierte Golfsportler mit Schwerpunkt auf Funktion, Witterungsschutz und Bequemlichkeit.

Green Label: Resort Wear (Resort Golf) für Freizeitgolfer die neben Funktionalität verstärkt auf Modebewusstsein, Image und Wertbeständigkeit achten.

Black Label: Premium Casual Wear (Golf Inspired, Lifestyle-Produkt), stilbewusste Freizeitmode die neben Golfsportlern im Allgemeinen auch für andere solvente Kundengruppen konzipiert ist.

Im Rahmen der Überarbeitung der Kollektion hat das Unternehmen den Schwerpunkt, gemäß der festgestellten Kundennachfrage, wieder mehr in Richtung White- und Green-Label sowie eine sportlichere Ausrichtung des Black Label gelegt.

Die Wettbewerber wurden vom Unternehmen nicht nur auf Basis der Obermarke, sondern auch in Bezug auf die Labels identifiziert. Allerdings ist auch ein Wettbewerb zu dem nächst höheren und dem nächst tieferen Markensegment vorhanden. Das Unternehmen betreibt Kunden- und Marktrecherchen sowie Trend-Scouting. Es ist so in der Lage die Kollektion als auch die Strategie den Marktverhältnissen anzupassen, was zuletzt mit der Neustrukturierung der Kollektion erfolgte. Der uns vorgestellte Prozess der Produkt- und Kollektionsentwicklung und -kontrolle kann überzeugen, Produktentwicklung und Produktionsvorbereitung sind zur Qualitätssicherung internalisiert. Als wesentlicher USP kann bei GOLFINO die allgemein gelungene Mischung aus der den Kunden angepassten Mode bei gleichzeitig hoher spezifischer Funktionalität angesehen werden. Die eigene Retail-Organisation spielt als Informationsquelle für die Kollektionsentwicklung eine wichtige Rolle.

Das uns vorgestellte Produktprogramm halten wir bezogen auf die Strategie und die Zielgruppe für gut entwickelt und für zukunftsfähig. Wir gehen davon aus, dass die Marke durch Design und Qualität als auch Image bei der vorhandenen Kundschaft eine gewisse Markenbindung und -identifikation entwickelt hat. Auf Basis einer von GOLFINO durchgeführten Kundenbefragung wurde ein hoher Stammkundenanteil ermittelt. Trotz dieser Einschätzung und der Nischenstrategie im Kernsegment sind die Produkte grundsätzlich hoch substituierbar, was eine permanente Anforderung in Bezug auf die Sicherung der Marktstellung und Markenpflege sowie deren Abgrenzung beinhaltet. Wir gehen insbesondere im Produkt-Segment Black Label, im Vergleich zu einigen Mitbewerbern, von höheren Herausforderungen aus, wofür auch die wieder sportlichere und somit funktionalere Ausrichtung der Kollektion spricht. Angabe gemäß beträgt der Umsatzanteil Black Label knapp 20%. Das Sortiment bleibt trotzdem saison- und witterungsabhängig.

GOLFINO ist ein in der Golfmode in Europa führendes, vertikal integriertes Unternehmen. Das Unternehmen hat im eigenen Retail Bereinigungen vorgenommen und mittlerweile Shops in Großbritannien geschlossen und drei Standorte in Deutschland in günstigere Mietlagen verlegt. Soweit erkennbar sind diese Maßnahmen im Sinne einer ergebnisorientierten Unternehmensführung bisher erfolgreich. Neben den eigenen Einzelhandelsgeschäften bleibt der Großhandel ein wichtiger und wieder in der Bedeutung zunehmender Vertriebskanal. Hier arbeitet das Unternehmen mit namhaften Kaufhäusern und Fachgeschäftsketten zusammen. In Fernost wird das Geschäft über einen Distributor betrieben.

Den Onlineshop sehen wir in Bezug auf die Markenplatzierung als notwendigen Schritt an, der für die Zukunft weiteres Entwicklungspotenzial enthält, aktuell jedoch noch keinen maßgeblichen Beitrag zum Unternehmenserfolg beiträgt, Angabe gemäß aber profitabel arbeiten soll. Die Überarbeitung der eigenen Internetseite und die Einführung von Tablets im Retail und E Mini Shops in ausgewählten Wholesale Verkaufslagen sollen das Geschäft des Internetshops ausbauen. Auch in Bezug auf eine zeitgemäße Kundenbetreuung sehen wir dies als wichtigen Schritt an. Insgesamt sehen wir beim Online-Handel damit Chancen den Umsatzanteil auszuweiten.

Der GOLFINO Konzern befindet sich in einem grundsätzlich konjunktur- und wettbewerbsintensiven Umfeld (siehe auch Abschnitt Geschäftsentwicklung und Ausblick). Entsprechend ist das Unternehmen permanent gefordert seine Prozesse, Methoden und Systeme anzupassen um die internationale Wettbewerbsfähigkeit unter Beweis zu stellen. In diesem Kontext sind auch die Maßnahmen zur Flächengewinnung zu sehen. Auch wenn das Unternehmen keine wesentlichen Klumpenrisiken bei Kunden aufweist, verbleiben Unsicherheiten in Bezug auf denkbare Kundeninsolvenzen, Veränderungen im Großhandel und ein verändertes Endverbraucherverhalten. Bisher waren die Forderungsausfälle gering. Die Nischenstrategie im Golfsegment kann eine gewisse Stabilität bringen, da die Kundenschicht auch in rezessiven Zeiten vergleichsweise stabil konsumiert und der Golfsport nicht nur in Deutschland bislang eine positive Entwicklung nimmt.

Angesichts des herausfordernden Umfelds stellt die Diversifizierung des Produktportfolios und der Markterschließung sowohl eine Chance als auch ein Risiko dar. Das Unternehmen begibt sich als kleines Label insbesondere in den USA in ein grundsätzlich gesättigtes Marktumfeld, in dem starke Marken aktiv sind. GOLFINO positioniert sich hier nachvollziehbar mit Funktion und Mode im Markt. In sortimentsbezogener Hinsicht erreicht der GOLFINO Konzern damit weitere Käuferschichten. Bei einem erhöhten Marktwachstum in Fernost in der Golfmode, sehen wir hier in Verbindung mit der Zusammenarbeit mit einem regionalen Distributor gute Wachstumsaussichten. Aus geographischer Sicht kann die internationale Aufstellung einen wichtigen Ausgleich bei regionalkonjunkturellen und wetterbedingten Schwankungen darstellen. Dabei ist der Umsatzanteil mit jeweils 3% noch relativ gering, die Märkte bieten aber weiteres Potenzial. Zunächst bleibt der europäische und vor allem deutsche Markt, trotz eines gesättigten Markts, vorerst das mit Abstand wichtigste Vertriebsgebiet. Verschiedene Maßnahmen, insbesondere in Richtung Effizienzsteigerung Margenverbesserung wurden eingeleitet bzw. sind vorgesehen.

Auf dem Beschaffungsmarkt ergeben sich bedingte Risiken durch volatile Rohstoffpreise (Öl und Baumwolle). Diese sollen bei Premiummarken wie GOLFINO aber nicht so durchschlagen wie bei Unternehmen mit niedrigeren Roterträgen. Die Produktion erfolgt im Wesentlichen über Lohnfertigungsunternehmen die mitunter eine hohe Abhängigkeit von der GOLFINO AG (Konzern) aufweisen. Strategiebedingt hohe Lagerbestände relativieren das Belieferungsrisiko kurzfristig, erhöhen im Gegenzug jedoch grundsätzlich die Bestandsrisiken. Mittelfristig sehen wir keine Abhängigkeiten die Beschaffung betreffend.

Insgesamt ist festzustellen, dass sich GOLFINO in einem stark umkämpften Wettbewerbsumfeld bewegt, was in den letzten Jahren immer stärker auch in den Fokus großer und in der Sport- und Modewelt etablierter Marken und Konzerne geraten ist. Mitunter bestehen aufgrund der langjährigen Erfahrungen im Bereich des Golfsports hier Vorteile gegenüber reinen Modemarken.

## Strategie

Das Management der GOLFINO AG (Konzern) hat vor dem Hintergrund der letzten Geschäftsjahre, sowie der Rahmenbedingungen und Trends seine strategischen Ansätze überarbeitet, ausgebaut sowie aufgegliedert und mit einem grundsätzlich schlüssigen Maßnahmenkatalog unterlegt, der neben einer Geschäftsausweitung auch eine Verbesserung der Kosteneffizienz in verschiedenen Bereichen vorsieht. Ohne auf die Einzelheiten der strategischen Ansätze einzugehen, ist die Strategie im Kern weiterhin auf nachhaltige, internationale, profitable Expansion ausgerichtet.

International steht die Durchdringung des fernöstlichen Marktes sowie des nordamerikanischen Marktes im Fokus. Die Erschließung soll auch weiterhin über lokale Distributoren in China und im Großhandel erfolgen, was den Vorteil hinsichtlich verringerter Investitionsrisiken beinhaltet. In den USA konnten erste Vertriebs- und Verkaufserfolge erzielt werden, sodass der Markteintritt wie in Fernost als erfolgt bezeichnet werden kann. Sowohl in China als auch in den USA, hat GOLFINO regional Logistik Hubs über externe Dienstleister eingerichtet. Außer in einen Flagshipstore in Florida sollen daneben keine größeren Investitionen in Anlagevermögen getätigt werden, was wir aus Risikogesichtspunkten, bei aktueller Ergebnislage, als sinnvoll erachten. Trotzdem halten wir die Markterschließungsrisiken bzw. -herausforderungen im Vergleich zum heimischen Markt für grundsätzlich höher.

Die Strategie enthält somit (Wachstums)-Risiken wie z.B. Investitions-, Lager- und Debitorenrisiken sowie Risiken von Planunterschreitungen, die jedoch zum einen durch Standortanalysen, ein gut entwickeltes Debitorenmanagement und einen funktionierenden sowie zumeist profitablen Restantenabverkauf über eigene Outlet-Stores und Hybrid-Shops aktiv gesteuert werden. Die Wertberichtigungen und Forderungsausfälle sind bislang als niedrig zu bezeichnen. Hinsichtlich der Lagerbestände plant der Vorstand die Erstausrüstung etwas zu verringern, und im Gegenzug die Lieferfähigkeit zu erhöhen, um so die Lagerbestände zu optimieren. Die lange Umschlagsdauer hat sich anhand der Geschäftszahlen 2013/2014 leicht verbessert, bleibt aber erhöht. Das Unternehmen weist somit weiterhin einen überdurchschnittlich langen Liquiditätskreislauf auf<sup>7</sup>.

Wir bewerten die Strategie des sorgsam und zielorientierten Wachstums als grundsätzlich plausibel, jedoch bleibt sie von erheblichen Umsetzungs- und Erfolgsrisiken begleitet. Die nachhaltig positive Wirkung auf die Ergebnis- und Finanzsituation bleibt damit abzuwarten.

## Rechnungswesen/Controlling

Obwohl formal dazu nicht verpflichtet erstellt die GOLFINO AG für das Geschäftsjahr 2013/2014 auf Wunsch der Banken erstmals einen geprüften Konzernabschluss. In den Vorjahreswerten 2012/2013 kam es zu ergebnisneutralen Differenzen im Rahmen der Konsolidierung die unter anderem gegen die Gewinnrücklage verbucht wurden, diese wurden durch die Wirtschaftsprüfer erläutert. Auch wegen der Höhe der Differenzen leiten wir daraus keine Auswirkungen auf die Ratingnote ab. Für die Zukunft ist damit von einer verbesserten und transparenteren Darstellung der Konzernsicht auszugehen.

Das Rechnungswesen und Controlling halten wir, soweit erkennbar, für gut entwickelt und hinreichend detailliert. Es wird für den Konzern am Sitz der Konzernführung in Glinde auf Basis von SAP geführt.

Zur Abbildung des Geschäftsgeschehens der einzelnen Business-Units sowie des Konzerns nutzt der Vorstand ein gut entwickeltes Controlling und Rechnungswesen, das alle grundlegenden Informationen zur Unternehmenssteuerung übersichtlich bereitstellt. Wesentliche, das operative Geschäft betreffende Vorgänge und Analysen werden sinnvoll branchenspezifisch und teils täglich erstellt und kontrolliert. Die Planungsqualität und -methodik sehen wir formal als gut an. Die unterjährigen Soll-Ist-Analysen werden zeitnah erstellt, detailliert vorgenommen sowie qualifiziert analysiert und kommentiert. Hinzu kommen Budget-, Mittel- und Langfristplanungen.

Wir beurteilen das Rechnungswesen und Controlling inkl. der Planungs-, Analyse- und Berichtsaktivitäten des GOLFINO Konzerns zusammenfassend als die internen Anforderungen betreffend hinreichend gut entwickelt. Die mittelfristigen Planungen halten wir für ambitioniert.

<sup>7</sup> Liquiditätskreislauf (Tage) = Umschlagsdauer der Vorräte + Kundenziel – Lieferantenziel.  
Konkret:  $LK^{2013/2014} = 116,02 + 85,26 - 28,58 = 172,70$  (Tage). Anhand vorläufiger Werte.

## Finanzen

Die GOLFINO AG (Konzern) verfügt über eine geordnete Finanzplanung inkl. Kapitalflussrechnung. Die finanzwirtschaftliche Detailabbildung hat einen Horizont bis zum Ende des Geschäftsjahres 2014/2015.

Die Struktur der Passivseite hat sich zum einen durch die Aufstellung eines echten Konzernabschlusses verändert. Auswirkungen auf die Ratingeinschätzung leiten wir dadurch explizit nicht ab. Insbesondere durch den Ausweis eines Jahresüberschusses hat sich trotz gestiegener Bilanzsumme die, für sich genommen solide Eigenkapitalquote wieder leicht erhöht. Obwohl das Unternehmen eine deutliche Verbesserung der Ergebnislage erreichen konnte, bleibt die Innenfinanzierungskraft aus dem operativen Geschäft, mit Blick auf die Finanzierungsstruktur und deren Laufzeit noch merklich zu verbessern. Das Unternehmen wird den Jahresüberschuss 2013/2014 Angabe gemäß vollständig thesaurieren.

Das Unternehmen hat den mit den Banken vereinbarten Covenant (EK-Quote größer 30 %) zum Bilanzstichtag 2013/2014 formal wie im Vorjahr nicht eingehalten. Dies wurde den Kreditinstituten jedoch frühzeitig angekündigt und ist abgestimmt. Die frühzeitige Verlängerung der vorhandenen Linien Anfang Oktober 2014 um drei Monate bis zum 30.04.2015 sprechen für diese Erläuterung. In diesem Zusammenhang hat das Unternehmen die umfangreiche Besicherung (Sicherheiten-Poolvertrag mit Selbstschuldnerische Höchstbürgschaft des Aktionärs-Paars) gegenüber der HSH Nordbank AG (Poolführerin), BAWAG und der Commerzbank AG bereits im letzten Geschäftsjahr ausgeweitet, welche dem Sicherheitenpool eine erstrangige Grundschuld auf die konzerneigene Villa zufügte. Zudem hat die Aktionärin Frau Kirsten der GOLFINO AG ein Gesellschafterdarlehen mit Rangrücktritt über 200 T€ gewährt. Das Management berichtet von kurzfristig anstehenden Bankgesprächen zur Prolongation der Kreditlinien, in denen auch die Konditionen inkl. der Covenants, angepasst auf die aktuelle Unternehmenssituation, neu verhandelt werden. Bis zu einer Fixierung bleibt der stichtagsbezogene Covenant in der Höhe und Art der Ausgestaltung unverändert, woraus sich ein dringender, vom Management erkannter, Handlungsbedarf bzgl. der Eigenkapitalquote oder der Anpassung der Covenants ableitet. Trotz geplanter Neuverhandlungen sieht die Planung des Unternehmens zum 30.09.2015 eine Eigenkapitalquote von 30% vor. Da uns, wegen der Absprachen mit den Banken, dazu schriftlich noch keine Vereinbarungen vorgelegt werden konnten, leiten wir hier ein kurzfristiges Liquiditätsrisiko ab. Wir gehen mit einer dem Rating entsprechenden Mindestwahrscheinlichkeit davon aus, dass die Kreditlinien prolongiert und die Kreditklauseln in Bezug auf die Unternehmenssituation angepasst werden.

Zum 31.12.2014 betrug die Auslastung der gesamten Kontokorrent- und Betriebsmittellinien von 8,0 Mio. € rd. 80% und bewegte sich damit etwa auf Vorjahresniveau. Zusammen mit den Guthaben von 0,75 Mio. € betragen die Zahlungsmittelbestände 2,35 Mio. €. Kurzfristig gehen wir von keinem Liquiditätsengpass aus. Die mittelfristigen Darlehen ggü. Kreditinstituten beliefen sich zum Geschäftsjahresende 31.12.2014 laut Bankenspiegel noch auf rd. 0,6 Mio. € (Vorjahr 0,9 Mio. €) und haben im Zuge der vereinbarten Tilgung abgenommen. Die Großteils langfristigen Off-Balance-Verpflichtungen des Konzern betragen zum 30.09.2014 (branchenbedingt) rund 18,9 Mio. €. Diese bestanden aus Mietverträgen 16,8 Mio. € und Leasing 2,3 Mio. €. Sie haben sich in Folge der Shop-Schließungen zum Vorjahr leicht verringert.

Mit Blick auf die Anfang 2017 fällige Anleihe über 12,0 Mio. € will der Vorstand, nach Abschluss der Bankverhandlungen, verschiedene in Arbeit befindliche Alternativen konkretisieren. Das Unternehmen wird auch in näherer Zukunft auf Anschlussfinanzierungen, auch um das geplante Wachstum zu finanzieren, angewiesen sein. Eine maßgebliche Rückführung aus dem operativen Cashflow oder aus stillen Reserven sehen wir derzeit als wenig wahrscheinlich an. Auch wenn das Unternehmen in seinen Planungen davon ausgeht, Finanzmittel aus dem Umlaufvermögen freizusetzen. Investitionsseitig plant das Management einen Substanzerhalt für das laufende Geschäftsjahr ein. Demnach entsprechen die Investitionen etwa den Abschreibungen. Somit sollte die Bilanzsummenentwicklung und somit der Kapitalbedarf unterhalb des Geschäftswachstums liegen.

Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zum 30.09.2014 i.H.v. 1,0 Mio. € standen weiterhin im deutlichen Gegensatz zu den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen i.H.v. 8,4 Mio. € und sind ein Indikator für die Finanzierungsfunktion, die das Unternehmen gegenüber seinen Kunden teilweise einnimmt, was sich im langen Liquiditätskreislauf widerspiegelt.

## Risiken

Der GOLFINO Konzern sieht sich in seiner Tätigkeit einer Vielzahl finanzieller, operativer und marktbezogener Risiken gegenüber. Ihre Überwachung erfolgt im Rahmen einer umsichtigen Unternehmensführung. Ein Risikomanagement ist im Unternehmen etabliert. Wir verweisen hierzu auf die Ausführungen des Wirtschaftsprüfers im Prüfbericht. Für den GOLFINO Konzern bestehen erhöhte finanzielle Anforderungen, welche wesentlich aus der Finanzierung (inkl. Miete und Leasing) und einem geschäftsmodellspezifischen, er-

höhten Umlaufvermögen resultieren. Über die externe Produktion kann eine weitere Kapitalbindung bisher vermieden werden.

Abwertungsrisiken ergeben sich auch aus den Retouren und Restanten, denen der GOLFINO Konzern mit einer Etablierung des Endkundengeschäfts und der Einrichtung von Outlet-Stores sowie der Zusammenarbeit mit auf Altwaren spezialisierten Händlern begegnet, die auf Deckungsbeitragsebene angabegemäß profitabel arbeiten und somit keine Abwertungen erfordern. Positiv zu werten ist, dass es in der Vergangenheit dem Unternehmen gelungen ist, in ausreichendem Maße Finanzierungen zu generieren.

Durch die Optimierung der Beschaffungsvorgänge und ein konsequentes Working-Capital-Management sollen Finanzmittel freigesetzt und die bestandsbezogenen Risiken begrenzt werden. Das Unternehmen berichtet von einem physischen Schwund der Lagerbestände <1%.

Zudem wird die finanzielle Disposition durch Saisonschwankungen erschwert. Zur Vorbeugung von Liquiditätsengpässen, erfolgt im Rahmen eines konzernweiten Cash Managements eine stringente Liquiditätsüberwachung. Die verfügbaren Kreditlinien sind kurzfristig fällig und müssen demnächst prolongiert werden.

Im Rahmen der operativen Tätigkeit sieht sich der GOLFINO Konzern mit erhöhten Marktrisiken konfrontiert, die sich auch durch einen starken Wettbewerb ergeben. Das zuletzt über dem Branchenschnitt liegende Wachstum bestätigt die Marktetablierung und Positionierung des Konzerns. Die Konjunkturanfälligkeit halten wir im Branchenvergleich für verringert, jedoch im gesamtwirtschaftlichen Bereich für durchschnittlich. Dem steht die Witterungsabhängigkeit des Geschäfts gegenüber. Vor dem Hintergrund weitgehend gesättigter Märkte ergibt sich ein gewisser Margendruck, der dazu führen kann, dass steigende Beschaffungskosten nicht weitergegeben werden können. Bislang war dies nicht der Fall. Auch im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2013/14 konnte Golfino die Preise auf Basis hoher Margen halten bzw. ausbauen, was zum Erhalt des Markenwerts beiträgt. Steigende und volatile Rohstoffpreise bedingen nachfragebezogene Unsicherheiten.

Schließlich ist der GOLFINO Konzern als international ausgerichtetes Unternehmen währungsbezogenen Risiken ausgesetzt. Diesen begegnet er im Rahmen von Absicherungsgeschäften, sodass diesbezüglich negative operative Folgen überschaubar bleiben. Rechtstreitigkeiten sind bei GOLFINO angabegemäß nicht anhängig.

## Aktuelle wirtschaftliche Entwicklung und Ausblick

Nachdem das deutsche Bruttoinlandsprodukt in 2013 nur um 0,1% gewachsen war, konnte die **deutsche Wirtschaft in 2014** das Wachstum auf **1,5%** steigern. Dieser Anstieg wurde auch durch die Inlandsnachfrage getragen. Für den **EURO-Raum** ist ebenfalls mit einem Anstieg um **0,8%** für das abgelaufene Kalenderjahr zu rechnen. Wir gehen derzeit für 2015 mit einem Wachstum für Deutschland auf Vorjahresniveau aus.

Von dem in Deutschland weiterhin verhältnismäßig guten **Konsumklima**, konnte die deutsche **Textilindustrie** zuletzt kaum profitieren. So setzten sich die ifo-Indizes für die Textilwirtschaft in den letzten Monaten negativ von denen des verarbeitenden Gewerbes ab. Entsprechend gingen die Umsätze im inländischen Textilhandel im Vorjahresvergleich im Jahresverlauf 2014 sukzessive zurück. Die **Prognosen für 2015** bleiben für den allgemeinen Konsum in Deutschland weiter positiv, für das Bekleidungs Gewerbe hingegen vorerst verhalten. Auch wenn in den für GOLFINO wichtigen internationalen Märkten im kommenden Jahr insgesamt passable Wachstumsraten prognostiziert werden, bedrohen internationale Konflikte die deutsche, europäische und weltweite Konjunktur, wobei GOLFINO keine nennenswerten Umsätze in Russland und der Ukraine tätigt.

Der **GOLFINO Konzern** konnte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich positiv von der sich verhalten entwickelnden Branchenkonjunktur im Modehandel absetzen und nach den uns vorliegenden finalen, jedoch noch nicht testierten Konzernzahlen, seine Umsätze von rd. 33,1 Mio. € auf knapp 36,0 Mio. € (siehe Fußnote 1) steigern (+8,8%). Dies ist der bislang höchste Umsatz der Firmengeschichte, was zum Großteil durch erste nennenswerte Umsatzerlöse in Fernost und den USA erreicht wurde. Aber auch im Europageschäft konnte das Unternehmen, nach ersten Anzeichen für eine Erholung der südeuropäischen Märkte, ein Umsatzplus erzielen. Der Umsatz der gesamten deutschen Bekleidungsindustrie sank im vergangenen Kalenderjahr hingegen um rd. 3%.

Nachdem GOLFINO im Geschäftsjahr 2012/2013 erstmals einen hohen Jahresfehlbetrag von 1,8 Mio. € verkraften musste, konnte die Ergebnislage im letzten Geschäftsjahr wieder deutlich verbessert und ein Jahresüberschuss von 0,5 Mio. € erzielt werden. Bereinigt um (Netto-)Sondereffekte von rd. 0,3 Mio. € (Key-

Money im Rahmen von Shop-Schließungen) bleibt ein Jahresüberschuss von rd. 0,2 Mio. €. Dies war getragen von den überarbeiteten Kollektionen, Margenerhöhungen im First-Price-Geschäft, verschiedenen strukturellen und organisatorischen Maßnahmen mit positiven Auswirkungen auf die Kostensituation sowie im Vergleich zum Vorjahr günstigeren Wetterverhältnissen. Damit konnte GOLFINO wirtschaftlich in etwa an die Erfolge der Geschäftsjahre 2010/2011 und 2011/2012 anschließen und entwickelte sich im Rahmen unserer letzten Erwartungen, was zur Stabilisierung der Ratingnote beiträgt. Trotz dieser positiven Entwicklung bleibt die Ergebnislage verhalten und erheblich unter den ursprünglichen Planungen aus Januar 2012. In Bezug auf die uns im letzten Rating dargestellten Planergebnisse konnten diese jedoch eingehalten werden, was ein Indiz für das im Vorjahr verstärkte Zusammentreffen ungünstiger Effekte ist.

GOLFINO AG (Konzern) <sup>8</sup>					
in T€	Ist 2012/2013	Plan 2013/2014	Ist 2013/2014	Plan 2014/2015	Plan 2015/2016
Umsatz	33.123	37.400	35.959	39.300	44.400
EBITDA	322	2.600	2.878	3.700	4.600
EBIT	-248	1.700	2.136	2.900	4.100
EBT	-1.689	300	709	1.500	2.700
EAT	-1.837	--	473	--	--
ROS	-5,1%	0,8%	2,0%	3,8%	6,1%

Trotz der auch im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung beachtlichen Erfolge, blieben die Ergebnisse und die Innenfinanzierungskraft damit vorerst nicht hinreichend um den in den kommenden zwei Jahren anstehenden Finanzerfordernissen, insbesondere aus der Rückführung der Anleihe (12 Mio. €), gerecht werden zu können. Dies hat auch dazu geführt, dass eine Verbesserung der Bonitätseinschätzung, trotz der deutlichen Ergebnisverbesserung sowie der Erholung wesentlicher Kennwerte, noch nicht erfolgte. Auch bei der Annahme einer weiteren plangemäßen Geschäftsentwicklung, unter der Bedingung der beschriebenen Internationalisierung und Expansion, gehen wir davon aus, dass die Anleihe in Gänze oder zum größten Teil durch Anschlussfinanzierungsmaßnahmen ersetzt werden muss. Nach den Darstellungen des Managements war eine Anschlussfinanzierung stets eingeplant. Da der Nachweis einer hinreichenden Innenfinanzierungskraft noch aussteht und die Konzepte der Anschlussfinanzierung weiter konkretisiert werden müssen, bleibt beides vorerst abzuwarten und begrenzt vor dem Hintergrund eines wettbewerbsintensiven, witterungsabhängigen und volatilen Marktes, der Planunterschreitungen der Vorjahre bzw. der noch verhaltenen Ergebnisentwicklung 2013/2014, die Ratingeinschätzung. Für eine Anschlussfinanzierung der Anleihe hat das Unternehmen verschiedene Lösungen benannt und wird dies im laufenden Jahr konkretisieren. Damit bleibt es bei der grundsätzlichen Strategie, sich frühzeitig um Anschlussfinanzierungen zu kümmern. Sollte es dem Unternehmen gelingen die internationale Expansion erfolgreich zu gestalten, dabei die Planungen der kommenden Jahre weitgehend zu realisieren und keine anderweitig negativen Erkenntnisse ersichtlich werden, so sehen wir gute Chancen, dass es dem Unternehmen gelingen kann die Bonitätseinschätzung wieder zu verbessern und die Finanzierung der GOLFINO AG auch über die aktuelle Anleihe hinaus zu organisieren. Nach den uns vorliegenden Dokumenten, dem definierten und teils umgesetzten Maßnahmenkatalog sowie den Ergebnissen des Managementgesprächs sehen wir das Unternehmen dabei auf einem guten Weg. Diverse Risiken, auch externer Natur, bleiben davon allerdings unberührt.

GOLFINO verzeichnet den Umsatzzuwachs 2013/2014 im Bereich des Großhandels (+3,4 Mio. €), wohingegen der Umsatz im eigenen Einzelhandel um 0,5 Mio. € auf 21,3 Mio. € abnahm. Letzteres ist durch Umzug und Schließung von unzureichend rentablen Shops bedingt. Insofern bleibt unter dem Strich daraus ein positiver Ergebnis-Effekt. Für die in der Branche übliche flächenbereinigte Darstellung weist das Unternehmen danach in seinem Geschäftsbericht 2013/2014 einen um 3% gesteigerten Umsatz im Retail aus. Verbessert zeigte sich auch die Altwarenvermarktung sowohl über die eigenen Outlets als auch über den auf Altware spezialisierte Großhandel. Trotz einer Umsatzsteigerung von 6% bleibt das Wachstum im Onlinehandel weiterhin zu gering. Neues Personal und neue Konzepte, die auch Online-Terminals in den eigenen Retailshops beinhalten, wurden vorgestellt, und lassen ein trendgerechtes Wachstum im E-Commerce für die Zukunft annehmen.

Insgesamt hat GOLFINO die Umsatzplanungen für die Geschäftsjahre 2014/2015 und 2015/2016 im Vorjahresvergleich nochmals zurückgenommen (-13,1% bzw. -22,5%) was sich auch in den EBT-Planungen widerspiegelt (-11,8% bzw. -27,0%), teils aber auch in den Umsatzverhältnissen zwischen Einzelhandel und Großhandel begründet ist, wobei dem Ertragsrückgang dadurch eine Risikoreduzierung aus dem weniger investitionsintensiven Geschäft gegenüber steht. Dies bestätigt unsere letztjährige Annahme, wonach die Planungen der Folgejahre insgesamt optimistisch bis ambitioniert erschienen. Wobei die veränderte Planung

<sup>8</sup> EBIT hier Betriebsergebnis vor Finanzergebnis, außerordentlichem Ergebnis und Steuern; ROS: Hier EBT/Umsatz



vom Management nachvollziehbar erläutert werden konnte und der geplante deutliche Wachstumskurs darin weiter abgebildet wird. Aber auch die Realisierung der neusten Planung (siehe oben) bleibt anspruchsvoll. Mit Blick auf den Erhalt bzw. einer Verbesserung der Finanzstabilität halten wir eine annähernde Erreichung der dargestellten Werte gleichwohl für notwendig. GOLFINO legt seinen Annahmen dabei insbesondere ein starkes Wachstum im außereuropäischen Umfeld zugrunde, es bleibt abzuwarten ob das Unternehmen die Planergebnisse vollumfänglich erfüllen kann und damit auch bezogen auf die Finanzierungsstruktur eine wieder zufriedenstellende Entwicklung vollzieht.

Der Bankenspiegel vom 31.12.2014 weist weiterhin Betriebsmittel- bzw. Kontokorrentlinien bei Banken von bis zu 8,0 Mio. € aus. Diese waren zu 80% in Anspruch genommen. Zusammen mit den Guthaben von rd. 750 T€ haben wir derzeit keinen Hinweis auf unmittelbare Liquiditätsrisiken. Obwohl GOLFINO zum Ende des letzten Geschäftsjahres die mit den Banken vereinbarte Mindesteigenkapitalquote von 30% wie im Vorjahr unterschritten hat, haben die Kreditinstitute die ursprünglich bis Ende Januar 2015 befristeten Linien Anfang Oktober 2014 bis zum 30.04.2015 verlängert, ein formaler Waiver war danach nicht nötig. Hierzu haben angabegemäß, die langjährigen Geschäftsbeziehungen, eine frühzeitige Ankündigung bzw. Abstimmung zur Unterschreitung des Covenants, eine zum Vorjahr positive Geschäftsentwicklung, die bestehenden Sicherheitengestellungen sowie ein Gesellschafterdarlehen mit Nachrang über 200 T€ beigetragen. Die Kreditlinien und Bedingungen (inkl. angepasster Covenants) sollen ab Februar 2015 neu verhandelt und vereinbart werden. Auf Grundlage der letzten Darlehensprolongationen und nach den Erläuterungen des Managements gehen wir mit einer dem Rating entsprechenden Mindestwahrscheinlichkeit davon aus, dass GOLFINO mit den finanzierenden Banken eine weitere Prolongation, zu angepassten Konditionen und Bedingungen vereinbaren wird. Die Realisation bleibt jedoch abzuwarten. Nach Abschluss der neuen Kreditverträge wird sich der Vorstand Angabe gemäß verstärkt mit der Konkretisierung der Konzepte zur Refinanzierung der bestehenden Unternehmensanleihe beschäftigen.

## Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und gänzlich den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Der Bericht darf nur in Gänze veröffentlicht werden um die Gesamtaussage der Inhalte nicht zu verfälschen. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwandt werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht statthaft. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

## Kontaktdaten

Creditreform Rating AG  
Hellersbergstraße 11  
D-41460 Neuss

Telefon +49 (0) 2131 / 109-626  
Telefax +49 (0) 2131 / 109-627  
E-Mail [info@creditreform-rating.de](mailto:info@creditreform-rating.de)  
[www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de)

Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl  
HR Neuss B 10522

GOLFINO AG  
Humboldtstraße 19  
D-21509 Glinde

Telefon +49 (0) 40-727 55-195  
E-Mail [anleihe@golfino.com](mailto:anleihe@golfino.com)  
[www.golfino.com](http://www.golfino.com)

Vorstandsvorsitzender:  
Dr. Bernd Kirsten  
Aufsichtsratsvorsitzende:  
Christel Kirsten  
Amtsgericht Lübeck HRB 3760 RE