



## ***SPOTLIGHT ON VALUE***

*economic and market ideas and how they may benefit our investors*

**BUILDING VALUE ASSOCIATES Ltd**

Phone +44 208 287 9442  
E-mail enquiries@bvaltd.com

Equity Analysis  
Asset Management Advisory  
In-depth financial modelling  
and consulting



*July 10<sup>th</sup> 2007*



### ***ENGLISH LANGUAGE SUMMARY***

***PUMA'S WHITE KNIGHT IS OUT TO REAP THE BENEFITS OF A  
TAKEOVER ON THE CHEAP!***

After several years of steady recovery, Puma recently announced that the French retailer and connoisseur of fine international brands, PPR, was taking a 27% interest in Puma as part of a “strategic partnership”. The report looks more closely at this transaction, and considers what its implications are for Puma’s shareholders.

We conclude that we cannot easily see where the synergies on such a deal will come through at the operating level, and we are not confident that closer liaison between Puma and PPR will bring with it significant benefits for Puma. We can more readily understand the interest of M.Pinault, the proprietor of PPR, who may think that he can add Puma to his list of global brands, such as Gucci and others.

PPR has offered €30 a share, and the market immediately bid up Puma shares to this level after the intended transaction was announced. We have calculated that this while this represents a premium on what our valuation model, ValueBuilder, suggests the

company is worth (€308), it is still too low to justify taking control over Puma. We think that PPR should proceed with a full bid for Puma, and buy all the outstanding shares at the €330 price. However, considering the investment put in by Puma, it would be reasonable for Puma shareholders to expect more than €330 shares if they were to give up their control over the company.

Failing a full bid, we cannot discern any obvious benefit to Puma shareholders from PPR holding a large minority shareholding position. We suspect that such a shareholding will contribute little to raising operating efficiencies at Puma. We also suspect that the true motive for this “deal” may be to keep Puma out of the clutches of a larger competitor, such as Nike. Leaving anti-trust considerations to one side for the moment, we are unclear about the value creating elements of the PPR deal. While it represents an uplift on our valuation, we think this is insufficient to reward Puma shareholders for surrendering control, and they should hold out for a more generous offer from PPR.

## Weißer Ritter will Früchte ernten..

Die seit Wochen stattfindenden Spekulationen bezüglich der Übernahme der PUMA AG endeten nun in einem Barangebot der PPR an die Aktionäre der PUMA. Nachdem sich der französische Konzern, der sich überwiegend auf Luxusartikel und Einzelhandelsaktivitäten spezialisiert hat, die Anteile der Tchibo-Erben Herz über die Mayfair Vermögensgesellschaft sicherte, forciert seit Wochen den Erwerb der übrigen Aktien. Das Angebot, welches vom Puma-Vorstand als „freundlich“ beurteilt wird beläuft sich derzeit auf 330€pro Aktie.

Aus strategischen Gründen würde ein vollständiger Einstieg der PPR bei PUMA, welches sich mittlerweile zu einer Premium-Marke gemausert hat, durchaus Sinn machen. PUMA passt von der Struktur her gut zum Luxusgüter-Bereich der PPR und würde sich in dessen attraktives Markenportfolio einreihen. Auch wenn hier unterschiedliche Preissegmente angesprochen werden, stellt sowohl die Marketing- und Produktentwicklungsaktivität im Premium-Segment GUCCI-Group als auch die Retailaktivität mit einer Erfahrung von knapp 1.000 Einzelhandelsgeschäften der gesamten PPR ein großes Netzwerk für PUMA dar. Zudem kann die PPR mit den hervorragenden Zahlen der PUMA AG ihre schwache Einzelhandelssparte ausgleichen um so eine höhere EBITDA-Marge bei einem stark erhöhten Umsatz von knapp 2,5 Mill. €im Konzernabschluss auszuweisen.

Da wir einige Synergien in den Vertriebskanälen und Produktlinien insbesondere innerhalb der GUCCI-Group ausmachen können, sind wir der Meinung, dass eine insgesamt starke PUMA auch mit der PPR als Großaktionär statt alleiniger Eigner eine gute Performance in der Zukunft erreichen kann. Aus der DCF-Bewertung haben wir unter äußerst vorsichtigen Schätzungen ein Kursziel von ca. 310 € pro Aktie ausgemacht, ohne Synergien aus der Partnerschaft mit der PPR einzubeziehen. Auch bei solch einer konservativen Betrachtungsweise scheint uns die angebotene Kontrollprämie von ca. 24% auf den durchschnittlichen Kurs des letzten Monats vor der Offerte als zu gering.

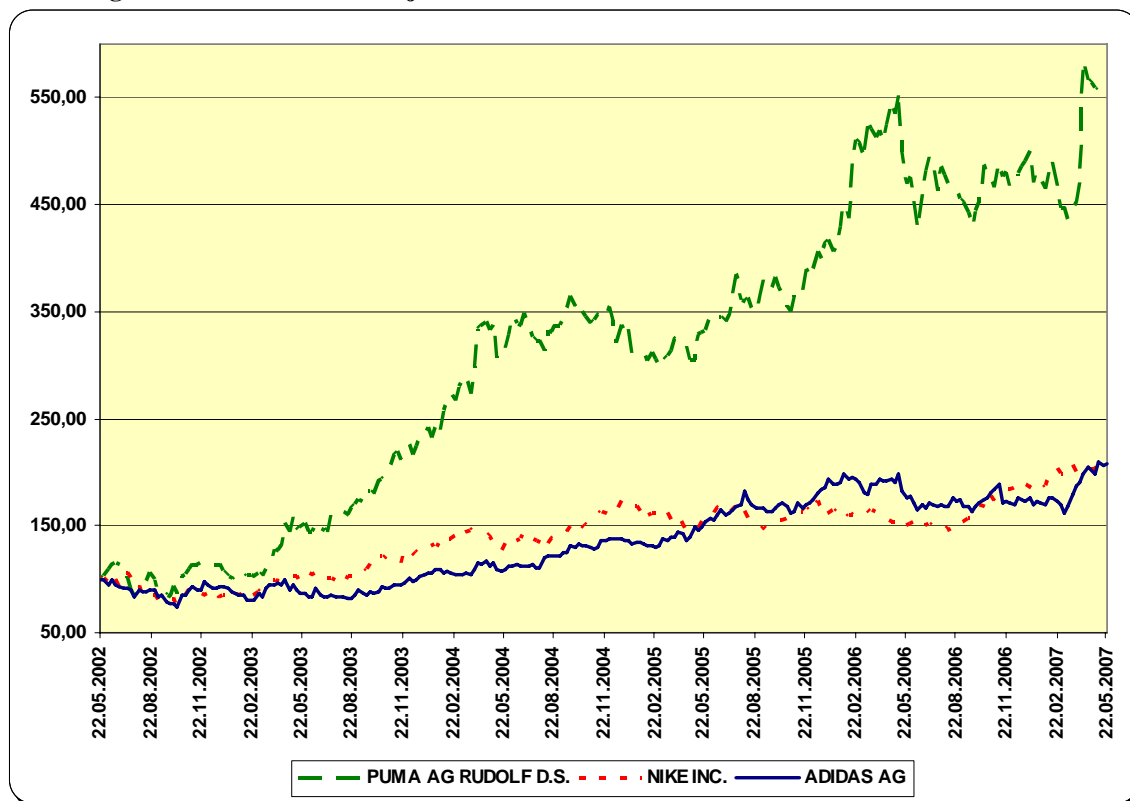
Unserer Meinung nach reichen die von der PPR und vom Puma-Management genannten Argumente nicht aus, um die Aktionäre der PUMA von einem Verkauf ihrer Anteile zu überzeugen. Bei einem Preis von 330€und einer vollständigen Übernahme kann nur der französische Konzern und PUMA gewinnen, nicht jedoch die restlichen Aktionäre. In der jetzigen Situation sollte sich auch ein Pinault fragen, ob er als Puma-Aktionär das Papier verkaufen würde ohne die Synergien aus der Partnerschaft mit der PPR als Großaktionär zu ernten.

Es ist schon auffällig, dass der Vorstandsvorsitzenden der PUMA AG Jochen Zeitz einerseits den „strategischen fit“ in der Partnerschaft hervorhebt, andererseits die jetzigen Aktionäre nicht daran teilhaben lassen möchte. Das bei einer geringeren Beteiligung die Motivation zur Schaffung von Synergien durch die PPR gering ausfallen würde, halten wir lediglich für einen Erpressungsversuch, zumal selbst Pinault seine Anteile an PUMA auch bei einer 30%-igen Beteiligung als ein langfristiges Investment ansieht. Zeitz Aussage "Wir als Vorstände müssen noch mehr Dinge berücksichtigen als den Shareholder Value, nämlich dass wir den richtigen Partner bekommen" deutet im Hinblick vorhergegangener Übernahmephantasien durch Nike darauf, dass noch mehr Dinge im Spiel sind als Aktionärsinteressen. Wir denken, dass PUMA den weißen Ritter mit der PPR gefunden hat, den es zum Schutz vor einer Übernahme durch Nike benötigt, anders können wir uns nicht erklären, warum dieses Übernahmeangebot als „fair und angemessen“ bezeichnet werden kann.

Wir denken, dass das Angebot „gut bis sehr gut“ sein sollte, daher empfehlen wir, die PUMA-Aktie auch weiterhin zu halten.

## *Aktienkurs: Was kommt nach dem Kurssprint?*

Abbildung 1: PUMA-Aktie im Fünfjahres-Zeitraum



Quelle: Datastream, verwertet in ValueBuilder

Die Entwicklung des Aktienkurses von PUMA in den vergangenen 5 Jahren ist fast durchgehend von Erfolg gekrönt. Dies wird besonders im Vergleich zu den beiden großen Wettbewerbern Nike und Adidas deutlich, die ihrerseits zwar auch einen positiven und vor allem stetigen Trend im Aktienkurs aufweisen, jedoch nicht annähernd mit dem Kursanstieg der PUMA konkurrieren können. Insgesamt hat sich die Aktie sehr gesund entwickelt, da den starken Kurserhöhungen meist eine Stabilisierung im Seitwärtstrend folgte. Solch eine Stabilisierung ist auch im Letztjahreszeitraum zu beobachten. Der starke Kursanstieg am Ende des Betrachtungszeitraumes ist jedoch mehr mit der Übernahmeofferte der französischen PPR zu erklären als mit verbesserten Zukunftsaussichten des Unternehmens.

### ***PUMA AG: Wandel eines Sportkonzerns***

Die PUMA AG ist ein Sportartikelanbieter und derzeit die Nummer drei auf dem Weltmarkt hinter Nike und Adidas. Das Unternehmen unterteilt seine gesamten Aktivitäten in die drei Produktsegmente Schuhe (Footwear), Textilien (Apparel) und Accessoires.

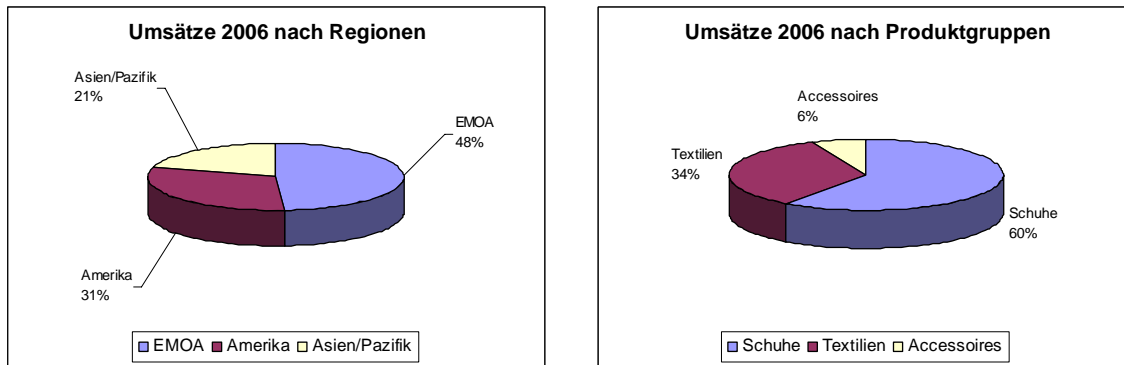
Im Schuhbereich werden vor allem Fußballschuhe, sportliche Freizeitschuhe und klassische Schuhe angeboten. Seit kurzem wurde das Produktangebot in diesem Segment durch Schuhe für den Motorsport und Golfschuhe erweitert. Damit steuern Schuhe mit einem 60%-igen Anteil weiterhin den Großteil der Umsatzerlöse bei. Die zweite Säule des Unternehmens ist mittlerweile der Textilbereich. Hier werden vorwiegend sportliche Textilien wie Trainingsanzüge, Trikots und T-Shirts sowie modische Freizeitbekleidung (Polo-Shirts, Beachwear, Golfwear) angeboten. Hierbei wurde die Produktpalette

besonders durch den neuen Golf-Bereich ausgeweitet. Im Zuge der Produkterweiterungen generiert der Textilbereich mittlerweile schon 34% der Umsatzerlöse. Das dritte und kleinste Produktsegment der Accessoires mit einem Umsatzanteil von 6% trumpft vor allem mit unterschiedlichen Varianten von Bällen, Sportzubehör, Taschen, Sonnenbrillen, Mützen und Düften.

Verkauft werden die Artikel über Sportfachgeschäfte, Warenhäuser, im Internet-Shop und seit einigen Jahren auch in so genannten „Concept-Stores“, dem im Aufbau befindlichen Einzelhandelsgeschäft in Metropolen und größeren Städten.

Die PUMA AG unterteilt ihre regionalen Aktivitäten in EMOA (Europa/ Mittlerer Osten/ Afrika), Amerika und Asien/Pazifik, wobei EMOA mit 48% der Umsatzstärkste Raum gefolgt von Amerika (31%) und Asien/Pazifik (21%) ist.

**Abbildung 2: Umsätze nach Regionen und Produktgruppen**



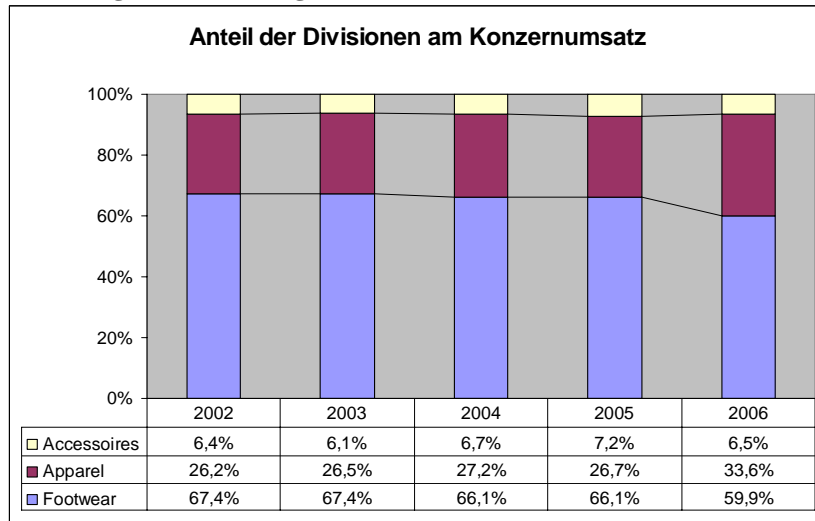
**Quelle: PUMA**

Obwohl PUMA traditionell im Schuhsegment angesiedelt ist, wurde aus strategischen Gründen eine Neuorientierung zum Sportlifestyle/Fashion vollzogen. Wir denken, dass eine Weiterentwicklung zum Sportlifestyle notwendig war, um dem Unternehmen einen weiteren Wachstumsschub zu geben.

Die wichtigsten Entwicklungen der letzten 5 Jahre aus Abbildung 3 waren dabei:

- Erhöhung des Textilanteils am gesamten Konzernumsatz
- traditionelles Schuhgeschäft leistet einen von Jahr zu Jahr schrumpfenden Beitrag zum Umsatz
- Accessoires verhalten sich mehr oder weniger stabil

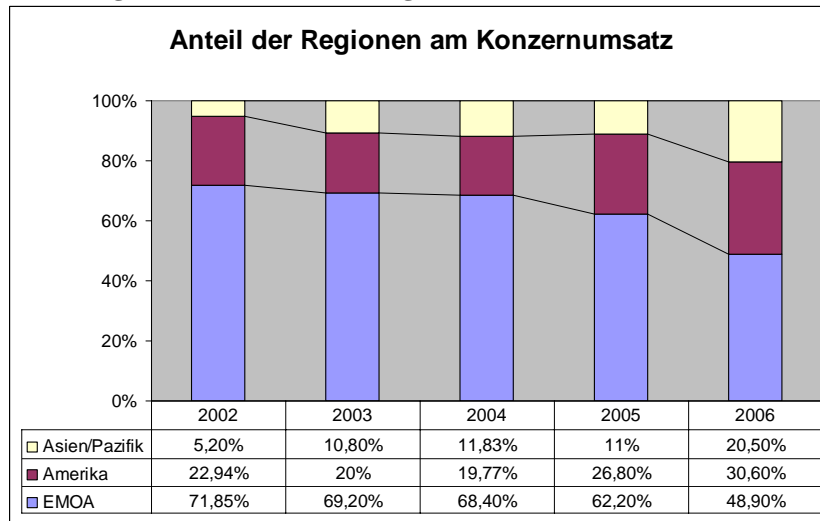
**Abbildung 3: Entwicklung der Divisionen**



Quelle: PUMA

Bei der regionalen Entwicklung geht es dem Unternehmen besonders um die Expansion in Märkte außerhalb Europas. Durch die Übernahme ehemaliger Lizenznehmer bzw. Distributoren und durch die Platzierung von Concept-Stores als Einzelhandelskanal konnte Puma besonders in Amerika und Asien über die letzten 5 Jahre erfolgreich agieren.

**Abbildung 4: Anteil der Berichtsregionen am Konzernumsatz**



Quelle: PUMA

Aus der obigen Abbildung wird deutlich, dass besonders der asiatische Raum durch Übernahmen bzw. Rückführungen ehemaliger Lizenznehmer mittlerweile über ein Fünftel des konsolidierten Umsatzes ausmacht. Auch auf dem amerikanischen Markt konnte PUMA sich positiv entwickeln. Dort haben sich die Umsätze des Sportartikelkonzerns um 447% auf 724,1 Mio. € gesteigert.

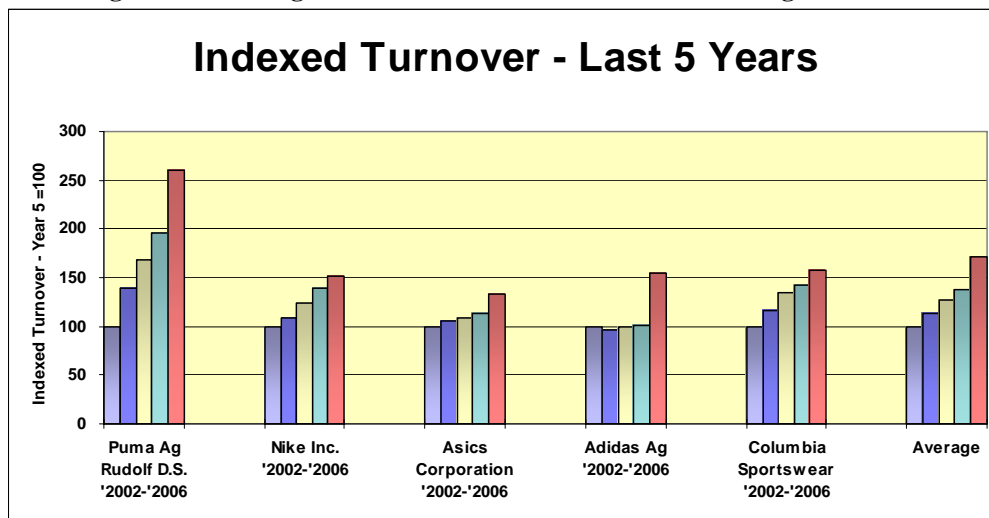
## Performance der PUMA AG

Für eine detaillierte Analyse haben wir die Leistung von Puma über die letzten 5 Jahre analysiert. Der historische Analysezeitraum umfasst somit die komplette Phase III (Momentum), sowie das erste Jahr der Phase IV (Expansion). Gegenstand der Analyse sind die wesentlichen Werttreiber, die Einfluss auf den Marktwert des Eigenkapitals haben, insbesondere das Umsatzwachstum, Gewinnmargen und Investitionen.

Des Weiteren wird für die Analyse ein Branchenvergleich vorgenommen. Dabei wird die PUMA AG mit der Nike Corp., der ADIDAS AG, der Asics Corporation und der Columbia Sportswear verglichen.

### Konsolidierte Umsätze – Was ist noch drin?

Abbildung 5: Entwicklung der indexierten Umsätze im Branchenvergleich



Quelle: Datastream, verwertet in ValueBuilder

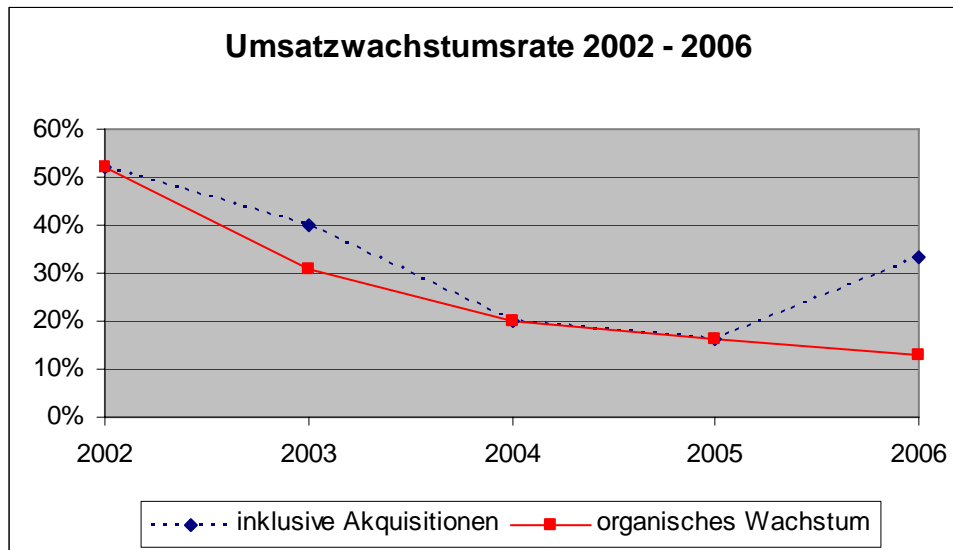
Aus der Abbildung wird deutlich, dass bis auf die Adidas AG alle Unternehmen in den letzten 5 Jahren kontinuierlich wachsende Umsätze aufweisen. Adidas selbst hat nach mehr oder weniger konstanten Umsätzen in den Jahren 2002-2005 das Wachstum durch den Kauf von Reebok im Januar 2006 „erzungen“. Es sind aufgrund der Entwicklung des Wechselkurses jedoch auch die daraus resultierenden Währungseffekte zu berücksichtigen. Die schwache Entwicklung des Dollar hat somit dem Auslandsgeschäft der deutschen Unternehmen PUMA und Adidas aufgrund der Präsenz auf dem nordamerikanischen Kontinent geschadet, während die amerikanische Nike daraus Profit schlagen konnte. Die währungsbedingte Umsatzentwicklung der Unternehmen Nike und Adidas ist wahrscheinlich ähnlicher, als es beim ersten Blick den Anschein macht. PUMA konnte jedoch auch mit Währungseffekten bei einer Steigerung um ca. 260% an allen Wettbewerbern in der Kategorie Umsatzwachstum vorbeiziehen. Der Grund liegt einerseits in einer Erweiterung des Konsolidierungskreises durch die Integration ehemaliger Lizenznehmer und zum anderen an einem organischen Wachstum bedingt durch Investitionen für den Retail-Bereich.

Da die Sportartikelindustrie auch spürbar von Sportevents wie olympischen Spielen und besonders von Welt- und Europameisterschaften im Fußball beeinflusst wird, gehen wir davon aus, dass sich das Umsatzwachstum in den Jahren 2008, 2010 und 2012 positiver Verhalten wird, als in den Jahren dazwischen. Vor allem die Europameisterschaft in Österreich und der Schweiz in Verbindung mit dem erstmaligen Einbezug der Umsätze von „PUMA Korea“ werden im Jahr 2008 einen positiven Einfluss auf

das Konzernergebnis haben. Dieser Effekt könnte sich noch stärker auswirken, da die olympischen Spiele im Jahr 2008 mit Peking im asiatischen Raum liegen und PUMA sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2006 durch die Übernahme der chinesischen „Liberty China Holding Limited“ eine gute Ausgangslage geschaffen hat.

Wir registrieren jedoch auch, dass es für PUMA aufgrund der in der kurzen Zeit erreichten Unternehmensgröße immer schwieriger wird, die beeindruckenden Umsatzzuwächse der Vergangenheit zu wiederholen. Das Jahr 2002 war in der PUMA Unternehmensgeschichte ein überdurchschnittlich gutes Jahr, doch ist erkennbar, dass die Umsatzwachstumsraten danach kontinuierlich abnehmen.

**Abbildung 6: Entwicklung der Umsatzwachstumsrate**



Quelle: PUMA, BVA

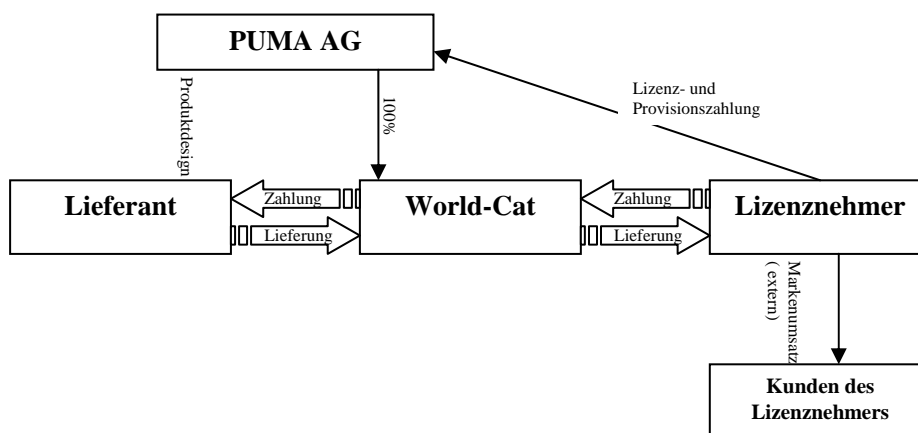
Die Linien im obigen Diagramm verdeutlicht diesen Zusammenhang: Hätte man ehemalige Lizenzmärkte durch die Übernahme der dortigen Distributoren nicht zurückgeführt, so wäre die rote Linie der Verlauf der Umsatzwachstumsrate gewesen. Da jedoch in 2003 und 2006 Rückführungstransaktionen stattgefunden haben, ergab sich die gestrichelte blaue Linie, so dass konstatiert werden kann, dass das organische Wachstum insgesamt im Zeitablauf sinkt. Für Puma wird es in Zukunft schwierig, das immer schwächer werdende organische Wachstum mit Rückführungen von Lizenzmärkten auszugleichen, da in der Vergangenheit ein großer Teil dieser Märkte schon in den Konzern integriert wurde. Lediglich der koreanische Markt, als eines der verbliebenen Potenziale kann im Jahr 2008 für einen weiteren Schub bei den Umsätzen sorgen. Da Puma langsam die Lizenznehmer ausgehen verwundert es nicht, dass seit 2005 auch erstmals die Investition in Nicht-Puma Marken ins Auge gefasst wurde.

Unserer Meinung nach sind hier auch die Motive für eine Partnerschaft der Puma mit der PPR als Einzelhandels- und Modespezialisten sehr deutlich. Das Management der Puma-AG sieht dabei eine große Chance, auch das organische Wachstum durch Forcierung im Retailbereich wieder zu steigern um der immer weiter abnehmenden Umsatzwachstumsrate entgegenzuwirken.

## Performance: Lizenzumsätze – Potenzial fast ausgeschöpft..

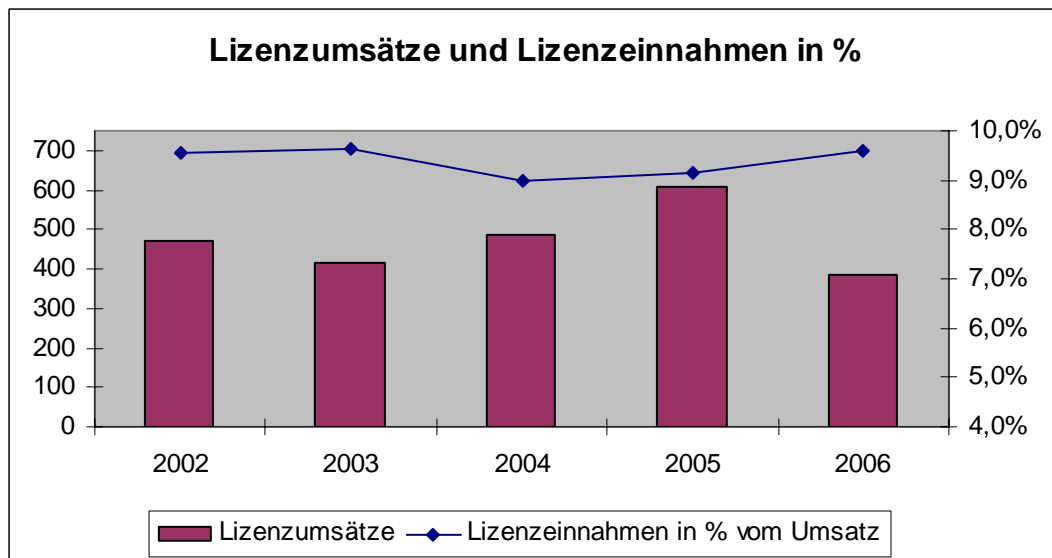
Die PUMA AG betreibt neben ihren Direktverkäufen insbesondere mit den Regionen Asien und Lateinamerika ein Geschäft mit Vertriebslizenzen. Dabei werden die Umsätze, die Lizenznehmer mit PUMA-Produkten<sup>1</sup> realisieren, zu den weltweiten Markenumsätzen gerechnet, da sie jedoch Geschäfte mit Dritten darstellen nicht im Konzernabschluss der PUMA AG konsolidiert. Lediglich das Einkommen aus den Lizenz- und Provisionsgebühren in Abhängigkeit der Umsätze wird in der Konzern-GuV verbucht. Puma nutzte in der Vergangenheit diesen Vertriebsweg als einen einfachen und effektiven Weg, ohne große Organisationsstrukturen und Kapitalinvestitionen neue Märkte zu erschließen. Im Jahr 2002 konnte PUMA daraus beispielsweise 44,9 Mio. Profit aus 470,2 Mio. Umsätzen der Lizenznehmer mit Dritten schlagen. Dies entspricht einem Profit i.H.v. 9,55% pro €Lizenzumsatz.

Die Vertriebsstruktur über Lizenznehmer bzw. Distributoren verläuft folgendermaßen:



Die Entwicklung der Lizenzumsätze und die daraus erzielten Lizenzeneinkünfte und Provisionen in % vom Umsatz können aus der folgenden Abbildung entnommen werden.

Abbildung 7: Lizenzumsätze und Lizenzeneinnahmen



Quelle: PUMA

<sup>1</sup> Die Produkte werden von der PUMA-eigenen „World Cat“ bezogen.

Die PUMA AG ist in den letzten 10-15 Jahren stark gewachsen und konnte durch Investitionen und Markenbemühungen eine solide finanzielle Grundlage zur Weiterentwicklung des Konzerns aufbauen. In diesem Sinne ist PUMA bestrebt, Lizenzmärkte mit hohem Wachstumspotenzial in den Konzern zu integrieren, da zum einen die Basis für eine Marktpräsenz mit dem dafür notwendigen Kapital möglich ist und zum anderen der Direktvertrieb ohne Lizenznehmer eine höhere Gewinnmarge verspricht. Als Konsequenz daraus wurden in der Vergangenheit Rückführungen starker Lizenzmärkte vorgenommen. Die wichtigsten Rückführungen waren dabei Japan im Jahr 2003, sowie Japan (Apparel), Taiwan, China, Hong Kong, Argentinien, Chile, Mexiko und Kanada im Jahr 2006.

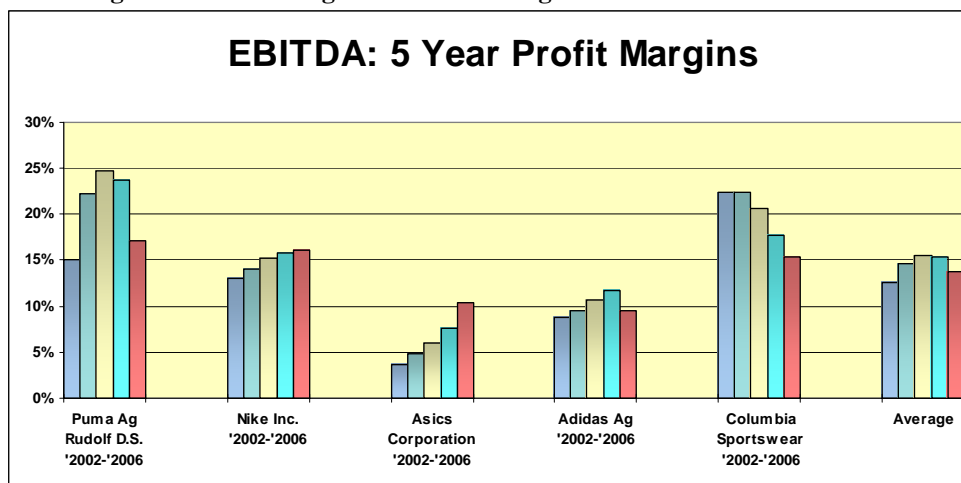
Die Auswirkung der Integration ehemaliger Lizenzmärkte wird aus der Abbildung besonders deutlich. Die Rückgänge der Lizenzumsätze in den Jahren 2002 und 2006 sind eindeutig in der Rückführung zu sehen, wobei die steigenden Lizenzumsätze in den Jahren 2003 bis 2005 mit dem allgemeinen Umsatzwachstum mit PUMA-Produkten korrespondieren. Für das Jahr 2008, in dem eine Übernahme des koreanischen Distributors schon beschlossene Sache ist, gehen wir ebenfalls von einem sprunghaften Rückgang der Lizenzumsätze und damit den Einnahmen davon aus. Da der Anteil der Lizenzumsätze an den Markenumsätzen von ehemals 34,1% (2002) auf 14% (2006) gesunken ist, und die Übernahme des koreanischen Distributors im Jahr 2008 diesen Wert weiterhin zum sinken bringen wird, gehen wir in Zukunft davon aus, dass Lizenzumsätze (Vertriebslizenzen) nach einer Übergangsphase höchstens 10% des Konzernergebnisses besteuern werden.

Insgesamt erwarten wir bei den Umsätzen für das nächste Jahr ein weiterhin gutes, aber im Vergleich zu den Vorjahren eher moderates Wachstum. Für das laufende Geschäftsjahr scheinen uns daher 6% als durchaus plausibel. Aufgrund sportlicher Großereignisse und dem Korea-Effekt erwarten wir zudem ein starkes Jahr 2008.

### ***Performance: EBITDA-Marge. Ruecklauefig.***

Die PUMA AG veröffentlichte im Geschäftsjahr 2006 Zahlen zum Rohergebnis, wobei konstatiert wurde, dass trotz eines Abfalls von 52,3% im Jahr 2005 auf 50,6% im Jahr 2006 ein weiterhin hohes Niveau vorläge. Wir verlassen uns – besonders im Hinblick auf das steigende Retailgeschäft – jedoch auf die EBITDA-Marge der vergangenen 5 Jahre um auch die Vertriebs- und Verwaltungskosten für diese strategische Ausrichtung mit einzubeziehen und vergleichen diese mit der Konkurrenz.

**Abbildung 8: EBITDA-Marge im Branchenvergleich**



Quelle: Datastream, verwertet in ValueBuilder

Aus der obigen Darstellung wird nun deutlich, dass PUMA dem wachsenden Geschäft im Einzelhandel durch die steigenden Vertriebs- und Verwaltungskosten Tribut zollen muss. War man in den Jahren 2002

bis 2004 noch auf einem wachsenden, überdurchschnittlichen Kurs, so musste PUMA für die Jahre 2005 (23,7%) und 2006 (17,1%) einen Rückgang melden. Es wird deutlich, dass das Retailgeschäft gerade in der Entwicklungsphase höhere Summen aufgrund des von Jahr zu Jahr steigenden Tempos verschlingt, jedoch rechnen wir damit, dass langfristig Skaleneffekte dazu führen werden, die Kostenquote für Vertrieb und Verwaltung von derzeit 35,1% auf 33-34% vom Umsatz herunterzuschrauben.

Eine Schätzung des EBITDA im Jahr 2006 für einzelne Segmente scheint uns besonders aufgrund des steigenden Anteils der Textilien als zweckmäßig. Auf Segmentebene schätzen wir, dass die Accessoires mit 24,8% vom Umsatz die höchste EBITDA-Marge erreichen. Für Textilien liegt die Marge ungefähr bei 17,8% gefolgt von Schuhen mit 15,8% vom Umsatz.

**Abbildung 9: Ermittlung der Segment-EBITDA für 2006**

	Umsatz	Gross Profit	Lizenzen	VuV-Kosten	EBITDA	EBITDA-Margin
<b>Footwear</b>	1.420,0	714,3	8,9	498,2	224,9	15,8%
<b>Apparel</b>	795,4	403,3	17,9	279,5	141,7	17,8%
<b>Accessoires</b>	153,8	82,0	10,2	54,1	38,1	24,8%

Quelle: PUMA, BVA

Die Entwicklung des EBITDA für einzelne Segmente im Zeitablauf ergab demnach:

**Abbildung 10: EBITDA nach Produktsegmenten im Zeitablauf**

	EBITDA-Marge		
	2004	2005	2006
<b>Footwear</b>	24,5%	22,2%	15,8%
<b>Apparel</b>	26,4%	26,9%	17,8%
<b>Accessoires</b>	26,0%	26,2%	24,8%

Quelle: PUMA, BVA

Aus den Margen wird erkennbar, warum das Unternehmen bestrebt ist, einen höheren Anteil des Textilbereiches zu erreichen, denn dort wird mit großen Volumina ein profitableres Ergebnis erzielt als traditionell mit Schuhen. Es ist jedoch nicht zu übersehen, dass alle Division einen Rückgang bei den Margen vermelden.

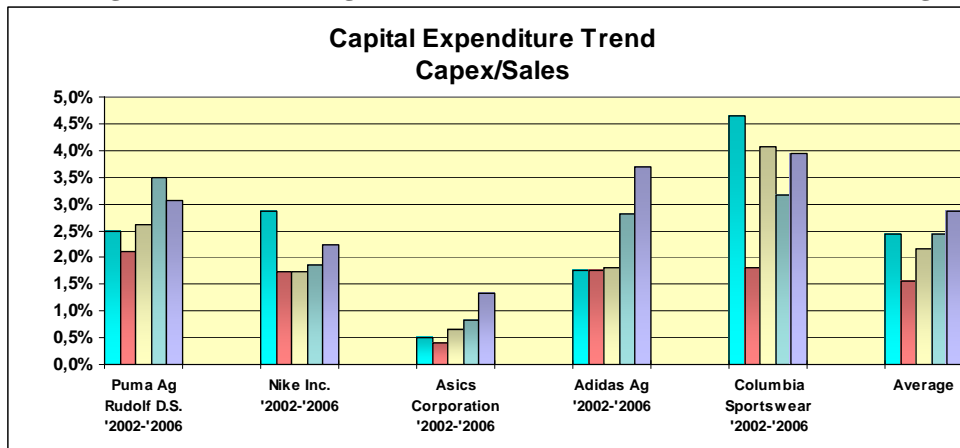
Aus den steigenden Retailaktivitäten und Umsätzen erwarten wir zudem langfristig Skaleneffekte in Bezug auf Beschaffungspreise, die sich auf die Umsatzkosten auswirken werden. Die Rohertragsmarge sollte nach einem Rückgang in 2006 daher wieder auf das 2005er Niveau von 52% steigen. Bei den Retail/Marketing-Kosten sehen wir ebenfalls ein Kostensenkungspotenzial mit der steigenden Anzahl von Retail-Stores. Doch der größere Wettbewerb im „neuen Sektor“ Einzelhandel wird sich wohl auf die zu erhöhenden Produktentwicklungskosten auswirken. Als Ergebnis dieser Entwicklung sehen wir daher vorerst eine sinkende EBITDA-Marge, die sich jedoch langfristig wieder auf ca. 17-18% einpendeln sollte.

### ***Performance: CAPEX***

Die Betrachtung der bisher getätigten Ausgaben für Sachanlagen ist für uns ein besonders wichtiger Indikator für eine Schätzung der künftigen Geschäftsentwicklung. Zum einen sehen wir hohe Investitionen als Quelle künftigen Wachstums, zum anderen können wir einen Eindruck für künftige Ausgaben gewinnen, um den Mittelabfluss dafür in der Unternehmensbewertung zu schätzen.

Für die Puma AG und ihre Wettbewerber ergab sich in der Vergangenheit dabei folgendes Bild:

**Abbildung 11: Investitionsausgaben im Verhältnis zu Umsätzen im Branchenvergleich**

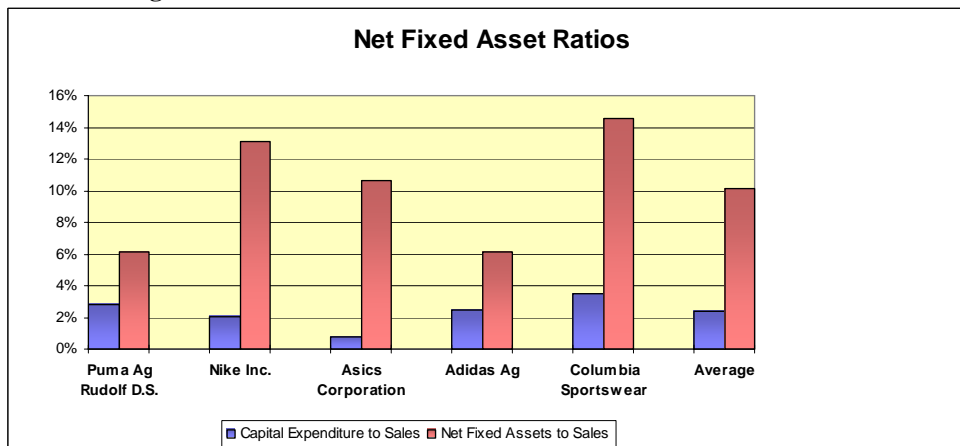


Quelle: Datastream, verwertet in ValueBuilder

Aus der Darstellung wird deutlich, dass PUMA besonders in den letzten beiden Jahren einen deutlichen Sprung bei den Investitionen gemacht hat. Auch Adidas hat im genannten Zeitraum viel in Anlagen für den Retailvertrieb investiert. Wir sind der Auffassung, dass die beiden deutschen Konkurrenten eine sehr ähnliche Strategie eingeschlagen haben, um eine bis zu 20% höhere Marge aus dem Retailgeschäft zu vereinnahmen.

Die folgende Abbildung soll daher einen Überblick über die Verhältnisse von Anlagevermögen und Ausgaben dafür zum Umsatz verdeutlichen.

**Abbildung 12: Verhältnis von Investitionen und Anlagevermögen zum Umsatz im Branchenvergleich**



Quelle: Datastream, verwertet in ValueBuilder

Aus obiger Darstellung und den konsolidierten Bilanzen der Jahre 2002 bis 2006 geht hervor, dass die PUMA AG eine kleinere „Fixed Asset Base“ hat als ihre Konkurrenten Nike, Asics und Columbia Sportswear jedoch dabei ist, was daran zu ändern. Wir nehmen aus der Wachstumsstrategie an, dass sich aufgrund der Investitionen im Retail-Bereich, sowohl die Abschreibungsbasis erhöhen wird, als auch die Zinsbelastung durch die teilweise Kreditfinanzierung dieser Investitionen sich auf das operative Ergebnis vor Steuern auswirken wird.

Im europäischen Raum, der als Heimatmarkt von PUMA gesehen werden kann, werden Investitionen lediglich durch Einzelhandelsgeschäfte notwendig, da das Unternehmen in allen Märkten Europas durch

eine eindeutige Organisationsstruktur vertreten ist. In den beiden anderen Berichtsregionen Amerika und Asien/Pazifik werden jedoch Investitionen sowohl für die Organisationsstruktur, wie die Gründung der „PUMA Sports LA S.A.“ in Uruguay als Distributor für den gesamten südamerikanischen Kontinent, als auch für die Retailstruktur notwendig sein.

Die Entwicklung der Einzelhandelsfilialen der PUMA, welche einen immer höheren Anteil am Konzernergebnis beisteuern, geht insbesondere aus Abbildung 13 hervor.

**Abbildung 13: Entwicklung des Einzelhandels der PUMA-AG**

Concept-Stores	2002	2003	2004	2005	2006
Anfangsbestand	7	15	27	46	66
Zugang	8	12	19	20	25
Endbestand	15	27	46	66	91
durchschnittlich	11	21	36,5	56	78,5
Konzernumsatz	909,8	1274	1530,3	1777,5	2369,2
Retailumsatz	74,60	110,84	168,33	247,07	343,53
Anteil des Retailverkaufs	8,20%	8,70%	11%	13,90%	14,50%
Retailumsatz / Filiale	6,78	5,28	4,61	4,41	4,38

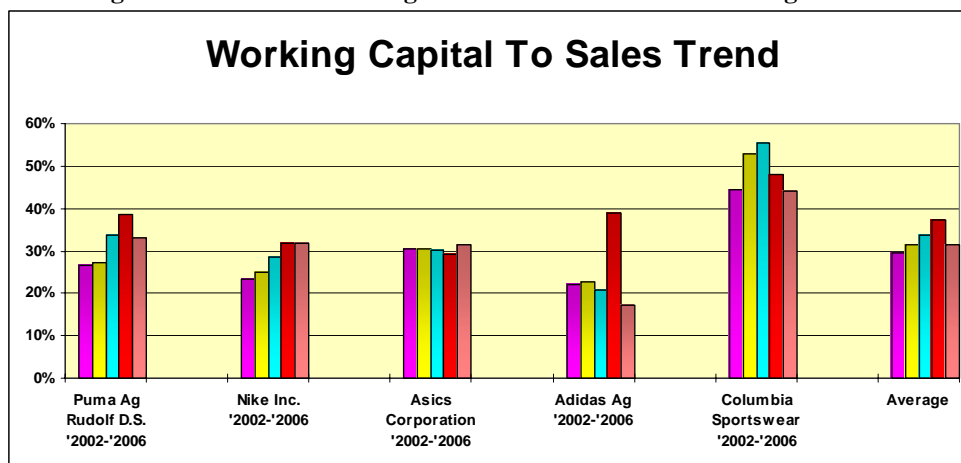
Quelle: PUMA, BVA Schätzungen

Auffällig ist, dass der Umsatz pro Filiale sinkt, sich jedoch nicht mehr signifikant verändert wie am Anfang. Unserer Meinung nach ist PUMA nach der Anfangseuphorie mit der Errichtung von über 90 Einzelhandelsfilialen in der Retail-Wirklichkeit angekommen.

### ***Performance: Working Capital: Steigender Bedarf?***

Das angesprochene Wachstumstempo erfordert über Investitionen ins Anlagevermögen auch eine umsatzbezogene Ausweitung des Netto-Umlaufvermögens, welches aus der folgenden Darstellung hervorgeht.

**Abbildung 14: Netto-Umlaufvermögen vom Umsatz im Branchenvergleich**



Quelle: Datastream, BVA

Demnach ist erkennbar, dass die PUMA AG kontinuierlich das gebundene Umlaufvermögen in Abhängigkeit vom Umsatz stetig bis 2005 aufgrund des gestiegenen Vorratsvermögens durch Retailaktivitäten erhöhen musste und Nur im letzten Jahr der Analyse bis auf ca. 33% reduzieren konnte.

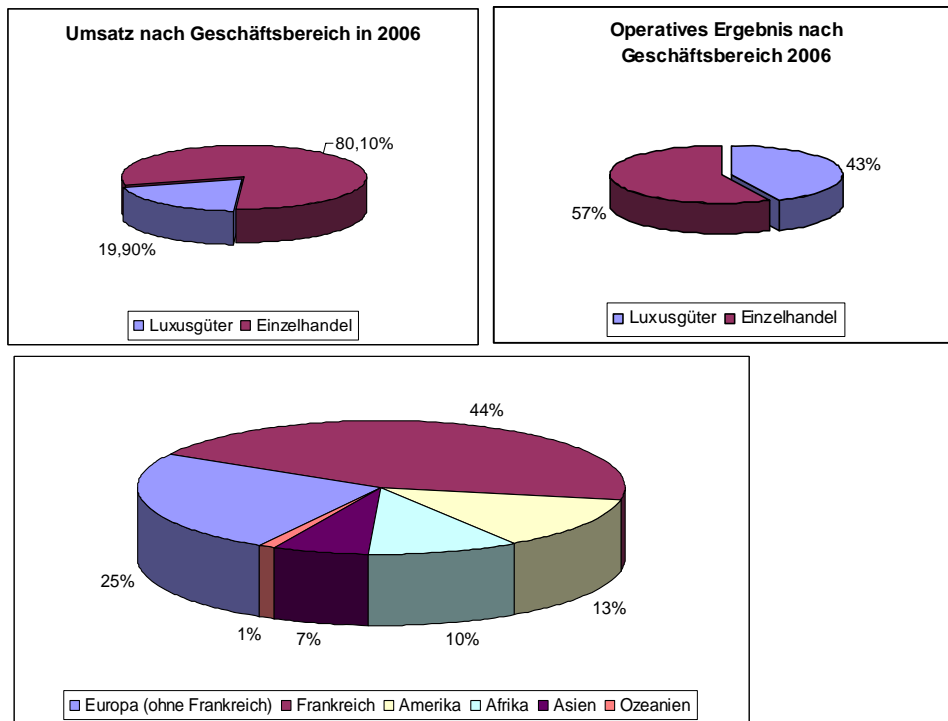
Besonders der Bestand an liquiden Mitteln konnte von ca. 26,8% in 2005 auf ca. 19,4% im Jahr 2006 gesenkt werden.

Im Umlaufvermögen gehen wir aufgrund der strategischen Ausrichtung zum Retail langfristig davon aus, dass Forderungen an Externe durch Vorräte im Einzelhandelsgeschäft substituiert werden. Dies ist besonders relevant, da in der Bilanz die um den Profit aufgestockten Forderungen, den Vorräten zu AHK weichen. Wir schätzen in diesem Kontext langfristig einen Bestand an Forderungen in Höhe von 15% vom Umsatz, während die sich dir Vorräte wohl auf einen Größe um die 18% entwickeln werden.

### *PPR: Alles Gold was glänzt*

Wie aus den folgenden Abbildungen deutlich wird handelt es sich bei der PPR um einen reinen Handelskonzern, der seine Aktivitäten in Luxusgütergeschäft und andere Einzelhandelaktivitäten trennt. Hinter der Luxusgütersparte verbergen sich vor allem die Marken **Gucci, Yves-Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga**, um nur einige zu nennen. Dabei wird mit 454 Shops und Boutiquen ein Umsatz von ca. 3.568 Mio. € generiert.

Zu den Divisionen im Retailbereich, die den Löwenanteil des Umsatzes ausmachen, zählen vor allem Redcats, Fnac, Conforama und CFAO. Die Retailgruppe ist mit 527 Geschäften und einer großen Anzahl von Onlineshopping-Aktivitäten für einen Umsatz von 14.365 Mio. € im gesamten Konzern verantwortlich.



Das Unternehmen ist überwiegend im europäischen Raum präsent, wo es knapp 70% seiner weltweiten Umsätze verzeichnet. Auffallend ist auch, dass nur 19,9% der Umsätze durch Luxusgüter rund 43% des operativen Ergebnisses beisteuern. Ein Blick auf den Konzernabschluss bestätigt die erste Vermutung: Die beiden Divisionen könnten bezüglich der Profitabilität unterschiedlicher nicht sein. Während die Luxusgüter eine EBITDA-Marge in Höhe von 19,6% vom Umsatz in 2006 erreichten, liegt das der Einzelhandelsdivision gerade mal bei 6,8%. Da wundert es nicht, dass der Konzern, der die EBITDA-

Marge als eine Schlüsselkennzahl behandelt, in der deutschen PUMA AG ein Investment mit starker Performance gefunden hat.

Polat Sentuerk (BVA Equity Analyst: German equities) &

Dr Andrew Black

### **Comment on the DCF Valuation**

The DCF valuation included below provides a view of the company on the basis of a conservative, almost “flat line” steady state view of the world. This comes about through a considered view on the incorporation of the licensee/franchise operators into the Puma figures, as well as assessing the likely impact of various international sporting events over the coming years, which tend to push up the sales of sporting equipment.

We are also expecting no significant changes in the EBITDA margins. We are hoping that the productivity improvements will compensate for a tendency for margins to be reduced as a result of increased retailing activities. These, on the whole, seem to be “EBITDA dilutive”.

After some thought, we have not been able to include the impact of any synergies with the PPR deal, since none have been publicized, and we have not been able to identify any worth their name.

The result is a share price “intrinsic” value of €308 a share. PPR’s current share offer of €30 represents an uplift of 7% from this, which in our view is too low a premium to gain control of the company – hence our recommendation that the shareholders “hold out” for a higher price from PPR.

**Abbildung 15: DCF-Bewertung der Puma AG**

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Sales	2369,2	2511,4	2963,4	3230,1	3617,7	3871,0	4219,3	4430,3	4696,1	4884,0	4884,0
-change (%)	33,3%	6,0%	18,0%	9,0%	12,0%	7,0%	9,0%	5,0%	6,0%	4,0%	0,0%
Gross Profit	1.198,8	1.280,8	1.526,1	1.679,7	1.917,4	1.993,5	2.173,0	2.281,6	2.418,5	2.515,2	2.515,2
-Margin	50,6%	51,0%	51,5%	52,0%	53,0%	51,5%	51,5%	51,5%	51,5%	51,5%	51,5%
EBITDA	405,1	474,6	459,3	575,0	712,7	723,9	789,0	828,5	878,2	913,3	913,3
-Margin	17,1%	18,9%	15,5%	17,8%	19,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%
Depreciation	38,4	62,8	103,7	113,1	144,7	154,8	165,7	165,7	165,7	165,7	165,7
% of Sales	1,6%	2,5%	3,5%	3,5%	4,0%	4,0%	3,9%	3,7%	3,5%	3,4%	3,4%
EBIT	366,7	411,9	355,6	461,9	568,0	569,0	623,3	662,8	712,5	747,6	747,6
-Margin	15,5%	16,4%	12,0%	14,3%	15,7%	14,7%	14,8%	15,0%	15,2%	15,3%	15,3%
Cash-Tax	106,0	119,0	102,8	133,5	164,1	164,4	180,1	191,5	205,9	216,1	216,1
- Rate	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%
Change in current assets	- 116,2	- 70,0	- 112,3	- 117,4	- 170,5	- 111,4	- 119,2	- 67,9	- 88,0	- 80,1	-
CAPEX (additional)	- 143,0	- 92,4	- 122,6	- 53,3	- 77,5	- 50,6	- 54,2	- 41,4	- 52,2	- 36,9	-
<b>FCF</b>	<b>10,4</b>	<b>130,4</b>	<b>17,9</b>	<b>157,7</b>	<b>155,8</b>	<b>242,5</b>	<b>269,8</b>	<b>362,0</b>	<b>366,4</b>	<b>414,5</b>	<b>531,6</b>
WACC	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Terminal Value											4.057,77
Present Value		121,45	15,55	127,32	117,07	169,71	188,79	253,31	256,41	290,09	
<b>NPV</b>		<b>5.597,46</b>									
Entity Value €mill		5.597,5									
Debt €mill		665,9									
Shareholder Value €mill		4.931,5									
Number of Shares mill		16,0									
Value per Share €		308,1									
Share-Price Current €						330					
Market Capitalisation € mill						5282,3					
EV/EBITDA						13,0					
EV/Sales						2,23					
P/E-Ratio						19,9					

*Building Value Associates is a dynamic group of individuals with deep experience and a record of original and innovative views. We seek to turn the spotlight on aspects and issues relevant to the thoughtful investor which are not the current run-of-the-mill outpourings. We seek to dig that bit deeper and to bring together factors that provide genuine insights into financial matters. We use data and information that we believe is accurate and reliable and we check it as far as we can, but we cannot guarantee accuracy. Our opinions reflect our judgement at the time when this report was written but we may change our opinions at a later date without notice. Building Value Associates or any of its members may or may not have a position in the investments mentioned. This is not intended as an invitation to trade or deal in these shares. The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. The contents of this report does not constitute investment advice to any person and BVA will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving this report. Please note: this research was originally prepared and issued by BVA Ltd for distribution to market professionals and institutional investor customers. Recipients who are not market professionals should seek advice from their independent financial advisors prior to taking any investment decisions based on this report or for any necessary explanation of its contents.*