



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Credit Research



Update zur Unternehmensanleihe

Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

26. September 2012

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Anleihe: Überdurchschnittlich attraktiv

Ersteller: Winfried Becker (Analyst)
Kontakt: Independent Research GmbH
Tel.: +49 (0) 69 971 490 0
Fax: +49 (0) 69 971 490 90

Unternehmensdaten

Land: Deutschland
Branche: Textil
ISIN: DE000A1PGWZ2
Rechnungslegung: HGB
Internet: www.steilmann-boecker.de

Anleihedaten

Gesamtnennbetrag: 23 Mio. Euro
Laufzeit: 27.06.2012 - 26.06.2017
Ausgabepreis: 100% des Nennbetrages
Verzinsung: 6,75% p.a.
Rendite: 7,14% p.a.
Mindestzeichnungsbetrag: 1.000 Euro
Zinszahlung: jährlich
Unternehmensrating: BBB (Creditreform)
Kurs (Frankfurt):
25.09.2012 16:31 Uhr 98,45%

Quelle: Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG; Bloomberg

- ⇒ Im ersten Halbjahr 2012 gelang der Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (Steilmann-Boecker) ein Umsatzsprung um 13,9% auf 31,2 Mio. Euro. Flächenbereinigt lag das Umsatzwachstum bei 2% und damit über dem deutschen Mode-einzelhandel mit -1%.
- ⇒ Das bereinigte EBIT stieg im ersten Halbjahr 2012 um 38% auf 1,5 Mio. Euro. Somit verbesserte sich die bereinigte EBIT-Marge auf 4,9% (H1 2011: 4,0%).
- ⇒ Im September wurde eine neue Filiale in Hagen mit einer Verkaufsfläche von 3.000 m² eröffnet. Nach üblicherweise sechs bis neun Monaten, die für die Sortimentsumstellung und kleinere Umbauten benötigt werden, kann die Filiale voll zum Umsatz beitragen.
- ⇒ Ziel der Unternehmensstrategie ist es weiterhin, organisch wie auch über Akquisitionen zu wachsen. 2013 rechnen wir mit einer weiteren Flächenexpansion und haben zwei neue Filialen in unserer Planung berücksichtigt.
- ⇒ Für 2012 haben wir unsere Umsatzschätzung nicht verändert und rechnen weiterhin mit 63,5 Mio. Euro (+13,5%). Die Prognose für den Jahresüberschuss haben wir auf 2,3 (bisher: 2,4) Mio. Euro angepasst.
- ⇒ Im Rahmen der Anleiheemission flossen dem Unternehmen brutto 23 Mio. Euro zu. Die Anleihe wurde je zur Hälfte bei institutionellen Investoren und Privatanlegern platziert. Mit dem Erlös wurden u.a. die Verbindlichkeiten um 8,6 Mio. Euro reduziert.
- ⇒ Wir sind zuversichtlich, dass Steilmann-Boecker in der Lage sein wird, seinen Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe nachzukommen. Wir stufen die Anleihe unverändert als überdurchschnittlich attraktiv ein.

Kennzahlen	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	CAGR (2009-2014e)
Umsatzerlöse	42.059,5	47.910,0	55.927,8	63.469,7	79.777,3	102.538,1	19,5%
Umsatzwachstum	-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%	-
Rohertrag	18.786,7	21.746,2	25.063,7	28.130,1	35.850,9	46.290,3	19,8%
EBITDA	2.474,3	3.716,6	3.211,1	4.096,1	6.144,7	8.620,3	28,4%
EBITDA-Marge	5,9%	7,8%	5,7%	6,5%	7,7%	8,4%	-
EBIT	1.979,1	3.305,7	2.734,6	3.610,6	5.549,7	7.840,3	31,7%
EBIT-Marge	4,7%	6,9%	4,9%	5,7%	7,0%	7,6%	-
Jahresüberschuss	1.204,5	924,5	1.955,4	2.268,8	3.443,6	5.322,6	34,6%
Nettomarge	2,9%	1,9%	3,5%	3,6%	4,3%	5,2%	-
Operativer Cashflow	-1.063,5	1.855,0	-4.463,6	-239,7	1.767,9	6.537,5	-
Cashflow-Marge	-	-	-	-	2,2%	6,4%	-
Nettoverschuldung	5.696,0	6.624,6	2.291,3	13.954,2	18.642,9	19.725,5	28,2%
Nettoverschuldung / EBITDA	2,3	1,7	1,4	2,0	2,7	2,2	-
Net Gearing	4,4	4,6	0,3	1,9	2,6	2,7	-
Eigenkapitalquote	10,5%	8,8%	34,9%	20,6%	20,1%	19,0%	-
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	0,8	12,1	5,7	2,2	2,4	3,2	-
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	0,6	10,8	4,9	2,0	2,1	2,9	-

Zahlen in Tsd. Euro

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

HIGHLIGHTS

- Steilmann-Boecker konnte den Umsatz in H1 2012 gegenüber dem Vorjahreshalbjahr um 13,9% auf 31,2 (27,4) Mio. Euro steigern. Auf vergleichbarer Fläche ergab sich nach Unternehmensangaben ein Zuwachs von 2%. Dieser vergleicht sich mit einem geringen Umsatzrückgang von 1% im deutschen Modeeinzelhandel insgesamt.
- Steilmann-Boecker ist auch anorganisch über neue Standorte gewachsen. Ende 2011 wurden mit Göttingen und Koblenz zwei neue Standorte übernommen, die zusammen eine Verkaufsfläche von rund 7.000 m² haben. Im September, und damit nach Abschluss des Halbjahresberichtes, wurde eine weitere Filiale in Hagen mit rund 3.000 m² Verkaufsfläche übernommen. Während in Göttingen und Koblenz die Sortimentsumstellung und kleinere Umbaumaßnahmen weitestgehend abgeschlossen sind und die Standorte damit 2013 erstmals ein volles Jahr zum Umsatz beitragen werden, wird dies in Hagen erst im Sommer 2013 der Fall sein.
- Insgesamt verfügt Steilmann-Boecker damit jetzt über elf Filialen und fünf Outlets mit rund 36.500 m² Verkaufsfläche (Filialen: 33.000 m²; Outlets: 3.500 m²). Wie das Unternehmen im Rahmen der Anleiheemission bekannt gab, ist das weitere Flächenwachstum Teil der Unternehmensstrategie. Steilmann-Boecker prüft laufend neue Standorte und wir rechnen 2013 mit weiteren Filialeröffnungen.
- Das EBIT erreichte in H1 2012 1,0 Mio. Euro gegenüber 1,1 Mio. Euro im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in der Zahl von 2012 einmalige Sonderaufwendungen von 0,5 Mio. Euro für Sortimentsumstellungen und Werbekampagnen für die Standorte Göttingen und Koblenz enthalten sind. Bereinigt um diesen Effekt wäre das EBIT nach unseren Berechnungen um 38% auf 1,5 Mio. Euro gestiegen. Die Rohertragsmarge stieg von 44% (H1 2011) auf 45,2% in H1 2012.
- Die Anleiheemission im Juni 2012 brachte dem Unternehmen einen Mittelzufluss von brutto 23 Mio. Euro (angestrebt wurden 30 Mio. Euro). Dieser wird laut Unternehmensangaben überwiegend für die geplante Flächenexpansion und auch für die Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen eingesetzt. Entsprechend sind die liquiden Mittel zum 30.06.2012 sprunghaft auf 14,9 (31.12.2011: 1,4) Mio. Euro gestiegen.
- Nach Vorlage der H1-Zahlen haben wir unsere Prognosen geringfügig angepasst. Den Umsatz 2012 sehen wir unverändert bei 63,5 Mio. Euro. Beim Jahresüberschuss 2012 rechnen wir jetzt mit 2,3 (bisher: 2,4) Mio. Euro. Danach sind in H2 2012 noch 1,5 Mio. Euro zu erreichen (65% des Gesamtjahres), was wir als realistisch ansehen, da das zweite Halbjahr mit dem Weihnachtsgeschäft einen deutlich höheren Ergebnisbeitrag liefert als das erste Halbjahr.

- Durch die Anpassung der Prognosen haben sich auch einige Kennzahlen leicht verändert. Beim Zinsdeckungsgrad (EBITDA) schätzen wir für 2012 jetzt einen Wert von 2,2 anstatt vorher 2,3.
- Da wir jetzt mit einem niedrigeren Working Capital-Bedarf rechnen, erwarten wir beim operativen Cashflow 2012 jetzt einen Wert von -0,2 Mio. Euro gegenüber unserer bisherigen Schätzung von -3,2 Mio. Euro.
- Die Anleihe notiert aktuell knapp unter 100%; daraus ergibt sich derzeit eine Rendite von 6,87%, verglichen mit dem Kupon von 6,75%. Der Anleihekupon entspricht u. E. dem Chance/Risiko-Profil einer Anlage in der Steilmann-Boecker Anleihe. Der Anleihegläubiger erhält zusätzliche Sicherheit durch eine Erfüllungsübernahme nach §329 BGB durch die Steilmann Holding AG.

Ausgewählte Kennziffern der GuV-Rechnung H1 2012				
Einheit:	Tsd. Euro	H1 2011	H1 2012	Gj. 2012e
Geschäftsjahresende:	31. Dez			
Rechnungslegungsstandard:	IFRS			
Umsatzerlöse		27.426,0	31.248,8	63.469,7
in % ggü. Vorjahr		-	13,9%	13,5%
Rohergebnis		12.078,2	14.130,3	28.130,1
Rohergebnis-Marge		44,0%	45,2%	44,3%
EBIT		1.108,4	1.028,9	3.610,6
EBIT-Marge		4,0%	3,3%	5,7%
Jahresüberschuss		750,3	786,9	2.268,8
Umsatzrendite		2,7%	2,5%	3,6%

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Gewinn- und Verlustrechnung							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse		42.059	47.910	55.928	63.470	79.777	102.538
Veränderung ggü. Vorjahr		-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%
Sonstige betriebliche Erträge		456	684	595	332	336	329
Veränderung ggü. Vorjahr		-	49,8%	-12,9%	-44,3%	1,4%	-2,2%
Gesamtleistung		42.516	48.594	56.523	63.802	80.114	102.867
Veränderung ggü. Vorjahr		-	14,3%	16,3%	12,9%	25,6%	28,4%
Materialaufwand		-23.729	-26.847	-31.459	-35.671	-44.263	-56.577
in % von Gesamtleistung		55,8%	55,2%	55,7%	55,9%	55,3%	55,0%
Personalaufwand		-5.233	-5.865	-7.196	-7.892	-9.389	-10.976
in % von Gesamtleistung		12,3%	12,1%	12,7%	12,4%	11,7%	10,7%
Abschreibungen: Immat VG. + SAV		-495	-411	-476	-486	-595	-780
in % von Gesamtleistung		1,2%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-11.079	-12.165	-14.656	-16.142	-20.317	-26.694
in % von Gesamtleistung		26,1%	25,0%	25,9%	25,3%	25,4%	26,0%
Betriebsergebnis		1.979	3.306	2.735	3.611	5.550	7.840
in % von Gesamtleistung		4,7%	6,8%	4,8%	5,7%	6,9%	7,6%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge		2.765	111	289	874	1.082	1.080
Sonstige Finanzaufwendungen		-3.055	-307	-559	-1.831	-2.604	-2.695
Finanzergebnis		-291	-196	-271	-957	-1.522	-1.615
Außerordentliches Ergebnis		0	-1.615	0	0	0	0
Gewinn vor Steuern		1.689	1.494	2.464	2.654	4.028	6.225
in % von Gesamtleistung		4,0%	3,1%	4,4%	4,2%	5,0%	6,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		-484	-570	-509	-385	-584	-903
Steuerquote		28,7%	38,2%	20,6%	14,5%	14,5%	14,5%
Jahresüberschuss		1.204	924	1.955	2.269	3.444	5.323
in % von Gesamtleistung		2,8%	1,9%	3,5%	3,6%	4,3%	5,2%
Verbuchung auf Gesellschafterkonten Kommanditisten		-1.205	-924	-1.955	-2.269	-3.444	-5.323

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Bilanz								
	Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva								
Immaterielle Vermögenswerte			1	1	1	0	0	0
Sachanlagen			2.107	1.925	1.976	1.991	5.396	8.616
Langfristige Vermögenswerte			2.108	1.926	1.977	1.991	5.396	8.616
Vorräte			9.501	13.755	17.034	18.226	22.236	25.571
Forderungen aus Lieferung und Leistung			0	10	51	25	26	26
Forderungen ggü. Verbundenen Unternehmen			0	38	0	3.100	2.108	401
Sonstige Vermögenswerte, kurzfristig			107	312	433	438	451	464
Aktive latente Steuern			0	10	10	0	0	0
Zahlungsmittel/ -äquivalente			645	548	1.363	11.625	5.949	3.164
Kurzfristige Vermögenswerte			10.253	14.672	18.891	33.414	30.770	29.626
Summe Aktiva			12.361	16.599	20.867	35.405	36.166	38.242
Passiva								
Kapitalanteile			1.137	1.264	1.289	1.289	1.289	1.289
Kapitalrücklage			162	162	5.962	5.962	5.962	5.962
Rücklage aus BilMoG-Umstellung			0	30	30	30	30	30
Jahresüberschuss			1.204	923	1.955	2.269	3.444	5.323
Ergebnisverteilung bei PersG/EU			-1.205	-924	-1.955	-2.269	-3.444	-5.323
Eigenkapital			1.299	1.455	7.280	7.280	7.280	7.280
Rückstell. für Pensionen / ähnl. Verpflicht.			95	63	69	75	80	85
Steuerrückstellungen			162	198	6	105	181	341
Sonstige Rückstellungen			209	191	386	297	297	297
Rückstellungen			467	453	462	477	558	724
Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung			2.022	5.079	6.458	4.521	5.063	6.785
Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen			346	5.978	4.841	0	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern			7.461	2.862	1.193	0	0	0
Sonstige Verbindlichkeiten			767	772	634	723	860	1.049
Anleihen			0	0	0	22.404	22.404	22.404
Verbindlichkeiten			10.596	14.690	13.126	27.647	28.327	30.238
Summe Passiva			12.361	16.599	20.867	35.405	36.166	38.242

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Cashflow-Rechnung							
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez. HGB	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss (vor außerordentlichen Posten)		1.204	941	1.955	2.269	3.444	5.323
Abschreibungen		495	410	477	486	595	780
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge		0	0	-1	109	1.068	1.868
Gewinne Abgang SAV / immaterielle Vermögenswerte		0	0	19	0	0	0
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L. u. anderer Aktiva		-374	-1.209	-3.402	-1.171	-4.023	-3.349
Zunahme / Abnahme VB L.L. u. anderer Passiva		-2.670	439	-3.521	-1.937	680	1.911
Veränderung: Working Capital		-3.044	-770	-6.923	-3.109	-3.343	-1.438
Veränderung Pensions- u. sonst. langfr. Rückstell.		281	-307	9	6	5	5
Einzahlungen/Auszahlungen a. außerordentl. Posten		0	1.581	0	0	0	0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit		-1.064	1.855	-4.464	-240	1.768	6.537
Investitionen in Sachanlagen		-126	-2.225	-549	-500	-4.000	-4.000
Einzahlungen aus Abgänge SAV / Immat. Vw		0	0	3	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-126	-2.225	-546	-500	-4.000	-4.000
Zunahme (+) Finanzverbindlichkeiten		0	0	0	22.404	0	0
Auszahlungen/Einzahlungen verbundene Unternehmen		0	0	0	-7.941	0	0
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern		0	0	0	-1.193	0	0
Einzahl. / Auszahl. aus Kapitalmassnahmen		1.206	157	5.825	0	0	0
Auszahlungen an Untermehenseigner		0	0	0	-2.269	-3.444	-5.323
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		1.206	157	5.825	11.001	-3.444	-5.323
Summe Cashflows		16	-213	815	10.262	-5.676	-2.785
Veränderungen: Wechselkurse/Konsolidierung/Sonstige		-1	116	0	-1	0	0
Zahlungsmittel am Anfang der Periode		629	645	548	1.363	11.625	5.949
Zahlungsmittel am Ende der Periode		645	548	1.363	11.625	5.949	3.164

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Ausgewählte Kennzahlen

Einheit :	Tsd. Euro						
Geschäftsjahresende :	31. Dez.						
Rechnungslegungsstandard :	HGB						
		2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Wachstumsanalyse							
Umsatzwachstum		-	13,9%	16,7%	13,5%	25,7%	28,5%
EBITDA-Wachstum		-	50,2%	-13,6%	27,6%	50,0%	40,3%
EBIT-Wachstum		-	67,0%	-17,3%	32,0%	53,7%	41,3%
EBT-Wachstum		-	-11,5%	64,9%	7,7%	51,8%	54,6%
Margenanalyse							
EBITDA-Marge		5,9%	7,8%	5,7%	6,5%	7,7%	8,4%
EBIT-Marge		4,7%	6,9%	4,9%	5,7%	7,0%	7,6%
EBT-Marge		4,0%	3,1%	4,4%	4,2%	5,0%	6,1%
Nettomarge		2,8%	1,9%	3,5%	3,6%	4,3%	5,2%
Renditeanalyse							
ROI		9,7%	6,4%	10,4%	8,1%	9,6%	14,3%
ROCE		17,1%	29,3%	20,3%	23,8%	26,8%	28,6%
ROE		92,7%	67,1%	44,8%	31,2%	47,3%	73,1%
ROIC		107,2%	187,8%	50,2%	17,4%	16,7%	23,3%
Bilanzanalyse							
Eigenkapitalquote		10,5%	8,8%	34,9%	20,6%	20,1%	19,0%
Anlagendeckung I		61,6%	75,6%	368,3%	365,6%	134,9%	84,5%
Anlagendeckung II		61,6%	75,6%	368,3%	1490,9%	550,1%	344,5%
Anlagenintensität		17,1%	11,6%	9,5%	5,6%	14,9%	22,5%
Vorratumschlag		4,4	3,5	3,3	3,5	3,6	4,0
Debitorenumschlag		-	9.748	1.851	1.672	3.139	4.010
Debitorenlaufzeit/-ziel		-	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1
Working Capital / Umsatz		15,7%	15,3%	16,2%	18,3%	18,6%	16,8%
Kreditorenlaufzeit/-ziel		-	48,3	66,9	56,2	39,5	38,2
Haftungskapital		1.299	1.455	7.116	7.017	6.941	6.780
Verschuldung							
Nettoverschuldung (Tsd. Euro)		5.696	6.625	2.291	13.954	18.643	19.726
Nettoverschuldung / EBITDA		2,3	1,7	1,4	2,0	2,7	2,2
Net Gearing		4,4	4,6	0,3	1,9	2,6	2,7
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)		0,8	12,1	5,7	2,2	2,4	3,2
Zinsdeckungsgrad (EBIT)		0,6	10,8	4,9	2,0	2,1	2,9
Cashflow-Analyse							
Free Cashflow (FCF)		-1.190	-370	-5.013	-739	-2.232	2.537
FCF / Umsatz		-2,8%	-0,8%	-9,0%	-1,2%	-2,8%	2,5%
FCF / Jahresüberschuss		-98,8%	-40,1%	-256,3%	-32,6%	-64,8%	47,7%
Capex (Tsd. Euro)		126	2.225	549	500	4.000	4.000
Capex / Abschreibungen		0,3	0,6	1,1	1,0	6,7	5,1
Capex / Umsatz		0,3%	0,5%	1,0%	0,8%	5,0%	3,9%
Operativer Cashflow / Nettofinanzschulden		-18,7%	28,0%	-194,8%	-1,7%	9,5%	33,1%
Zahlungsmittel / Finanzschulden		10,3%	7,7%	38,0%	51,9%	26,6%	14,1%
Cash Conversion (Operativer Cashflow / EBIT)		-0,5	0,6	-1,6	-0,1	0,3	0,8

Quelle: Independent Research; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Anleihe - Einzelemitenten -

Überdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
Durchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen.
Unterdurchschnittlich attraktiv:	Die Ausstattung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Bondanalysen:

Bei der Analyse von Unternehmensanleihen wird sowohl eine klassische Bilanzanalyse als auch ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die klassische Bilanzanalyse umfasst dabei in erster Linie die Bewertung des Emittenten hinsichtlich seiner Fähigkeit, sowohl die Finanzschulden als auch die damit zusammenhängenden Zinszahlungen zu bedienen. Bei der Peer-Group-Analyse wird ein Vergleich von Anleihen- und Unternehmenskennzahlen (z.B. Rating, Kupon, Laufzeit, Branche, Nettoverschuldung/EBITDA) durchgeführt. Die Vergleichbarkeit der gewonnenen Informationen wird in erster Linie durch die Branchenzugehörigkeit und das Bonitätsrating bestimmt. Die Einstufung der Emerging Market-Bonds erfolgt als Kombination von Länderrisikobewertung, Einschätzung der Konjunktur- und Politik- Situation sowie dem Peer-Group-Vergleich, wobei diese Kombination gegebenenfalls in einen Kontext zur allgemeinen Lage am Bondmarkt gesetzt wird. Die Länderrisiko- und Konjunktüreinschätzung betrachtet die wirtschaftliche und politische Situation sowie die Perspektiven des jeweiligen Landes und bedient sich dabei der gängigen makroökonomischen Indikatoren (z.B. BIP-Wachstum, Inflation, Wechselkursentwicklung, Verfassung der Regierung) sowie der Bonitätskennzahlen zur ex- und internen Verschuldung. Die Peer Groups leiten sich aus vergleichbaren geographischen oder wirtschaftspolitischen Gegebenheiten bzw. aus einer vergleichbaren Ratingkategorie ab.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

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

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monate befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

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

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 26.09.2012 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	Interessenkonflikte
Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG	4, 5, 6

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Stand: 26.09.2012

**Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main**

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Internet: www.irffm.de