

KSH Holdings Ltd.

Stärken und Chancen

- **Wachstumsstarkes Geschäft:** Mit den beiden Standbeinen Bauprojekte und Immobilienentwicklung hat sich KSH in Südostasien eine hervorragende Marktposition erarbeitet. Zwischen 2004 und 2006 konnte der Umsatz bereits um 52 Prozent p.a. auf 117,96 Mio. SGD gesteigert werden, während sich der Gewinn von 4,5 auf 5,3 Mio. SGD erhöht hat.
- **Boomende Märkte:** Die Immobilienbranche in Asien befindet sich in einer dynamischen Expansionsphase und bietet glänzende Perspektiven für die weitere Entwicklung von KSH. Der aktuelle Auftragsbestand liegt bei 287,9 Mio. SGD und damit bei dem 2,5-fachen Umsatz des Geschäftsjahres 2005/06.
- **Starke Substanz:** Trotz dieser hervorragenden Aussichten liegt die gesamte aktuelle Kapitalisierung nur geringfügig über dem Wert eines einzigen der vielen Assets, der 69-prozentigen Beteiligung an einem Büroturm in Tianjin (China). Die Stadt dürfte als Olympiastadt und – wie erst kürzlich bekannt gegeben – als Standort für die dritte chinesische Börse besonders am Immobilienboom teilhaben.
- **Krasse Unterbewertung:** Vor diesem Hintergrund sehen wir den fairen Wert bei 0,803 Euro je Aktie, gleichbedeutend mit einem Kurspotenzial von rund 140 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Zyklisches Projektgeschäft:** Die Baubranche unterliegt in der Regel ausgeprägten zyklischen Schwankungen. Eine – derzeit allerdings nicht absehbare – Verschlechterung der Rahmenbedingungen in Asien würde auch die finanzielle Performance von KSH negativ beeinflussen.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 0,333 Euro

Stammdaten

ISIN	SG1U13932587
Branche	Immobilien
Sitz der Gesellschaft	Singapur
Internet	www.kimsengheng.com
Ausstehende Aktien	88,12 Mio. Stück
Marktsegment	Freiverkehr / SGX-ST
Marktkapitalisierung	29,3 Mio. Euro
Free Float	28,4%

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (1 Monat)	0,339 Euro / 0,32 Euro
Performance (1 Monat)	2,4 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	34 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.03.)	05/06	06/07(e)	07/08(e)	08/09(e)
Umsatzerlöse (Mio. SGD)	118,0	130,0	156,0	187,2
EpS (Cent)	6,0	7,4	9,4	11,7
Dividende / Aktie (Cent)	0,0	0,0	3,0	4,0
KUV	0,51	0,46	0,38	0,32
KGV	11,3	9,2	7,3	5,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,4%	5,9%

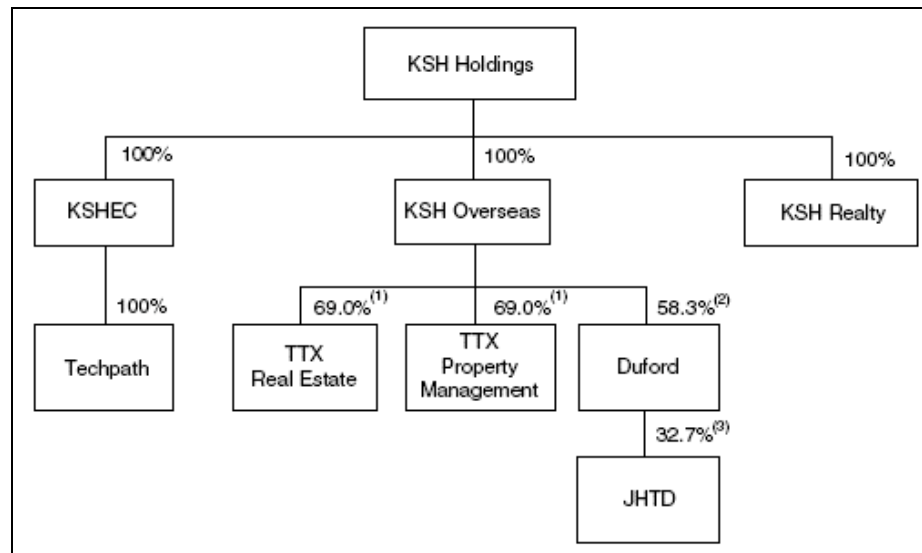
Unternehmensprofil

Etabliert und gut vernetzt

Die in Singapur ansässige KSH Holding zählt nach einer mehr als 30-jährigen Firmenhistorie zu den renommiertesten Bauunternehmen des Stadtstaates. In den siebziger Jahren startete die Gesellschaft die Geschäftstätigkeit als Zulieferer von Stahlprofilen für größere Bauvorhaben. In der Folgezeit konnte sich KSH von einem Subunternehmen zu einem Generalanbieter weiterentwickeln, der heute üblicherweise Einzelprojekte im zweistelligen Millionen-Bereich betreut. Zur Diversifizierung der Aktivitäten wurde Anfang der neunziger Jahre die Entwicklung von Grundstücken und Immobilien als zweites Standbein aufgebaut. Zudem erfolgte eine Expansion in die benachbarten Märkte von China und Malaysia. Geführt wird die Gruppe nach wie vor von den drei Gründern, die zusammen mit einem weiteren langjährigen Vorstand rund 72 Prozent der Anteile halten. Die hohe Kontinuität im Management war dabei ein entscheidender Erfolgsfaktor für das dynamische Wachstum des Unternehmens in den letzten Jahrzehnten. Auf diese Weise konnte nicht nur ein außerordentliches Fachwissen, sondern auch ein umfangreiches Kontaktnetzwerk aufgebaut werden – die existenzielle Voraussetzung für lukrative Aufträge in der Bauwirtschaft.

Holding mit operativ tätigen Töchtern

Das Unternehmen ist als Holding organisiert, bei der die operative Geschäftstätigkeit durch eigenständige Töchter ausgeführt wird. Die gegenwärtige Konzernstruktur ist in der folgenden Übersicht dargestellt. Sie ist das Ergebnis einer grundlegenden Neuordnung der Besitzverhältnisse, die im Vorfeld des im Februar erfolgten Börsengangs vollzogen wurde.



Organigramm von KSH Holding; (1) Joint-Venture mit chinesischen Partnern, (2) Joint-Venture mit Partner aus Hong-Kong, (3) Assoziiertes Unternehmen; Quelle: Unternehmen

Generalunternehmung für Bauprojekte

Das Stammgeschäft der Gruppe, die Betreuung von Bauprojekten in Singapur, ist bei der bereits 1979 gegründeten Tochter Kim Seng Heng Engineering Construction (KSHEC) angesiedelt. Diese verfügt im Stadtstaat über ein hervorragendes Standing, das sie sich in den vergangenen Jahrzehnten durch die erfolgreiche Abwicklung von Großprojekten für private und öffentliche Auftraggeber aufbauen konnte. Das aktuelle Vorzeigeobjekt der Baufirma ist die Beteiligung an der Errichtung eines Luxuswohnviertels auf der vor Singapur liegenden Insel Sentosa. Die mittlerweile aufgebaute hohe Reputation zeigt sich auch an der steigenden Anzahl der von KSHEC betreuten Großaufträge: Während in der Vergangenheit die meisten Projekte einen Umfang von maximal 30 Mio. SGD hatten und noch Ende März 2004 lediglich ein größerer Kontrakt vorlag, überschritten Mitte 2006 bereits vier Bauvorhaben diese Grenze. Dabei profitiert die Gesellschaft von dem erstklassigen Rating durch die Building and Construction Authority (BCA) von Singapur. In dem Segment „allgemeine Bauvorhaben“ stuft die staatliche Bauaufsichtsbehörde die KSH-Tochter derzeit mit der höchsten Bewertung A1 ein, was die Übernahme öffentlicher Aufträge in unbeschränkter Höhe ermöglicht.

Übernahme in Malaysia

Aufbauend auf dieser hervorragenden Positionierung im Heimatmarkt hat die Gesellschaft 2006 mit der vollständigen Übernahme des malayischen Konkurrenten Techpath die Expansion ins Nachbarland gewagt. Direkt im Anschluss an diese Transaktion hat die neue Tochter einen Bauauftrag über 32 Mio. SGD für die Errichtung eines Automobil-Montagewerks in Malaysia erhalten. Auftraggeber war der in Singapur ansässige Automobilhersteller Tan Chong & Sons Motor, der unter anderem als Auftragsfertiger für Nissan tätig ist.

Immobilienentwicklung als zweites Standbein

Auf Basis der umfangreichen Expertise bei Baumaßnahmen hat das Management 1990 die strategische Entscheidung getroffen, in den verwandten Bereich der Immobilienentwicklung zu expandieren. Die hierbei abzudeckende Leistungspalette reicht von der Identifizierung geeigneter Grundstücke, über die Planung und Realisierung von Bauten, bis zur eigenständigen Vermarktung der fertigen Wohnungen, Häuser oder Geschäftsgebäude. Der Einstieg erfolgte zunächst auf dem Heimatmarkt Singapur über den Kauf der Firma KSH Realty, die in der Folgezeit vor allem kleinere Wohneinheiten für private Abnehmer entwickelt hat.

Expansion nach China gelungen

Angezogen von der Wachstumsdynamik Chinas hat die Gruppe auch in diesem zweiten Geschäftsfeld den Sprung ins Ausland vollzogen. Den Anfang markierte 1997 das Joint-Venture TTX Real Estate, im Rahmen dessen zusammen mit chinesischen Partnern ein 36-stöckiger Büroturm für die Stadt Tianjin in China entworfen, gebaut und vermarktet wurde. In der Folgezeit wurden allerdings bislang lediglich 20 Prozent der Flächen verkauft. Im Zuge der Asienkrise waren vorübergehend die Preise eingebrochen, so dass eine Vermietung zunächst attrakti-

ver erschien. Im letzten Geschäftsjahr konnte damit eine ansehnliche Mietrendite (bezogen auf den Buchwert) von rund 10 Prozent erwirtschaftet werden. Das dabei notwendige Gebäudemanagement erfolgte – regulierungsbedingt – durch eine eigenständige Gesellschaft, TTX Property Management. Das zweite chinesische Großprojekt wurde mit dem Teilerwerb des Hong Konger Unternehmens Duford im Jahr 2001 eingeleitet. Die Tochter hält ihrerseits seit 2002 eine Beteiligung an der Projektentwicklungsgesellschaft JHTD, die einen großen Wohnpark in der Stadt Tongzhou in der Nähe von Peking errichtet und vermarktet. Im letzten Jahr konnte hier die vorletzte Projektphase erfolgreich abgeschlossen werden. Mittlerweile wurden 1.860 Wohneinheiten und Geschäftsräume mit einer Fläche von rund 190.000 m² erstellt und zu 95,9 Prozent auch verkauft.

Markt und Wettbewerb

Hohe Dynamik in Singapur

KSH Holdings profitiert bei der Akquise weiterer Bauprojekte von der hohen Wirtschaftsdynamik in Südostasien, wo gerade der Heimatmarkt Singapur in den vergangenen Monaten mit einem überraschend starken Wachstum aufwarten konnte. Hier legte das Bruttoinlandsprodukt in den letzten beiden Quartalen mit annualisierten Raten von 7,9 Prozent und 7,2 Prozent zu. Davon profitieren konnte auch der Bausektor, dessen Leistung zu Jahresanfang um rund 7 Prozent gewachsen ist (Quelle: dpa, 10.04.2007). Die Nachfrage wird dabei vor allem durch den prosperierenden Immobilienmarkt belebt. Die Preise für Büros und Luxusimmobilien haben in den letzten zwei Jahren mit hohen zweistelligen Raten zugelegt. Ein Ende des Booms ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht absehbar, zumal Singapur nach einem Einbruch in den neunziger Jahren im Vergleich zu den Metropolen der westlichen Industrieländer noch über ein erhebliches Nachholpotenzial verfügt. Für eine zusätzliche Geschäftsbelebung dürften zudem mehrere anstehende Großprojekte sorgen. Dazu zählen der Bau des „Business Financial Centre“ oder die Fertigstellung der gigantischen Sport- und Freizeiteinrichtung „Sports Hub“. In Malaysia hingegen hat der Bausektor wesentlich länger an den Folgen der Asienkrise gelitten und erst Ende 2006 wieder ein geringes Wachstum erreicht. Angesichts von mehreren angekündigten Infrastrukturprojekten ist allerdings auch hier eine stärkere Belebung zu erwarten (Quelle: www.bciasia.com, 14.02.2007).

Enormes Potenzial in China

Mit einer durchschnittlichen BIP-Steigerungsrate von über 10 Prozent in den letzten vier Jahren zählt China derzeit zu den am stärksten expandierenden Ländern weltweit (Quelle: Bundesagentur für Außenwirtschaft, Wirtschaftsdaten kompakt). Durch die hohe Wirtschaftsdynamik soll sich die Mittelschicht mit einem durchschnittlichen Jahreseinkommen von 3.000 bis 5.000 US-Dollar zwischen 2005 und 2011 auf 290 Mio. verfünffachen – ein enormes Nachfragepotenzial für den Wohnungsbau (Quelle: The McKinsey Quarterly, The value of

China's emerging middle class). Verstärkt wird der Bedarf zusätzlich durch eine kontinuierliche Migration aus ländlichen Gebieten: Die UNO schätzt, dass bis 2020 jedes Jahr zwischen 16 und 22 Mio. Menschen in die Städte ziehen, so dass die Stadtbevölkerung in diesem Zeitraum um 300 Mio. anwachsen wird. Dies bedeutet eine geschätzte zusätzliche Nachfrage nach 6 Mrd. Quadratmetern städtischem Wohnraum (Quelle: www.chinaeconomicreview.com, 03.04.2007).

Intensiver Wettbewerb

Angesichts dieses gigantischen Potenzials konkurrieren allerdings auch zahlreiche Unternehmen um attraktive Immobilienprojekte in dem chinesischen Markt. Nach Einschätzung von KSH gibt es dabei nur geringe Eintrittsbarrieren und daraus resultierend einen intensiven Wettbewerb, vor allem mit lokalen Anbietern. In diesem Umfeld will sich das Unternehmen auf Basis der langjährigen Bau Erfahrung vor allem mit innovativen Konzepten und einem modernen Design zu günstigen Preisen behaupten. Wesentlich überschaubarer ist die Konkurrenzsituation dagegen im Bausektor des Heimatmarktes. Zwar finden sich auch hier mehrere ähnlich aufgestellte Anbieter – beispielsweise die ebenfalls in Singapur ansässigen Baufirmen Tiong Seng Contractors, Hexacon Construction oder Wee Hur Construction – aber durch das Spitzen-Rating kann sich die Gruppe von vielen kleineren Wettbewerbern absetzen. Dies umso mehr, als nach Angaben der Gesellschaft die Zahl der Unternehmen, die von der BCA mit einer Top-Bewertung (B1 bis A1) eingestuft wurden, in den letzten fünf Jahren sogar zurückgegangen ist. Deshalb geht das Management davon aus, bei künftigen Ausschreibungen für Großprojekte noch häufiger erfolgreich zu sein.

Strategie

Akquise größerer Projekte

Die verstärkte Akquise von Aufträgen mit einem Volumen von bis zu 75 Mio. SGD zählt zu den strategischen Kernzielen der Gesellschaft. Das Management geht davon aus, dass bei diesen Projekten deutlich höhere Margen erzielbar sind als bei kleinen Bauvorhaben. Zudem dürfte von der Beteiligung an großen Prestigeobjekten ein nicht zu unterschätzender Reputationseffekt ausgehen. Um den Zugang zu Kontrakten von dieser Größenordnung zu verbessern, hat KSH im Februar dieses Jahres das IPO an der Börse in Singapur durchgeführt. Durch die Ausgabe von 25 Mio. Aktien zum Preis von 0,36 SGD sind dem Unternehmen nach Abzug der Emissionskosten rund 6,75 Mio. SGD zugeflossen. Etwa 40 Prozent der Summe sind für die Vorfinanzierung des Umlaufvermögens vorgesehen, wodurch sich das Ausmaß der bewältigbaren Projekte deutlich erhöht hat. Zudem sollte die Notierung im Mainbord der Börse Singapur für ein verbessertes Ansehen und für eine größere Bekanntheit des Unternehmens sorgen.

Ausbau der Stahlfabrik

KSH hat die Produktion von Baustahl und Stahlprofilen – die Wiege ihrer Geschäftstätigkeit – in den vergangenen Jahrzehnten fortgesetzt, um damit den Be-

darf der eigenen Bauvorhaben zu decken. Damit wurde die unternehmenseigene Fabrik, die bis zu 1.500 Tonnen Stahl p.a. produzieren kann, allerdings nur zum Teil ausgelastet. In den letzten Jahren hat der Auslastungsgrad durch größere Bauaufträge aber deutlich zugenommen und lag im ersten Quartal 2007 bei 53,3 Prozent – nach lediglich 26,7 Prozent im Jahr 2004. Wegen der kontinuierlich anziehenden Projektvolumina erwartet das Management zukünftig einen weiterhin stark wachsenden Bedarf. Aus diesem Grund fließt ein Teil der Erlöse aus dem Börsengang in die Modernisierung der Fabrik, die dadurch ihre Kapazität auf 3.000 Tonnen p.a. erweitern wird.

Ausbau der Immobilienentwicklung in China

Ein weiterer Schwerpunkt des künftigen Wachstums wird auf neue Entwicklungsprojekte in China gelegt. Für das außerordentlich erfolgreich verlaufene Wohnpark-Projekt in Tongzhou steht noch ein abschließender Ausbauschnitt über 20.000 m² Fläche an. Da sich der Verkaufspreis pro Quadratmeter in den letzten Jahren von 2.800 RMB auf 5.600 RMB (Stand September 2006) verdoppelt hat, dürfte auch diese vergleichsweise kleine Maßnahme noch ansehnliche Erträge abwerfen. Auf Basis eines mittlerweile stark ausgebauten Kontaktnetzwerks mit lokalen Firmen und Behörden sollte es der Gruppe im Anschluss gelingen, weitere aussichtsreiche Gelegenheiten, vor allem im Umfeld der großen Metropolen, zu identifizieren. Zur Vorbereitung eines neuen Projekts in der Stadt Zhuozhou – ebenfalls in der Nähe der Hauptstadt – hat die Tochter Duford mit zwei lokalen Partnern einen Letter of Intent unterzeichnet. Derzeit laufen Verhandlungen über die exakten Parameter des Vorhabens.

Geschäftsentwicklung

Dynamisches Wachstum

Die KSH-Gruppe ist in den letzten beiden Geschäftsjahren stark gewachsen und hat ihren Umsatz zwischen 2003/04 (per 31. März) und 2005/06 von 52,6 Mio. SGD auf 117,96 Mio. SGD mehr als verdoppelt (siehe folgende Übersicht). Wesentlicher Wachstumstreiber war dabei das Baugeschäft, dessen Erlöse in Folge der Akquise und Umsetzung von mehreren Großprojekten um durchschnittlich 52 Prozent pro Jahr auf zuletzt 113,2 Mio. SGD gestiegen sind. Die konsolidierten Einnahmen aus dem Flächenverkauf in dem Büroturm in Tianjing sind im gleichen Zeitraum stark geschwankt und lagen nach 0,36 Mio. SGD (2003/04) und 9,6 Mio. SGD (2004/05) im letzten Geschäftsjahr schließlich bei 1,18 Mio. SGD. Der hohe Wert für 2004/05 resultiert dabei zum größten Teil (8,2 Mio. SGD) aus einem Abschluss aus dem Jahr 1999, der nach einer gerichtlichen Klärung erst in der vorletzten Finanzperiode umsatzwirksam wurde. Durch die Vermietung noch nicht verkaufter Büroflächen in Tianjing hat die Gesellschaft zusätzlich Mieteinnahmen generiert, die in den letzten drei Geschäftsjahren von 3,2 auf 3,56 Mio. SGD angestiegen sind.

<i>(Mio. SGD)</i>	GJ 2003/04	GJ 2004/05	GJ 2005/06
Umsatz	52,64	91,65	117,96
Jahresüberschuss	4,54	4,95	5,31

Geschäftsentwicklung von KSH; Quelle: Unternehmensangaben

Kontinuierliche Gewinnsteigerung

Die Projektentwicklungsgesellschaft JHTD hingegen wird aufgrund der Beteiligungshöhe von 32,7 Prozent nur als assoziiertes Unternehmen eingestuft und daher nicht konsolidiert. Der große Verkaufserfolg bei dem Wohnpark kommt daher nicht in den Umsatzerlösen zum Ausdruck, sondern nur im Ergebnisbeitrag aus assoziierten Gesellschaften. Dieser konnte in den vergangenen drei Jahren von Null, über 0,32 Mio. SGD auf 1,53 Mio. SGD im Geschäftsjahr 2005/06 gesteigert werden. Dass auf der Gruppenebene im selben Zeitraum trotzdem nur ein verhältnismäßig geringer Anstieg des Jahresüberschusses von 17 Prozent auf 5,3 Mio. SGD zu verzeichnen war, ist auf einen Rückgang der Bruttomarge im Baugeschäft zurückzuführen (von 14,9 auf 6,0 Prozent). Allerdings hat KSH bewusst vorübergehend auf Rendite verzichtet, um größere Projekte zu akquirieren und den Marktanteil auszubauen.

Assoziierte mit hohem Gewinnbeitrag im ersten Quartal

Im ersten Quartal der laufenden Finanzperiode (per Ende 30.06.2006 – weitere Zahlen wurden noch nicht veröffentlicht) hat sich die Marge im Baugeschäft wieder auf 8,0 Prozent (Vorjahr: 5,9 Prozent) erholt. Infolgedessen konnte der Gewinn aus den vollkonsolidierten Geschäftsfeldern um 9,7 Prozent auf 0,5 Mio. SGD erhöht werden. Durch branchenübliche Schwankungen bei der Abrechnung von Projektfortschritten reduzierte sich der Gruppen-Umsatz dabei von 25,7 auf 19,7 Mio. SGD. Für die deutliche Ausweitung des Überschusses auf der Konzernebene sorgte erneut der Beitrag aus den assoziierten Gesellschaften, der auf 0,58 Mio. SGD (+137 Prozent) zulegte. In Summe lag der Nachsteuergewinn der gesamten Gruppe bei 0,66 Mio. SGD, nach 0,51 Mio. SGD im vergleichbaren Vorjahreszeitraum (siehe folgende Übersicht).

<i>(Mio. USD, Prozent)</i>	1. Quartal 05/06	1. Quartal 06/07	Veränderung
Umsatz	25,67	19,70	-23,3%
Jahresüberschuss	0,51	0,66	+29,0%

Quartalsentwicklung von KSH; Quelle: Unternehmensangaben

Orderbuch prall gefüllt

Dass der gesunkene Erlös im ersten Quartal kein Indikator für die weitere Entwicklung der Gesellschaft ist, zeigt der aktuelle Auftragsbestand von 287,9 Mio. SGD – mehr als das Doppelte der Umsätze aus dem Geschäftsjahr 2005/06. Darin enthalten ist ein zuletzt von der Tochter KSH EC akquiriertes Großprojekt, in dessen Rahmen in Singapur ein fünfstöckiger Shopping-Komplex errichtet werden soll. In dieser Order sieht das Management eine erste Bestätigung für die vorgenommene strategische Ausrichtung auf höhere Volumina. Ein weiterer Auftrag (im Volumen von 7,2 Mio. SGD) konnte zudem auch von der malayi-

schen Tochter Techpath vermeldet werden, womit die Übertragbarkeit des Geschäftsmodells auf das Nachbarland erneut bestätigt wurde. Zusätzliche Dynamik für die künftige Akquise verspricht nun der steigende Bekanntheitsgrad nach dem erfolgreichen Börsengang vom Februar. Die 18,9-fache Überzeichnung des angebotenen Aktienvolumens dokumentiert, dass die Investoren die Wachstumsstrategie der Gesellschaft für schlüssig erachten.

Kooperation öffnet Märkte im Nahen und Mittleren Osten

Mit dem Kauf von 2,7 Mio. Aktien war die Emirates Investment Group über den Ableger Emirates Tarian bei dem IPO der größte Einzelinvestor. Im Rahmen dieser Beteiligung wurde zudem mit dem Staatsfonds aus den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) eine strategische Kooperation vereinbart. Für KSH ergibt sich aus dem weit reichenden Netzwerk des Partners der Zugang zu einem weiteren Milliardenmarkt. Gerade die VAE weisen bei Luxusbauprojekten im Bezug auf Größe und Struktur eine hohe Ähnlichkeit zu Singapur auf und bieten sich daher als Kandidat für eine weitere Auslandsexpansion an. Darüber hinaus hatte die Emirates Investment Group bereits im Jahr 2006 umfangreiche Investitionen in den Immobiliensektor des Stadtstaates angekündigt, so dass sich auch auf dem Heimatmarkt Gelegenheiten für eine Vertiefung der Zusammenarbeit bieten dürften.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von KSH Holdings ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 11,0 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 Prozent (Rendite 10-jähriger Government-Bonds) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der kurzen Notierungsdauer nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Der Bausektor zählt grundsätzlich zu den zyklischen Branchen, deren Umsatz mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung stark schwankt. Bei schwächeren Rahmenbedingungen ist daher mit entsprechenden Auftragsrückgängen bei KSH zu rechnen. Auch das Immobilienentwicklungsgeschäft ist aufgrund des Projektcharakters vergleichsweise diskontinuierlich und erfordert zudem hohe Vorleistungen für den Grundstückserwerb und die Ausführung der Baumaßnahmen. In Summe sehen wir deshalb eine im Vergleich zum Marktportfolio deutlich höhere Risikoposition und taxieren das Beta auf 1,5. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,0 Prozent.

**Langfristiger
Branchenaufschwung**

Zum jetzigen Zeitpunkt sind schwächere gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen für KSH nicht absehbar. Stattdessen ist davon auszugehen, dass sich der Boom auf den Immobilienmärkten in China und Singapur auf absehbare Zeit fortsetzt. Auch in Malaysia scheint die langjährige Krise überstanden, so dass der Bausektor in Zukunft wieder zulegen dürfte. Dank des sehr erfahrenen Managements und des hohen Renommees in Singapur sollte KSH von dem Branchenwachstum erheblich profitieren. Um dem zyklischen Charakter des Geschäfts trotzdem auch bei der Umsatz- und Gewinnschätzung Rechnung zu tragen, haben wir nur eine sehr konservative Projektion der künftigen Geschäftsentwicklung unterstellt. Nach einem durchschnittlichen Umsatzzuwachs von 52 Prozent zwischen 2003/04 und 2005/06 unterstellen wir für die laufende und die folgende Geschäftsperiode lediglich Steigerungsraten von 20 Prozent, die wir zudem gegen Ende des Detailprognosezeitraums sukzessive bis auf 5 Prozent abschmelzen lassen. Angesichts der derzeit stark wachsenden Nachfrage kann sich das Unternehmen im Rahmen dessen auf Projekte mit höheren Margen konzentrieren. Als Resultat dieser Entwicklung erwarten wir einen Anstieg der Nettomarge bis auf 5,5 Prozent im Geschäftsjahr 2008/09. Zur Abbildung einer möglichen Verschärfung des Wettbewerbs im asiatischen Raum reduzieren wir auch diesen Wert ab 2011 sukzessive bis auf 5,0 Prozent. Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf von KSH für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (31.03.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Umsatz (Mio. SGD)	156,0	187,2	215,3	247,6	272,3	292,8	307,4	322,8
Wachstum		20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	7,5%	5,0%	5,0%
Nettorendite	5,3%	5,5%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%
Gewinn (Mio. SGD)	8,3	10,3	11,8	13,4	14,4	15,2	15,7	16,1
Gewinnwachstum		24,5%	15,0%	12,9%	8,0%	5,5%	3,0%	2,9%

**Fairer Wert 0,803 Euro
je Aktie**

Im Anschluss an den skizzierten Detailprognosezeitraum unterstellen wir ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2 Prozent. In Summe ergibt sich hieraus ein fairer Wert für KSH von 144,8 Mio. SGD bzw. 70,8 Mio. Euro. Umgerechnet auf die derzeit umlaufenden 88,12 Mio. Aktien entspricht das einem fairen Wert pro Aktie von 1,64 SGD, bzw. 0,803 Euro – ein Aufwärtspotenzial von rund 140 Prozent.

**Sehr konservativer
Bewertungsansatz**

Trotz des enormen Kurspotenzials sind wir bei der Bewertung sehr konservativ vorgegangen. Allein das aktuelle Auftragsvolumen übertrifft unsere Umsatzzschätzung für 2007/08 um das Doppelte. Auch wenn das Unternehmen sicherlich nicht den kompletten Orderbestand bereits in der laufenden Geschäftsperiode umsetzen kann, sollte die Prognose damit gut abgesichert sein. Zusatzgeschäfte aus der Verbindung mit der Emirates Investment Group sind dabei noch

gar nicht berücksichtigt. Gestützt wird unsere Einschätzung zudem durch die hohe Substanz, über die das Unternehmen schon heute verfügt. Das renommierte Immobilienbewertungsunternehmen DTZ hat den Wert der noch nicht verkauften Fläche beim Büroturm in Tianjin im Vorfeld des IPO auf 71,65 Mio. SGD taxiert. Nach dem Abzug von Verbindlichkeiten (rund 10 Mio. SGD) ergibt sich allein daraus für die KSH-Beteiligung von 69 Prozent ein Nettosubstanzwert von 42,5 Mio. SGD oder 71 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung der gesamten Gruppe. Da Tianjin mittlerweile u.a. als Standort für die dritte chinesische Börse ausgewählt wurde und zudem zu den Olympiastandorten 2008 zählt, ist es durchaus realistisch, dass sogar noch höhere Preise erzielt werden können als im Wertgutachten angenommen. Im Gegensatz dazu wird die Immobilie derzeit mit einem Abschlag von 30 Prozent auf die Expertenschätzung bilanziert. Schon ein Verkauf in Höhe des berechneten Marktwertes bedeutet damit einen Gewinn von 14,5 Mio. SGD für KSH, der in unseren Prognosen vorsichtshalber nicht berücksichtigt wurde.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

KSH hat sich in den vergangenen Jahrzehnten mit dem Baugeschäft in Singapur und der Immobilienentwicklung in China in stark wachsenden Märkten hervorragend positioniert. Nach der Etablierung eines weiteren Standbeins in Malaysia könnte die Beteiligung der Emirates Investment Group nun sogar den Weg in den Milliardenmarkt auf der arabischen Halbinsel ebnen. Trotz dieser hervorragenden Geschäftsperspektiven ist das Unternehmen an der Börse derzeit lediglich mit einem KGV07/08 von 7,3 bewertet. Die aktuelle Marktkapitalisierung wird zudem durch den Wert einer Beteiligung an einem Büroturm in China weitgehend abgedeckt, so dass der Investor die künftigen Gewinne aus dem wachstumsstarken Bau- und Immobiliengeschäft gleichsam „geschenkt“ bekommt. Auf dieser Basis sehen wir derzeit einen fairen Wert von 0,803 Euro je Aktie. Angesichts eines Kurspotenzials von 140 Prozent – bei einem konservativen Bewertungsmodell – ist die Aktie ein klarer Kauf.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten 18 voraussichtlich eine Studie und vier Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, "Spekulatives Investment" eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.