

**Fairness Opinion Charles Vögele**

17. Oktober 2016



**Building a better  
working world**

**Louis Siegrist**

Partner

Valuation & Business Modeling

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

**Hannes Schobinger, CFA**

Executive Director

Valuation & Business Modeling

T +41 58 286 4291

M +41 58 289 4291

F +41 58 286 3004

E [hannes.schobinger@ch.ey.com](mailto:hannes.schobinger@ch.ey.com)

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
1. Ausgangslage und Auftrag .....	4
2. Beurteilungsvorgehen.....	6
<b>Unternehmensbeschreibung</b>	<b>8</b>
3. Unternehmen .....	9
4. Ergebnisanalyse.....	13
5. Marktanalyse.....	15
<b>Wertüberlegungen</b>	<b>17</b>
6. Liquiditätsanalyse.....	18
7. Analyse des Aktienkurses.....	19
8. Analystenschätzungen .....	20
9. DCF Methode.....	21
10. Marktwertansatz.....	29
<b>Fairness Opinion</b>	<b>30</b>
11. Gesamtüberlegung/ Fairness Opinion.....	31
<b>Anhang</b>	<b>32</b>
Anhang A: Abkürzungsverzeichnis .....	33
Anhang B: Vergleichsgruppe .....	35

## Einleitung

---

1. Ausgangslage und Auftrag
2. Beurteilungsvorgehen

## Ausgangslage und Auftrag

### Übersicht der Anzahl der Aktien per 16. September 2016

Aktientyp	
Ausgegebene Aktien	8,800,000
Eigene Aktien	(263,399)
Ausstehende Aktien (relevant für die Bewertung)	8,536,601
<i>Mitarbeiteraktien</i>	(70,144)
<i>Strategische Investoren</i>	(1,752,244)
Vom Streubesitz ausgeschlossen	(1,822,388)
Free Float (Aktien)	6,714,213
Free Float (%)	78.7%

Quelle: Charles Vögele, Capital IQ, EY

### Ausgangslage

- ▶ Die Charles Vögele Gruppe ist ein eigenständiger, europäischer Mode-Einzelhandelskonzern mit Verkaufsniederlassungen in der Schweiz, Liechtenstein, Deutschland, Österreich, Slowenien, Ungarn, Belgien und den Niederlanden.
- ▶ Das Unternehmen besteht aus der Charles Vögele Holding AG sowie aus einer Vielzahl von Untergesellschaften, an denen die Holding zu 100% beteiligt ist. Die Holding sowie die Tochtergesellschaften werden nachfolgend zusammen als „Charles Vögele“ bezeichnet.
- ▶ Die Aktien von Charles Vögele sind seit 1999 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert ([www.charles-voegele.com](http://www.charles-voegele.com); Valor: VCH). Per 16. September 2016 bestand das Eigenkapital aus 8,800,000 Aktien (exkl. Optionen). Der Bestand an eigenen Aktien betrug 263,399. Vom Streubesitz waren gemäss Capital IQ insgesamt 1,822,388 Aktien ausgeschlossen. Somit ergeben sich 6,714,213 frei handelbare Aktien mit einem Nennwert von je CHF3.00 pro Aktie. Der Free Float beträgt 78.7% (exkl. eigener und vom Streubesitz ausgeschlossener Aktien).
- ▶ Am 19. September 2016 hat die neu gegründete Bietergesellschaft Sempione Retail AG (Sempione Retail) ein öffentliches Übernahmeangebot für Charles Vögele abgegeben (Angebot). Sempione Retail ist eine Investorengruppe bestehend aus dem italienischen Modekonzern OVS S.p.A. (35.0%), der Retails Investment S.R.L. (44.5%) und Aspen Trust Services Limited als Trustee des Elarof Trust (20.5%). Das Angebot umfasst sämtliche ausstehenden Aktien von Charles Vögele, mit Ausnahme des Eigenbestandes von Charles Vögele sowie Aktien, welche direkt oder indirekt durch den Käufer oder dessen Tochtergesellschaften gehalten werden.
- ▶ Das Angebot für die ausstehenden Charles Vögele Aktien besteht aus einer Barzahlung von CHF6.38 je Aktie mit einem Nennwert von CHF3.00 und entspricht damit genau dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage (VWAP60) per 16. September 2016.

### Auftrag

- ▶ Der Verwaltungsrat von Charles Vögele (Verwaltungsrat) hat die Ernst & Young AG, Schweiz (EY oder wir) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Sempione Retail.
- ▶ Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats und den Publikumsaktionären von Charles Vögele als neutrale Meinung die Sicherheit geben, dass der offerierte Kaufpreis je Aktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

## Ausgangslage und Auftrag

- ▶ Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Die Fairness Opinion enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer Charles Vögele Aktie und den Preis, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Charles Vögele Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben von Charles Vögele beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Des Weiteren wurde uns von Charles Vögele bestätigt, dass sich Charles Vögele keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.
- ▶ Die Fairness Opinion darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

## Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze

### Kontaktpersonen bei Charles Vögele

Name	Position
Markus Vögeli	CEO & CFO
Jürg Bieri	Director Group Finance & Systems

### Beurteilungsvorgehen

- ▶ EY stellte für die finanzielle Beurteilung des Kaufangebots eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil dieser Fairness Opinion:
  - Relevante Informationen für die Bewertung anfordern
  - Analyse der von der Zielgesellschaft erhaltenen Informationen, insbesondere des Businessplans und der Finanzzahlen
  - Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen (Management) gemäss Tabelle links
  - Wertüberlegungen zu Charles Vögele mittels Aktienkursanalysen und angemessenen Bewertungsmethoden
  - Durchführung von Sensitivitätsanalysen
  - Plausibilitätsüberlegungen anhand von alternativen Bewertungsmethoden
  - Beurteilung des Angebots durch ein Fairness Opinion Komitee von EY
- ▶ Die vorliegende Fairness Opinion wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebots auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

### Bewertungsgrundsätze

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, den Wert einer Aktie von Charles Vögele inklusive der zugehörigen Gesellschaften im status quo zum 16. September 2016 zu bestimmen. Die gesamte Anzahl ausgegebener Aktien von Charles Vögele betrug 8,800,000 mit einem Nominalwert von je CHF3.00. Der Bestand an eigenen Aktien betrug 263,399. Die Anzahl der Mitarbeiteroptionen betrug per Bewertungsstichtag insgesamt 159,965 mit Ausübungspreisen zwischen CHF15.85 und CHF33.90. Aus dem ermittelten Unternehmenswert hat sich ergeben, dass alle Optionen out-of-the-money sind.

## Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze

### Angewendete Analyse- und Bewertungsmethoden

#### Ansatz

Discounted Cashflow (DCF) Methode

Marktwertansatz (Trading und Transaction Multiples)

Analystenschätzungen hinsichtlich des Zielkurses

Aktienkursanalyse – VWAP (60)

Quelle: EY

- ▶ Grundsätzlich ist, unter der Voraussetzung der Informationseffizienz, der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft eine hinreichende Indikation für den Wert des Unternehmens. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im folgenden Kapitel gezeigt wird, ist dies bei Charles Vögele der Fall.
- ▶ Um eine fundierte Beurteilung zu gewährleisten, kommen für die Bewertung von Charles Vögele neben dem Börsenkurs weitere Analyse- und Bewertungsmethoden zur Anwendung. Diese sind in der nebenstehenden Tabelle aufgeführt.

### Fazit

Basierend auf den Ergebnissen der verschiedenen Bewertungsmethoden haben wir eine Bandbreite für den fairen Marktwert einer Charles Vögele Aktie ermittelt.

Um als finanziell fair beurteilt zu werden, muss das öffentliche Kaufangebot des Sempione Retail innerhalb dieser Bandbreite oder darüber liegen.

## Unternehmensbeschreibung

3. Unternehmen
4. Ergebnisanalyse
5. Marktanalyse



## Unternehmen

### Firmen Logo

Quelle: Charles Vögele



### Übersicht der Absatzmärkte von Charles Vögele

Quelle: Charles Vögele



### Geschichte

- ▶ Die Gründung der heutigen Charles Vögele erfolgte 1955, als die Charles Vögele GmbH durch Charles und Agnes Vögele gegründet wurde. In den folgenden Jahren wurde das Filialnetz in der Schweiz auf- und ausgebaut.
- ▶ Durch die Eröffnung einer Filiale in Deutschland 1979 wurde erstmals in das benachbarte Ausland expandiert. Die Eröffnung zahlreicher weiterer Zweigniederlassungen in Österreich (1994), Belgien und den Niederlanden (2000), Slowenien (2005), Ungarn, Polen und Tschechien (2006) sowie Liechtenstein (2011) folgte. 2014 schloss Charles Vögele den operativen Rückzug aus den Märkten Polen und Tschechien ab.
- ▶ Im Jahr 1999 wurde das Unternehmen an der SIX Swiss Exchange kotiert. Seitdem werden die Aktien der Charles Vögele an der Börse gehandelt.
- ▶ Per Ende 2015 betrieb Charles Vögele 761 Verkaufsfilialen und beschäftigte 6,209 Mitarbeiter (gegenüber 817 Verkaufsfilialen und 7,279 Mitarbeiter per Ende 2011).
- ▶ Unsere Bewertung erfolgt auf konsolidierter Stufe für die gesamte Gruppe.

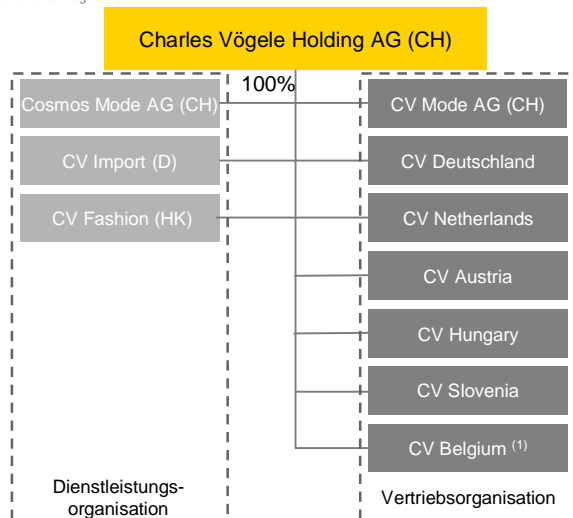
### Geschäftsmodell

- ▶ Charles Vögele ist ein europaweit tätiger Bekleidungs-Einzelhändler, welcher in eigenen Filialen Damen-, Herren- und Kinderbekleidung sowie Accessoires vertreibt. Die Produkte werden zudem seit 2011 via Onlineshop verkauft.
- ▶ Charles Vögele unterteilt das Geschäft in vier Kernmärkte: die Schweiz, Deutschland, Mittel- und Osteuropa sowie die Benelux-Staaten.
- ▶ Die Produkte sind im mittleren Preissegment angesiedelt, wobei der Fokus insbesondere auf der Zielgruppe Frauen 40+ liegt. Ziel ist es, dem Kunden modisch und qualitativ ansprechende Ware zu einem guten Preis-/Leistungsverhältnis anzubieten.

# Unternehmen

## Unternehmensstruktur

Quelle: Charles Vögele



Fussnote:  
1. Charles Vögele wird sich im FY16 aus dem belgischen Markt zurückziehen

## Unternehmensstruktur

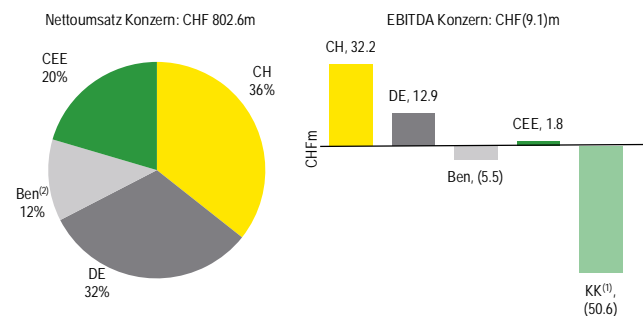
- ▶ Das Hauptquartier von Charles Vögele befindet sich in Pfäffikon SZ, Schweiz. Neben den länderspezifischen Vertriebsgesellschaften, die den Vertrieb lokal führen, übernehmen die restlichen Konzerngesellschaften Unterstützungsfunktionen. Alle Tochtergesellschaften werden von der Charles Vögele Holding AG gehalten.
- ▶ Die Charles Vögele Mode AG (CV Mode AG), welche im Juni des FY15A mit der Charles Vögele Trading AG fusioniert hat, leitet die Vertriebsaktivitäten in der Schweiz und im Ausland und übernimmt verschiedene Dienstleistungen, u.a.: Einkauf, IT, HR, Rechnungswesen, Controlling, Legal & Compliance.
- ▶ Die Cosmos Mode AG ist die Eigentümerin sämtlicher Marken der Gruppe. Die Charles Vögele Fashion (HK) Ltd. ist das Sourcing Office der Gruppe und koordiniert die Tätigkeiten mit eigenen Sourcing Offices in Asien, während die Charles Vögele Import GmbH (CV Import) für die Zollabwicklung zuständig ist.

## Gruppenumsätze und EBITDA

- ▶ Der grösste Anteil des Gruppenumsatzes wurde im FY15A in den Kernmärkten Schweiz (36%) und Deutschland (32%) realisiert. Die beiden Märkte haben ebenfalls die höchsten EBITDA-Margen des Konzerns erreicht (11.3% und 5.0% respektive).
- ▶ Die Märkte Mittel- und Osteuropa trugen im FY15A 20% des Gesamtumsatzes bei und erzielten eine EBITDA-Marge von 1.1%, während die Benelux-Staaten 12% des Umsatzes und eine negative EBITDA-Marge von (5.7%) generierten.

## Regionale Umsatz- und EBITDA-Aufteilung im FY15A

Quelle: Charles Vögele (Geschäftsbericht 2015)



Fussnote:  
1. KK=Konzernzentrale und Konsolidierung  
2. Ben=Benelux

## Unternehmen

### Operative Herausforderungen

- ▶ Seit 2001 erlebt Charles Vögele einen signifikanten Umsatz- und Profitabilitätsrückgang.
- ▶ Über die letzten Jahre hat sich Charles Vögele mehrmals neu positioniert und die Anzahl der angebotenen Marken geändert sowie zahlreiche Wechsel auf Management-Ebene vollzogen. Seit 2015 wird eine Strategie mit einer Marke und zwei klar getrennten Kollektionen (Modern und Klassisch) verfolgt. Trotz dieser Umstellungen und aktiver Expansion in neuen Märkten ist es Charles Vögele bis jetzt nicht gelungen, den negativen Umsatztrend abzuwenden und die Profitabilität nachhaltig zu steigern.
- ▶ Die Aufwertung des Schweizer Franken in den Jahren 2012 und 2015 hat deutliche negative Folgen auf Charles Vögele gehabt und belastet auch weiterhin die Finanzergebnisse.
- ▶ Aktive Expansion der direkten Wettbewerber in den Kernmärkten von Charles Vögele hat zu steigendem Preisdruck, längeren Sale-Zeiten und höheren Mietkosten geführt, was Charles Vögele vor zusätzliche Herausforderungen gestellt hat.
- ▶ Ferner hat sich die Nachfrage im Schweizer Markt seit 2009 stetig geschwächt und somit die operativen Ergebnisse von Charles Vögele negativ beeinflusst.

### Rückzug aus Belgien

- ▶ Aufgrund der kontinuierlich negativen Ergebnisse des belgischen Geschäfts hat sich das Management von Charles Vögele entschieden, sich aus dem belgischen Markt zurückzuziehen.
- ▶ Die in der Vergangenheit in Belgien initiierten Turnaround-Massnahmen, inkl. Bereinigung des Filialportfolios, Veränderungen im Management-Team und Investitionen in die Bekanntheit der Marke haben zwar zur deutlichen Verbesserung der Resultate geführt, haben aber nicht dafür gereicht, im belgischen Markt operative Gewinne zu erzielen. Ferner haben auch die schwierigen ökonomischen Rahmenbedingungen, die Komplexität des belgischen Marktes und die kritische Konsumentenstimmung negativ zu den operativen Ergebnissen beigetragen.
- ▶ Gemäss der Medienmitteilung hat Charles Vögele im Juni 2016 eine gerichtliche Reorganisation durch Übertragung des Geschäftsbetriebs beantragt, um per Ende 2016 den belgischen Markt zu verlassen.

## Unternehmen

### Restrukturierungsmassnahmen

- ▶ Um die operativen Herausforderungen zu überwinden und nachhaltig die Profitabilität zu steigern, wurde ein Transformationsprogramm eingeleitet. Die initiierten Massnahmen beinhalten insbesondere Produktinnovationen (Entwicklung von Leuchtturm-Produkten), Warensteuerung, Umsetzung der Filial-Formatstrategie sowie Revitalisierung der Marke und Anpassung der Organisationsstruktur. In 2015 wurde im Rahmen der Filial-Formatstrategie ein Grossteil der Filialen in der Schweiz umgestellt.
- ▶ Charles Vögele hat eine strategische Profitabilitätsanalyse der bestehenden Filialen durchgeführt. Es ist vorgesehen, dass gewisse nicht profitable Filialen in den nächsten Jahren geschlossen werden. Filialen, die aktuell nicht profitabel sind, aber sich an strategisch wichtigen Standorten befinden, werden behalten und optimiert.

### Finanzierung

- ▶ Im April 2016 wurde der auslaufende syndizierte Kreditvertrag bis Juni 2018 verlängert. Die gesicherte Kreditlinie von maximal CHF245m wird es Charles Vögele erlauben, die operative Tätigkeit fortzusetzen und die Transformationsmassnahmen umzusetzen.
- ▶ Durch den Verkauf einiger nicht strategischer Liegenschaften plant Charles Vögele, die Kreditlinie langfristig zu reduzieren und die Eigenkapitalbasis zu stärken.

# Finanzzahlen und Benchmarking

**1** Seit mehreren Jahren gehen die Nettoumsätze von Charles Vögele stetig zurück. Zwischen FY13A und FY15A schrumpften die Nettoumsätze durchschnittlich um 7.9% pro Jahr und sind von CHF947m auf CHF803m gefallen.

Der historische Umsatzschwund ist einerseits durch Preisdruck und intensiven Wettbewerb getrieben, andererseits belastet die starke schweizerische Währung die ausländischen Umsätze in der Berichtswährung CHF. Im FY15A hat auch der warme Herbst in allen Verkaufsregionen die Umsätze negativ beeinflusst.

Bei der zukünftigen Planung geht das Management von einem moderaten Umsatzwachstum aus.

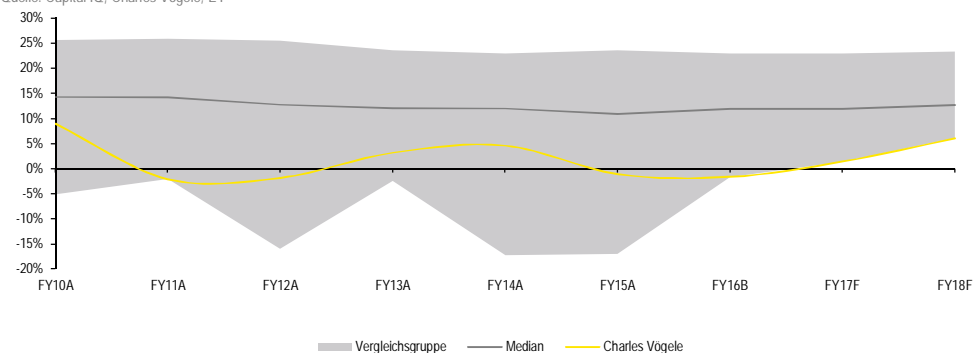
## Finanzkennzahlen FY13A bis FY15A

Währung: CHF 000	FY13A	FY14A	FY15A
Nettoumsatz	946,518	901,160	802,577
Bruttoertrag	622,735	603,858	516,548
EBITDA	29,603	40,914	(9,102)
EBIT	(20,036)	1,604	(51,324)
Jahresgewinn/(-verlust)	(29,563)	(10,833)	(61,787)
<b>KPIs</b>			
Umsatzwachstum/(-rückgang)	(2.6)	(4.8)	(10.9)
Bruttomarge	65.8	67.0	64.4
EBITDA Marge	3.1	4.5	(1.1)
EBIT Marge	(2.1)	0.2	(6.4)

Quelle: Charles Vögele, EY

## EBITDA-Marge **2**

Quelle: Capital IQ, Charles Vögele, EY



**2** Die historischen und künftigen EBITDA-Margen von Charles Vögele liegen im unteren Bereich der Bandbreite der vergleichbaren Unternehmen. Im FY11A, FY12A und FY15A waren die EBITDA-Margen negativ. Auch im FY16B wird von einer negativen operativen EBITDA-Marge von (1.7%) ausgegangen (exkl. allfällige Effekte aus dem Verkauf der Liegenschaften).

Analog zu den Umsätzen sind die relativ tiefen EBITDA-Margen primär auf den Euro-Schock und den intensiven Wettbewerb in der Bekleidungsindustrie zurückzuführen. Ab FY17F wird eine positive EBITDA-Marge von 1.4% erwartet, welche z.T. durch das eingeplante Transformationsprogramm „CVision“ erreicht werden soll. Die dafür notwendigen Investitionen sind konsistent im Businessplan berücksichtigt.

Trotz der Optimierungsmassnahmen und verbesserter Margen wird erwartet, dass die langfristige EBITDA-Marge von Charles Vögele auch weiterhin im unteren Bereich der Bandbreite der Vergleichsgruppe liegen wird.

Die einmaligen Effekte (one-offs) wurden in den zukünftigen Margen von Charles Vögele bereinigt.

# Benchmarking

**1** Die EBIT-Marge hat sich analog zur EBITDA-Marge entwickelt und befindet sich ebenfalls am unteren Ende der Bandbreite der Vergleichsgruppe.

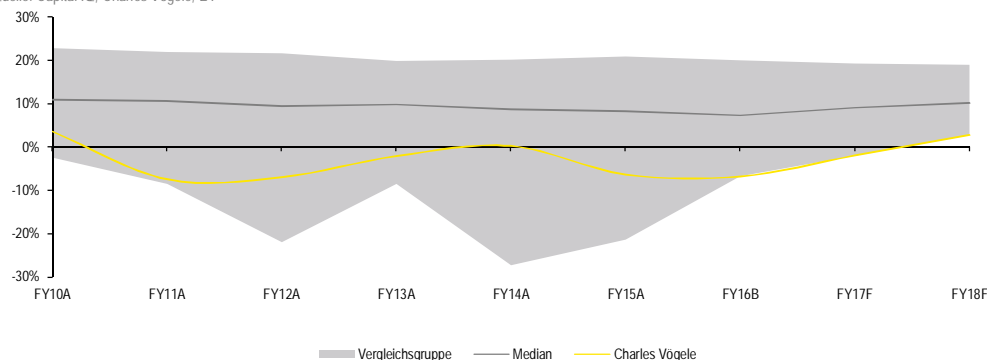
Die EBIT-Marge soll zwischen FY16B und FY18F von (6.8%) auf 2.7% steigen.

Um eine Trendwende zu schaffen und die Profitabilität langfristig zu verbessern, wird das Management die Umsetzung des Massnahmenpakets „CVision“ intensivieren. Dazu gehören:

- Beschleunigung der Erneuerung der Kollektionen (10 Mal pro Jahr) und Entwicklung von Leuchtturm-Produkten
- Emotionalisierung der Verkaufsflächen anhand neuer Gestaltungskonzepte
- Prozessoptimierung und Einleitung von Strukturkostenanpassungen

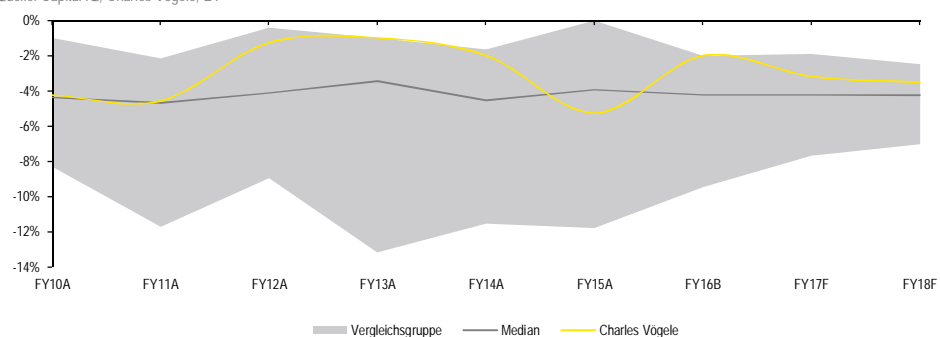
## EBIT-Marge **1**

Quelle: Capital IQ, Charles Vögele, EY



## Investitionen in % des Umsatzes (CAPEX, negativ dargestellt) **2**

Quelle: Capital IQ, Charles Vögele, EY



**2** Im FY10A und FY11A haben die Investitionen von Charles Vögele den Median Werten der Vergleichsgruppe entsprechen. Im FY12A bis FY14A wurden die Ausgaben signifikant reduziert.

Im Rahmen des „CVision“ Transformationsprogramms hat Charles Vögele im FY15A grosse Investitionen in die Modernisierung der Verkaufsflächen getätigt, in dem bis Ende FY15A 274 Filialen renoviert wurden. Dadurch sind die Investitionen im Prozentsatz des Umsatzes auf 5.3% gestiegen.

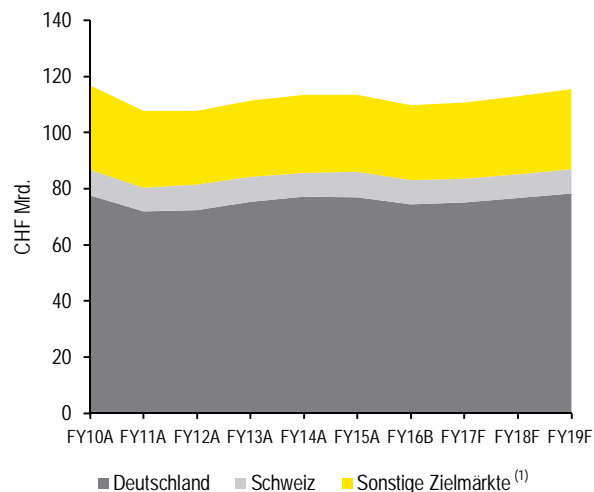
Die Investitionssenkung im FY16B ist durch negative operative Ergebnisse begründet.

Die Capex im FY18F entsprechen dem normalisierten Investitionsniveau.

## Relevanter Markt

### Gesamte Haushaltsausgaben für Bekleidung in den Absatzmärkten von Charles Vögele, 2010 bis 2019

Quelle: BMI „Europe Retail. Market Forecasts to 2019“



Fussnote:

1. Enthält: Österreich, die Niederlande, Ungarn und Slowenien

### Status Quo

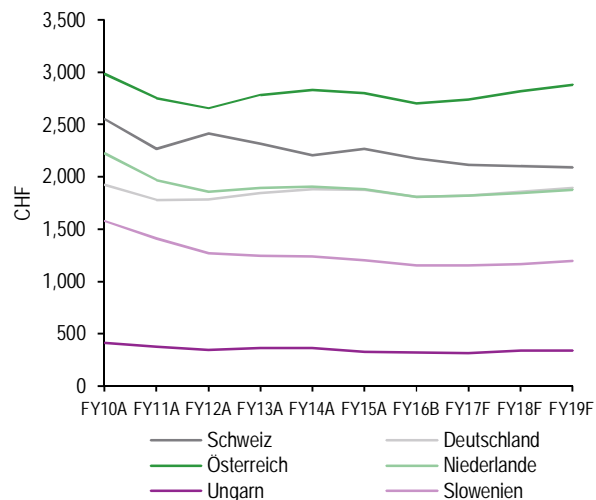
- ▶ Der Wettbewerb in der Textil- und Bekleidungsindustrie hat sich über die letzten Jahre in den Märkten von Charles Vögele intensiviert.
- ▶ In der Schweiz haben der erhöhte Preisdruck, die Stärkung des Schweizer Franken sowie das zunehmende Internetshopping und Grenzshopping in den Nachbarländern bereits zu mehreren Insolvenzfällen und Schliessungen geführt:
  - Als Beispiel kann das Modeunternehmen Bernie`s erwähnt werden, welches nach Insolvenzmeldung in 2011 und Übernahme durch einen neuen Investor bereits in 2015 alle Filialen in Zürich schliessen musste. Seit Januar 2016 befindet sich die New Bernie's Fashion AG in Liquidation.
  - Eine weitere Modekette Companys hat im Herbst 2015 in der Schweiz Konkurs angemeldet. Trotz Übernahme durch die dänische Modegruppe DK Company wurden mehrere Filialen in der Schweiz geschlossen.
- ▶ Das deutsche Textilunternehmen Steilmann SE hat im März 2016 (fünf Monate nach dem Börsengang) Insolvenzantrag gestellt. Aktuell wird durch einen Insolvenzverwalter nach potenziellen Investoren gesucht. Aufgrund der schwierigen Marktlage und industrieweiten Herausforderungen ist es nicht ausgeschlossen, dass das Unternehmen gespalten und in Teilen verkauft wird.
- ▶ Eine steigende Anzahl an Internet- und App-Benutzern hat dazu beigetragen, dass der Anteil der Umsätze über die E-Commerce Kanäle signifikant gestiegen ist. Der Onlinehandel hat als Vertriebs- und Marketingkanal an Bedeutung deutlich zugenommen.
- ▶ Gemäss der Studie von „Centre for the Promotion of Imports“ (CBI), hat sich der europäische Bekleidungsmarkt unter dem Einfluss der Globalisierung sowie der technologischen und demografischen Faktoren stark verändert. Die europäischen Verbraucher sind mehr modebewusst (fashion conscious) geworden, suchen nach grösserer Produktvielfalt und benutzen aktiver die Internetressourcen und Social Media, um den Trends zu folgen und online zu bestellen. Ferner spielt auch die Nachhaltigkeit eine zunehmende Rolle für die Verbraucher.<sup>1</sup>
- ▶ In der Grafik links sind die historischen und zukünftig erwarteten Haushaltsausgaben für die Bekleidung in den Märkten von Charles Vögele zusammengefasst.

<sup>1</sup> Centre for the Promotion of Imports: „Which trends offer opportunities on the European apparel market?“ vom 09. Dezember 2015

## Relevanter Markt

### Länderspezifische Ausgaben pro Haushalt für Bekleidung in den Absatzmärkten von Charles Vögele, 2010 bis 2019

Quelle: BMI „Europe Retail. Market Forecasts to 2019“



### Werttreiber und Ausblick

- ▶ Gemäss CBI versuchen die europäischen Einzelhändler und Marken eine grössere Flexibilität, Transparenz und mehr Technologie in Bezug auf deren Einkaufsprozesse und Produkte anzubieten. Ferner wird aktiv in die Social Media- Präsenz investiert, um die Bedürfnisse der Verbraucher gezielter zu adressieren.
- ▶ Folgende Trends und Chancen sollen gemäss CBI zukünftig eine wichtige Rolle in der europäischen Bekleidungsindustrie spielen:
  - Alternde Bevölkerung wächst weiter. Der Anteil der europäischen Bevölkerung im Alter von 65+ wird von 17% im Jahr 2010 auf voraussichtlich 30% im Jahr 2060 steigen. Gleichzeitig wird erwartet, dass der Lebensstil der älteren Menschen sich Richtung Active Lifestyle verschieben wird. Somit wird diese Verbrauchergruppe an Bedeutung zunehmen.
  - In den kommenden 5 bis 10 Jahren werden die Baby-Boomers (Personen, die zwischen 1946 und 1964 geboren sind) im Bekleidungsverbrauch dominieren. In der langfristigen Perspektive wird sich die Tendenz Richtung der Millennials (geboren zwischen 1980 und 2000) verschieben. Diese Verbrauchergruppe wird einen anderen Blick auf Fashion und Design haben und wird die Kleidungsstücke mit integrierten Geräten und tragbaren Technologien bevorzugen.
  - Entwicklung der Einkaufspräferenzen (insbesondere durch die zunehmende Nutzung von mobilen, digitalen und sozialen Medien).
  - Transparenz, Rückverfolgbarkeit und Nachhaltigkeit in der gesamten Lieferkette.
  - Mehr Effizienz in der Umsatzprognose sowie Fokus auf der schnellen Markteinführung (speed to market) und bedarfsorientierten Lieferung (just-in-time delivery).
  - Entwicklung der Produktion und des Verbrauchs in den Schwellenländern. Der globale Markt für Frauenbekleidung sollte über die nächsten zehn Jahre mit ca. 5% p.a. wachsen. Das Wachstum in Schwellenländern sollte aufgrund von demografischen und wirtschaftlichen Entwicklungen die 5% p.a. sogar übersteigen.
- ▶ Die Studie von Business Monitor International (BMI) prognostiziert, dass in den grössten Absatzmärkten von Charles Vögele - Deutschland und der Schweiz - die jährlichen Haushaltsausgaben für die Bekleidung ab dem Jahr 2017, respektive 2019 steigen werden (vgl. die Tabelle links).



## Wertüberlegungen

---

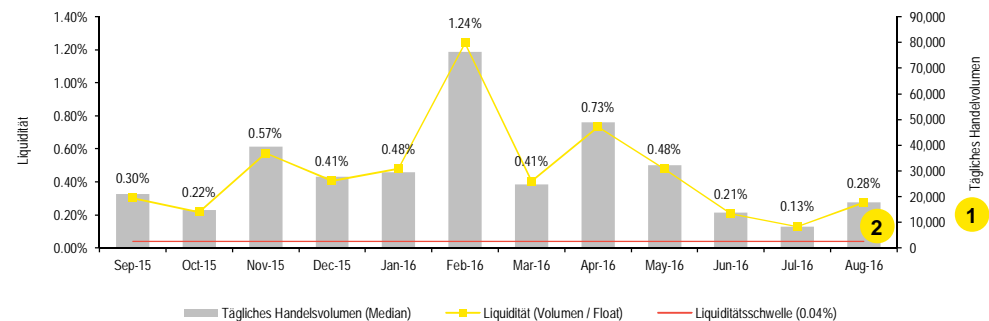
6. Liquiditätsanalyse
7. Analyse des Aktienkurses
8. Analystenschätzungen
9. DCF Methode
10. Marktwertansatz

# Liquidität gemäss Definition der Übernahmekommission

**1** Die Liquiditätsanalyse zeigt, dass an allen Handelstagen Transaktionen zu verzeichnen waren.

Handelsvolumen und Liquidität

Quelle: Capital IQ, EY



**2** Die Analyse zeigt zudem, dass das Handelsvolumen in jedem Monat (monatlicher Median) deutlich über der Liquiditätsschwelle von 0.04% lag. Die Aktien der Charles Vögele sind daher als liquide anzusehen.

Anmerkungen zur Grafik:

- Die Grafik zeigt das Handelsvolumen (monatlicher Median) und die Liquidität über den Betrachtungszeitraum September 2015 bis August 2016. Die Liquiditätsanalyse beruht auf den Daten von Capital IQ.
- Die durch die Übernahmekommission vorgegebene Liquiditätsschwelle liegt bei 0.04%. Siehe hierzu insbesondere das Rundschreiben Nr. 2: „Liquidität im Sinn des Übernahmerechts“.

**Fazit**  
 Da die Aktien von Charles Vögele als liquide angesehen werden können, stellt der Aktienkurs ein wichtiges Element bei der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots dar.

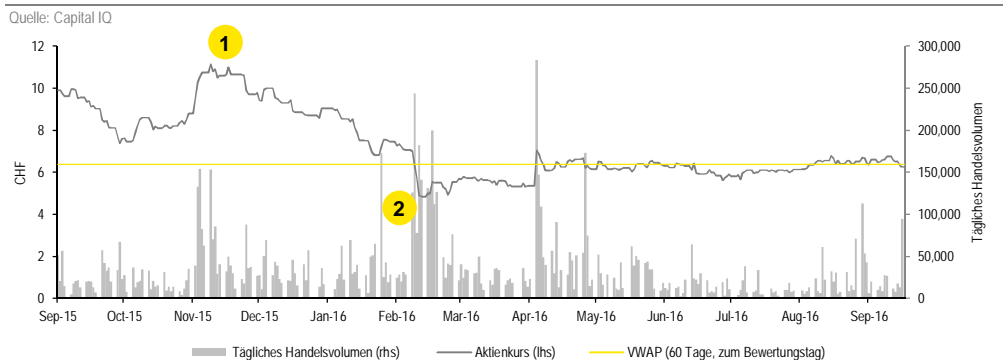
# Analyse des Aktienkurses

**1** Der höchste Schlusskurs der letzten 12 Monate lag bei CHF11.15 und wurde am 09. November 2015 beobachtet.

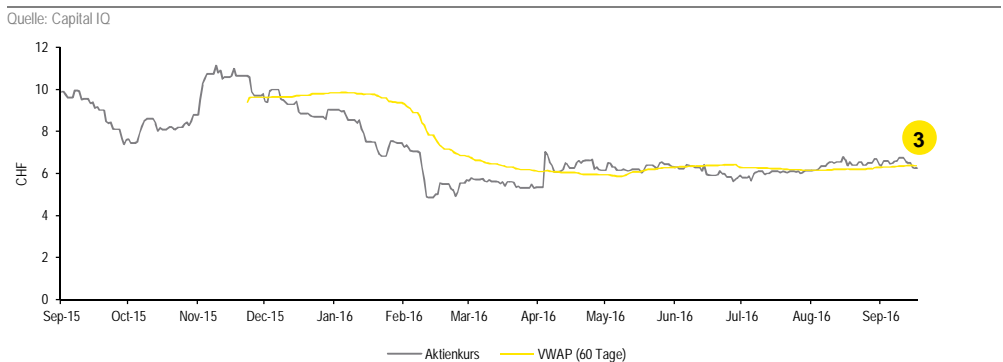
**3** Zum 16. September 2016 betrug der Schlusskurs CHF6.25, während der Volumen gewichteter Durchschnittspreis (VWAP60) gemäss SIX Daten bei CHF6.38 lag.

**2** Der niedrigste Schlusskurs der letzten 12 Monate lag bei CHF4.85 und wurde am 12. Februar 2016 beobachtet.

Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen (September 2015 bis September 2016)



Entwicklung des VWAP60 (November 2015 bis September 2016)



Anmerkungen zu den Grafiken:

- ▶ Die Grafiken zeigen die Aktienkursentwicklung über einen 52-wöchigen Betrachtungszeitraum.
- ▶ VWAP ist eine Näherung, die anhand von Capital IQ und SIX Zahlen ermittelt wurde.

## Analystenprognose und -schätzung hinsichtlich des Aktienzielkurses

**1** Gemäss den Einschätzungen der Analysten von Vontobel vom 25. August 2016 liegt der Zielkurs einer Aktie bei CHF5.0, wobei der Zielkurs keine stichtagsgenaue Bewertung darstellt. Der Zielkurs bezieht sich vielmehr auf die mögliche resp. erwartete Wertentwicklung über die nächsten 12 Monate.

Zürcher Kantonalbank hat am 25. August 2016 auch eine Analystenschätzung zum Aktienkurs von Charles Vögele veröffentlicht. In Abhängigkeit von den WACC-Annahmen ist der geschätzte Aktienkurs marginal positiv oder sogar negativ.

### Übersicht der Businessplanprognosen für Charles Vögele

Vontobel (CHF5.0), 25. August 2016	FY16B	FY17F	FY18F	FY19F
<b>1</b> Umsatzwachstum	(2.4%)	0.5%	0.6%	1.0%
Bruttoertrag	65.1%	65.4%	65.9%	n/a
EBITDA Marge	0.6%	2.2%	4.2%	n/a
EBIT Marge	(3.4%)	(1.7%)	0.4%	1.6%

Quelle: Vontobel

Fussnote:

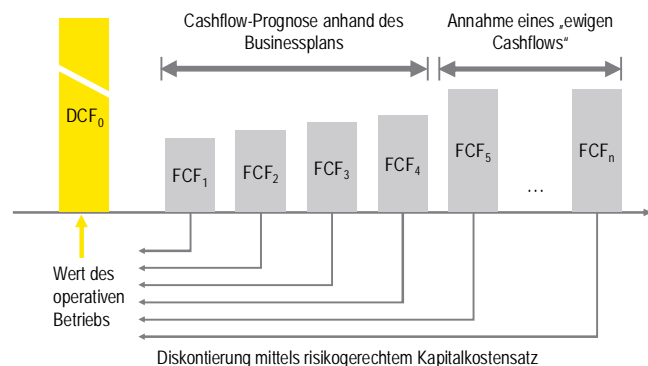
- ▶ Die Tabelle zeigt die zugrunde liegenden Kennzahlen (KPI) zur Schätzung des Zielkurses von Vontobel.
- ▶ Der Rückzug von Charles Vögele aus dem belgischen Markt ist im Zielkurs von Vontobel nicht widerspiegelt.

**2** Analysten erwarten eine positive EBIT-Marge von 0.4% erst ab dem FY18F.

## Grundannahmen und Businessplan

### DCF Methode

Quelle: EY



#### Anmerkungen zur Grafik:

- ▶ Die DCF Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows (FCF) mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, WACC).
- ▶ Die hergeleiteten FCF beschreiben dabei die Finanzströme vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht werden. Darüber hinaus werden sonstige Vermögenswerte/Verbindlichkeiten, die nicht in den FCF berücksichtigt sind, hinzugerechnet/abgezogen.
- ▶ Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Businessplanperiode, wenn von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen werden kann, eine Annahme über einen nachhaltigen FCF getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperioden folgen.

### Annahmen der DCF Methode

- ▶ Folgende allgemeine Annahmen waren Grundlage der DCF Analyse:

- Bewertungszeitpunkt: 16. September 2016
- Planperiode: FY16B bis FY18F basierend auf den vom Management zur Verfügung gestellten Planzahlen. Die Planzahlen für FY19F bis FY20F wurden in Abstimmung mit dem Management entwickelt und basieren auf den Werten vom FY18F, welche mit der langfristigen Wachstumsrate von 1.0% adjustiert wurden (siehe dazu den Abschnitt „Annahmen für das Residualjahr FY20N“).
- Residualwert basierend auf FY20N
- Darstellungswährung: CHF
- Steuersatz: 20% (durchschnittlicher Gruppensteuersatz von Charles Vögele gemäss Management)

### Businessplan

- ▶ Die DCF Bewertung basiert grundsätzlich auf einem vom Management erstellten Businessplan, der die aktuelle Periode (FY16B) und die Businessplanjahre (FY17F und FY18F) umfasst. Die Erstellung des Businessplans erfolgte auf konsolidierter Ebene. Der Businessplan geht von einem konstanten Wechselkurs CHF/EUR 1.07 aus.
- ▶ Die Zahlen FY16B bis FY18F wurden vom Verwaltungsrat von Charles Vögele genehmigt.
- ▶ Der Rückzug aus Belgien wurde in den Cashflows reflektiert.
- ▶ Die Annahmen für den Residualwert (insbesondere die EBIT(DA)-Marge und das nachhaltige Investitionsniveau) wurden in der Diskussion mit dem Management sowie basierend auf Benchmarkingdaten und Analystenschätzungen erarbeitet.
- ▶ Es ist zu beachten, dass zum jetzigen Zeitpunkt nicht alle eingeplanten Restrukturierungs- und Optimierungsmassnahmen, die dem Businessplan zugrunde liegen, umgesetzt wurden. Der Businessplan enthält daher ein nicht unwesentliches Umsetzungsrisiko. Die erwartete positive Entwicklung der zugrunde gelegten Planzahlen ist u.a. von den untenstehenden Faktoren abhängig:
  - Effektive und rechtzeitige Umsetzung des Restrukturierungsprogramms „CVision“
  - Erreichen der angesetzten Ziele beim Verkauf der Liegenschaften
  - Planmässiger Rückzug aus dem belgischen Markt
  - Keine weitere signifikante Stärkung des Schweizer Franken

## Wesentliche DCF Bewertungsannahmen

### Übersicht der Hauptannahmen der DCF Bewertung

Kennzahl	Jahr(e)	Annahme	Quelle
Ø Umsatzwachstum, CAGR %	FY16B-FY20F	2.9%	Mgmt./EY
Steuersatz %	FY16B-FY20N	20.0%	Mgmt.
RW Berechnung	FY20N	Gordon Growth <sup>(1)</sup>	EY
RW Wachstumsrate	FY20N	1.0%	EY
WACC	FY16B-FY20N	8.5%	EY

Quelle: Charles Voegelé, Capital IQ, BMI, EY

Fussnote:

1. Gordon Growth Modell: Ewige Wachstumsformel zur Bestimmung des Residualwerts bei der DCF Methode.

### Wesentliche DCF Bewertungsannahmen

- ▶ In der nebenstehenden Tabelle sind die wichtigsten Annahmen des Businessplans dargestellt. Die Annahmen werden in den nachfolgenden Abschnitten weiter erläutert.

#### Umsatz

- ▶ Grundlage des Businessplans bilden die im Kapitel der Unternehmensbeschreibung erläuterten Werttreiber. Im FY16B wird ein Rückgang von 4.0% erwartet. Ab dem FY17F wird dem Businessplan ein jährliches Umsatzwachstum zwischen 1.0% und 5.3% zugrunde gelegt. Über den Prognosezeitraum (FY16B bis FY20F) wird ein durchschnittliches Umsatzwachstum (CAGR) von 2.9% angesetzt, welches primär auf die erfolgreiche Umsetzung des Transformationsplans „CVision“ zurückzuführen ist. Ferner sollen das Rebranding und die Kollektionsänderungen im Schweizer Markt zur Umsatzsteigerung beitragen.
- ▶ Es ist zu beachten, dass der Businessplan kein Wachstum durch Akquisitionen, sondern lediglich organisches Wachstum berücksichtigt.

#### EBITDA- und EBIT-Marge

- ▶ Die EBITDA- und EBIT- Margen sollen sich langfristig verbessern und einen positiven Wert erreichen. Die Margen werden aber in dem unteren Bereich der Bandbreite der Vergleichsgruppe liegen.
- ▶ Die positive Tendenz ist auf die steigenden Umsätze und sinkende Kosten sowie auf den Austritt aus dem belgischen Markt und die erwarteten positiven Effekte aus den eingeplanten Optimierungsmassnahmen zurückzuführen.

#### Capex/Abschreibungen

- ▶ Aufgrund der negativen operativen Ergebnisse wurden die Investitionen in Sachanlagen im FY16B reduziert.
- ▶ Eine Erhöhung der Investitionen ist bereits in den nächsten Jahren vorgesehen.
- ▶ Die jährlichen Abschreibungen sollen sich gemäss Businessplan im Vergleich zum FY16B reduzieren. Der Rückgang in den Abschreibungswerten ist primär mit der Veräusserung der Liegenschaften (siehe unten) verbunden.

## Wesentliche DCF Bewertungsannahmen

### Verkauf der Liegenschaften

- ▶ Charles Vögele plant, in den kommenden Jahren aus dem bestehenden Liegenschaftsportfolio einige nicht strategische Liegenschaften mit einem Marktwert von ca. CHF100m zu veräussern. Einige Standorte werden nach dem Sale-and-Leaseback Modell weiter betrieben. Strategische Liegenschaften sollen im Besitz von Charles Vögele verbleiben.

### Steuerliche Verlustvorträge

- ▶ Charles Vögele verfügt über erhebliche steuerlich nutzbare Verlustvorträge in mehreren Ländern, u.a. auf Stufe der Schweizer Holding. Im Rahmen der internen Verrechnung werden jedoch die einzelnen Ländergesellschaften vernachlässigbare Gewinne auf Länderebene ausweisen, wodurch die Verlustvorträge nur minimal im Betrag nutzbar sein werden.
- ▶ Aufgrund der anstehenden anspruchsvollen Restrukturierungs- und Optimierungsmassnahmen und den damit verbundenen Risiken, die u.a. zum zeitlichen Verfall der Verlustvorträge führen können, wurden bewertungstechnisch ausschliesslich die Verlustvorträge in der Schweiz berücksichtigt. Die steuerlichen Vorteile bis FY20F sind im Businessplan widerspiegelt. Für die weiteren Jahre wurde der Barwert der steuerlichen Vorteile separat berechnet.
- ▶ Basierend auf dem Geschäftsmodell von Charles Vögele in Deutschland und Österreich (cost-plus-Methode), wurden entsprechende jährliche Steuerausgaben im Businessplan berücksichtigt.

### Nicht betriebliche Vermögenswerte oder nicht bilanzierte Verbindlichkeiten

- ▶ Die Einnahmen aus und Ausgaben für die nicht betrieblichen, aber vermieteten Immobilien von Charles Vögele sind im Businessplan und somit in der DCF-Bewertung berücksichtigt.
- ▶ Gemäss Informationen des Managements bestehen bei Charles Vögele neben den Immobilien keine wesentlichen nicht betrieblichen Vermögenswerte oder nicht bilanzierten Verbindlichkeiten.
- ▶ Die gesamten flüssigen Mittel wurden durch das Management als betrieblich klassiert und somit nicht werterhöhend berücksichtigt.

## Wesentliche DCF Bewertungsannahmen

### Finanzverbindlichkeiten und Rückstellungen

Währung: mCHF

Summe der Finanzverbindlichkeiten <sup>1</sup>	200.6
Rückstellungen (per 31.07.2016)	10.3

Quelle: Charles Vögele

Fussnote:

1. Durchschnitt auf monatlicher Basis.

### Finanzverbindlichkeiten/verzinsliches Fremdkapital und Rückstellungen

- ▶ Die aktuelle Kreditlinie von Charles Vögele beträgt CHF245m und wird primär für die saisonalen Fluktuationen im NUV gebraucht (getrieben durch die Warenvorräte).
- ▶ Als relevante Finanzverbindlichkeiten wurden bei Charles Vögele hauptsächlich der gezogene Kredit und das Finanzleasing identifiziert.
- ▶ Aufgrund der hohen saisonalen Schwankungen der Finanzverbindlichkeiten wurde in Kombination mit einer jährlichen Betrachtungsweise in der Bewertung (u.a. beim Cashflow, Veränderungen NUV etc.) auf den monatlichen Durchschnittswert der Finanzverbindlichkeiten abgestellt (im Gegensatz zur ansonsten normalen Stichtagsbetrachtung). Für diesen Zweck wurde der Durchschnitt des monatlich bezogenen Kredits, der Abgrenzung der Finanzierungskosten und des Finanzleasings für die Periode September 2015 bis August 2016 angewendet. Die Summe der drei Bilanzpositionen (CHF200.6m) wurde bei der DCF-Bewertung als verzinsliches Fremdkapital betrachtet und von dem Unternehmenswert abgezogen.
- ▶ Ferner wurden auch die Rückstellungen per 31.07.2016 in Höhe von CHF10.3m als Fremdkapital behandelt, da diese zu Mittelabflüssen führen, und von dem Unternehmenswert abgezogen (vgl. Tabelle links).

### Mitarbeiterbeteiligungsplan

- ▶ Zur Motivation der Mitarbeiter unterhält Charles Vögele ein optionsbasiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm. Jedoch sind alle Optionen gemäss dem aktuellen Aktienpreis und unserer DCF-Bewertung „out-of-the-money“. Aus diesem Grund haben die Optionen keinen Einfluss auf die DCF-Bewertung.



# Nettoumlaufvermögen

**1** Das Nettoumlaufvermögen (NUV) für FY15A bis FY18F beruht auf den jeweiligen Dezember-Zahlen des Businessplans. Die NUV-Werte für FY19F bis FY20F wurden basierend auf den Zahlen vom FY18F in Relation zum Umsatz gesetzt.

Das NUV im FY16B wird bei 5.1% des Umsatzes erwartet. Gemäss dem Businessplan und der Abstimmung mit dem Management wird für die Unternehmensbewertung ab FY18F ein NUV von 5.9% angesetzt, welches primär durch höhere Warenvorräte getrieben wird.

## Entwicklung des Nettoumlaufvermögens **1**

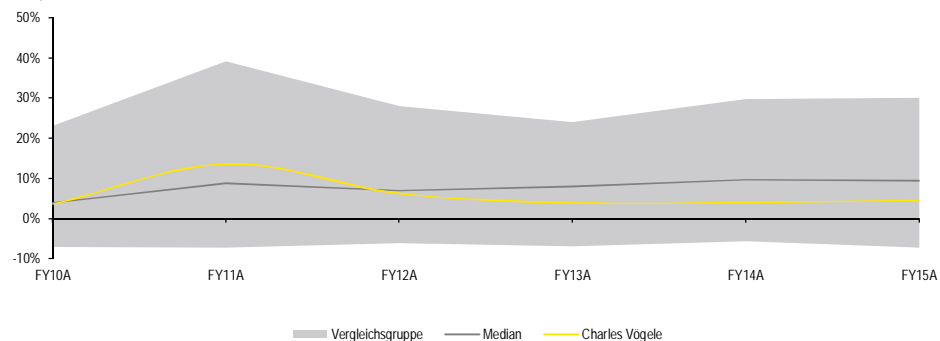
Währung: CHF 000	FY15A	FY16B	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F
Umsatz	802,577	770,474	804,550	847,545	856,281	865,107
Nettoumlaufvermögen (NUV)	42,344	39,435	44,684	50,400	50,920	51,444
NUV in % vom Umsatz	5.3%	5.1%	5.6%	5.9%	5.9%	5.9%

Quelle: Charles Vögele

**2** Die historischen NUV Werte von Charles Vögele lagen im Median-Bereich der Bandbreite der Vergleichsgruppe.

## Benchmarking, historische Entwicklung des NUV **2**

Quelle: Capital IQ



## Annahmen für das Residualjahr FY20N

### Umsatzgewichtete langfristige Inflation

Region	% Gesamtumsatz	Langfristige Inflation
Eurozone	64%	1.8%
Schweiz	36%	1.3%
Total	100%	1.6%

Quelle: Charles Vögele, BMI, EY

### Umsatzgewichteter risikofreier Zinssatz (ewiges Wachstum)

Region	% Gesamtumsatz	Risikofreier Zinssatz
Eurozone	64%	1.4%
Schweiz	36%	0.4%
Total	100%	1.0%

Quelle: Charles Vögele, Capital IQ, EY

### Ewige Wachstumsrate

- ▶ Ausgehend von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit von Charles Vögele muss eine Annahme über ein ewiges Wachstum getroffen werden. In der Regel wird das ewige Wachstum mit den langfristigen Inflationserwartungen der Länder, in denen die Zielgesellschaft operiert, gleichgesetzt. Ein ewiges Wachstum in Höhe der erwarteten Inflation unterstellt, dass die Unternehmensgewinne real konstant bleiben. Die langfristige Inflation kann als ewiges Wachstum angesetzt werden, wenn dieser Wert nicht höher liegt, als der in der Bewertung unterstellte risikofreie Zinssatz.
- ▶ Für Charles Vögele haben wir eine umsatzgewichtete langfristige Inflation in Höhe von 1.6% berechnet, die aber über dem berechneten umsatzgewichteten risikofreien Zinssatz von 1.0% liegt (siehe die nebenstehenden Tabellen). Es wurde daher eine ewige Wachstumsrate von 1.0% zur Bestimmung der Umsätze im FY19F bis FY20N sowie für die Gordon Growth Formel angewendet.

### EBITDA- und EBIT-Marge

- ▶ Für den Residualwert wurde basierend auf dem FY20F eine nachhaltige EBITDA-Marge angesetzt.
- ▶ Die nachhaltige EBIT-Marge ergibt sich aus der EBITDA-Annahme und den eingeplanten Investitionen, resp. Abschreibungen (siehe unten).

### Capex/Abschreibung und NUV

- ▶ Für die Berechnung des Residualwertes wurden in Abstimmung mit dem Management langfristige jährliche Investitionen eingeplant.
- ▶ Bei der Berechnung des Residualwertes nehmen wir an, dass langfristig die Abschreibungen den Capex entsprechen. Die Abschreibungen wurden somit den Capex gleichgesetzt (konstantes Verhältnis von Capex zu Umsatz). Diese Annahme unterstellt, dass das Anlagenvermögen langfristig konstant bleibt, was konsistent zur Annahme eines realen Wachstums von 0.0% ist.
- ▶ Das Verhältnis von NUV zum Umsatz von 5.9% im FY20F wurde auf den Umsatz im FY20N angewendet.

# WACC

**1** Das Beta reflektiert das systematische Risiko einer Aktie und kann am Kapitalmarkt beobachtet werden. Durch „Unlevering“ unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur ergibt sich das Asset Beta. Das „Unlevering“ neutralisiert dabei Effekte aufgrund unterschiedlicher Kapitalstrukturen. Das adjustierte (Adjustierung gemäss Blume) Asset Beta wurde anhand des Median der Vergleichsgruppe abgeleitet.

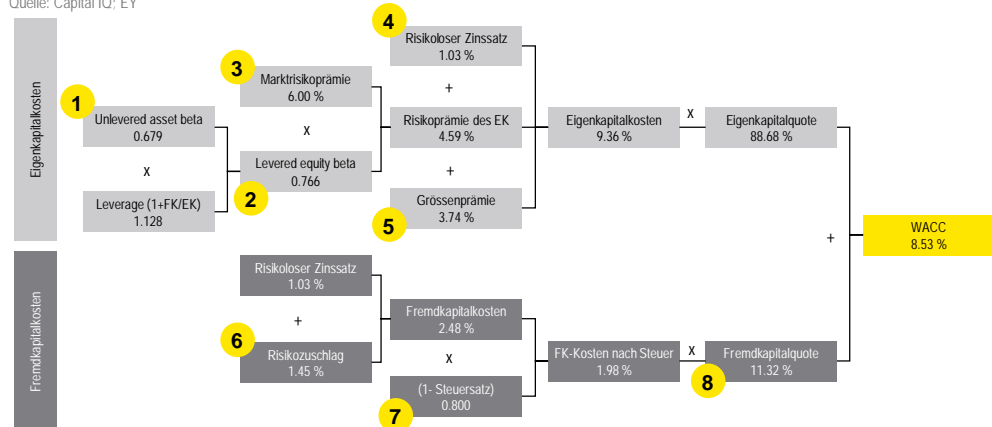
**3** Die Marktrisikoprämie (MRP) entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Zinssatz. Die durchschnittliche MRP basiert auf Marktstudien und beträgt 6.0%.

**5** Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu grösseren langfristig höhere Renditen erzielen. Diese höheren Renditen können nicht durch das CAPM erklärt werden und gehen einher mit höheren Risiken, für die der Markt eine Kompensation fordert. Grössenprämie für Micro-Cap (2016 Valuation Handbook Duff & Phelps).

**7** Der Steuersatz entspricht dem vom Management mittelfristig erwarteten Gruppensteuersatz von 20.0%. Der Steuersatz wird zur Berechnung des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung herangezogen.

## Charles Vögele WACC zum 16. September 2016

Quelle: Capital IQ; EY



### Anmerkungen zur Grafik:

- ▶ Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet.
- ▶ Der risikolose Zinssatz wurde anhand der regionalen risikolosen Zinssätze ermittelt und nach Umsätzen entsprechend gewichtet.
- ▶ Zur WACC Berechnung, bzw. zur Herleitung des Betas und der Kapitalstruktur, wurde eine Vergleichsgruppe verwendet (siehe dazu Anhang B).

**2** Das Equity Beta ergibt sich durch das „Relevering“ des Asset Betas mit der Zielkapitalstruktur von Charles Vögele. Der Prozess des „Relevering“ erfolgt anhand der Praktikermethode.

**4** Erwartete nominale Rendite für eine risikolose Anlage basierend auf dem 5-jährigen historischen Durchschnitt der Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe der entsprechenden Länder/Regionen in den jeweiligen Währungen (d.h. umsatzgewichtet).

**6** Kreditrisikoprämie gemäss Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

**8** Die Fremdkapitalquote (Eigenkapitalquote) berücksichtigt den Median des Fremdkapitalanteils (Eigenkapitalanteil) der Vergleichsgruppe. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten (Eigenkapitalkosten) im WACC.

## Wertermittlung und Sensitivitätsanalyse

### Wert pro Aktie

- ▶ Die untenstehende Tabelle zeigt das Bewertungsergebnis für Charles Vögele anhand der DCF Methode.
- ▶ Basierend auf den beschriebenen zugrunde liegenden Annahmen, den Informationen des Managements sowie basierend auf eigenen Überlegungen und Benchmarking mit der Vergleichsgruppe haben wir unter Anwendung der DCF Methode einen Wert (Eigenkapitalwert) von CHF50.5m per 16. September 2016 für Charles Vögele ermittelt. Unter Berücksichtigung der 8,800,000 ausgegebenen Aktien sowie exklusive 263,399 Aktien im eigenen Bestand, ergeben sich 8,536,601 ausstehende Aktien und somit ein Wert von CHF5.9 pro Aktie.

#### Wertermittlung Charles Vögele (DCF)

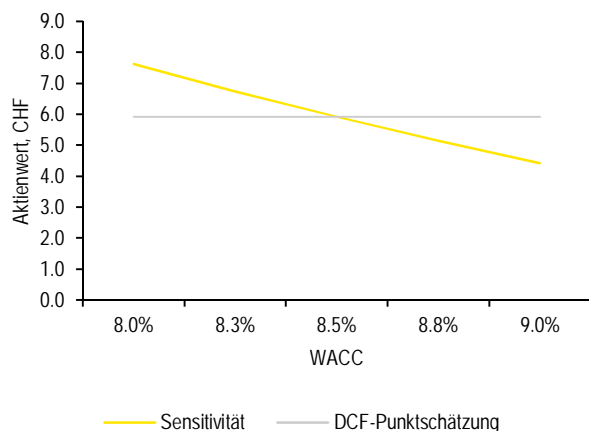
Währung: CHF 000

Summe der Barwerte der FCF	105,409
Residualwert	151,329
Barwert der Verlustvorräte	4,677
Unternehmenswert	261,415
Nettofinanzverbindlichkeiten	(200,594)
Rückstellungen per 31.07.2016	(10,282)
Eigenkapitalwert	50,539
Anzahl der ausstehenden Aktien	8,536,601
Aktienpreis in CHF	5.9

Quelle: Charles Vögele, EY

#### Sensitivitätsanalyse: Aktienwert/WACC

Quelle: Charles Vögele, EY



### Sensitivitätsanalyse

- ▶ Zur breiteren Abstützung unserer Ergebnisse aus der DCF Methode haben wir eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie von Charles Vögele durchgeführt. Die Analyse zeigt die Sensitivität des Aktienwerts auf Veränderung grundlegender Annahmen der Bewertung.
- ▶ Bei einer Veränderung des WACC (ceteris paribus) um jeweils +/- 0.5%, liegt der Aktienwert zwischen CHF4.4 und CHF7.6.
- ▶ Die nebenstehenden Grafiken zeigen die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse.

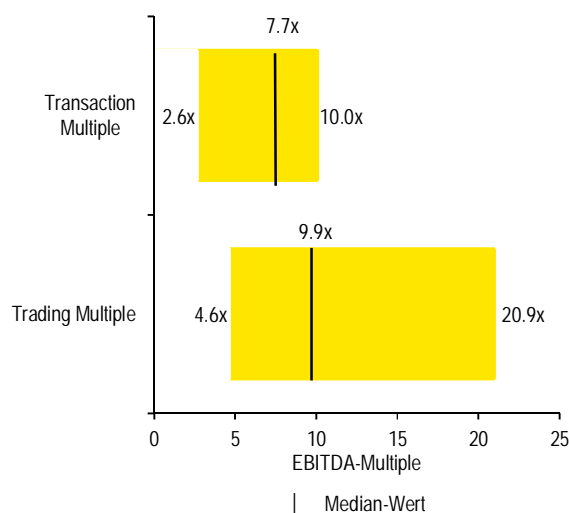
#### Fazit

Unter Anwendung der DCF Methode haben wir bei einer Punktschätzung von CHF5.9 eine Wertbandbreite von CHF4.4 bis CHF7.6 pro Charles Vögele Aktie ermittelt.

## Marktwertansatz

### Bandbreite der Transaction/Trading EBITDA-Multiples

Quelle: Capital IQ, EY



Fussnote:

- ▶ Die Unter-/Obergrenze stellen jeweils das tiefste und höchste EBITDA- Multiple der Vergleichsgruppen dar.
- ▶ Die Trading Multiples beruhen auf den finanziellen Daten der letzten zwölf Monate (LTM).
- ▶ Weitere Details zu den Transaktionen und vergleichbaren Unternehmen sind im Anhang B dargestellt.

### Marktwertmethode: Trading/Transaction Multiples

- ▶ Um die DCF-Bewertungsanalyse zu plausibilisieren und eine Spannweite des Unternehmenswertes zu ermitteln, wird normalerweise zusätzlich die Marktwertmethode angewendet (Trading und Transaction Multiples).
- ▶ Ziel dieser Methode ist es, den Unternehmenswert durch Anwendung von Multiplikatoren auf die wesentlichen Gewinngrößen des Unternehmens zu ermitteln. Diese Multiplikatoren sind entweder Trading Multiples basierend auf vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen oder Transaction Multiples basierend auf kürzlich stattgefundenen Fusionen und Übernahmen in der gleichen Branche.
- ▶ Um die DCF Bewertung zu plausibilisieren, wählt EY aus folgenden Gründen in der Regel EBITDA-Multiples:
  - Umsätze geben keine Hinweise auf die Kostenstruktur eines Unternehmens;
  - EBIT könnte von Abschreibungsgrundsätzen und der Höhe von Sachanlagen beeinflusst werden.
- ▶ Nebenstehende Graphik fasst die Ergebnisse unserer Multiple-Analyse zusammen.
- ▶ Aufgrund der negativen operativen EBITDA-Werten von Charles Vögele im FY15A und FY16B resultieren keine sinnvollen Unternehmenswerte anhand der Marktwertmethode.

#### Transaction EBITDA-Multiples

- ▶ Unsere Analyse umfasst neun Transaktionen, die für diese Analyse als geeignet erscheinen (siehe Anhang B für weitere Details).
- ▶ Der Median der Transaction Multiples liegt bei 7.7x, während das tiefste und höchste Multiple jeweils 2.6x und 10.0x betragen.

#### Trading EBITDA-Multiples

- ▶ Die Trading Multiples Analyse basiert auf den Daten von siebzehn vergleichbaren Unternehmen. Aus der Analyse ergibt sich ein Median EBITDA-Multiple 9.9x (siehe Anhang B für weitere Details).

#### Fazit

Aufgrund der negativen EBITDA-Werte von Charles Vögele im FY15A und FY16B, resultieren keine sinnvollen Unternehmenswerte anhand der Marktwertmethode.

## Fairness Opinion

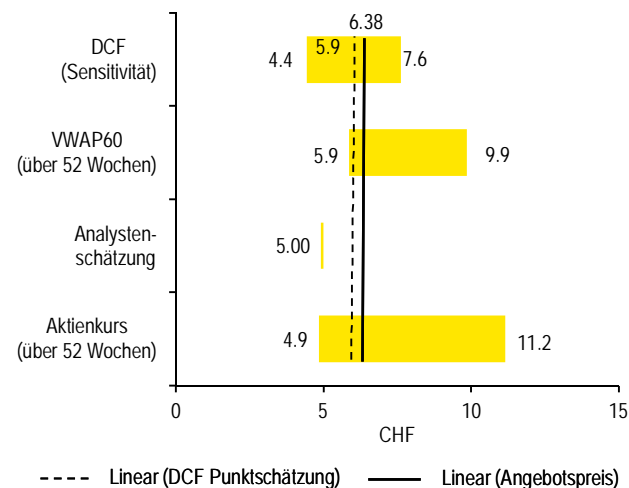
---

### 11. Gesamtüberlegung/ Fairness Opinion

## Fairness Opinion

### Übersicht der Bewertungsergebnisse (Wert pro Aktie)

Quelle: EY



### Fairness Opinion

- ▶ Nebenstehende Grafik zeigt die Ergebnisse unserer Analysen pro Aktie. Basierend auf den angewendeten Methoden und unseren Wertüberlegungen ergibt sich für eine Aktie mit einem Nennwert von CHF3.00 eine Wertbandbreite von CHF4.4 bis CHF7.6. Die DCF-Bewertung als zentrale Bewertungsmethode resultiert in einer Punktschätzung von CHF5.9.
- ▶ Das Angebot von CHF6.38 pro Aktie entspricht dem VWAP(60) und einer Prämie von 2.1% gegenüber dem Tagesschlusskurs vom 16. September 2016 von CHF6.25.
- ▶ Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF6.38 als fair anzusehen.
- ▶ Die Fairness Opinion wurde am 17. Oktober 2016 fertiggestellt.

#### Fazit

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot als fair anzusehen.

Ernst &amp; Young AG

Louis Siegrist

Partner

Hannes Schobinger, CFA

Executive Director

## Anhang

---

Anhang A: Abkürzungsverzeichnis

Anhang B: Vergleichsgruppe



## Abkürzungsverzeichnis

<b>AG</b>	Aktiengesellschaft
<b>Ben</b>	BeNeLux (Belgien, Niederlande & Luxemburg)
<b>BMI</b>	Business Monitor International Research (a Fitch Group Company)
<b>CAGR</b>	Jährliche Wachstumsrate (compound annual growth rate)
<b>CAPEX</b>	Investitionen (capital expenditures)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CEE</b>	Mittel- und Osteuropa (Central & Eastern Europe)
<b>CBI</b>	Centre for the Promotion of Imports
<b>Charles Vögele</b>	Charles Vögele Holding AG, Gwattstrasse 15, CH-8808 Pfäffikon, Schweiz
<b>CH</b>	Schweiz
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow
<b>DE</b>	Deutschland
<b>d.h.</b>	Das heisst
<b>EBIT</b>	Einkommen vor Zinsen und Steuern (earnings before interest and taxes)
<b>EBITDA</b>	Einkommen vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
<b>EUR</b>	Euro
<b>EY</b>	Ernst & Young AG, Maagplatz 1, CH-8010 Zürich, Schweiz
<b>FCF</b>	Freie Cashflows
<b>FK</b>	Fremdkapital
<b>FYXXA / FYXXB / FYXXF / FYXXN</b>	Geschäftsjahr 20XX abgeschlossen / budgetiert / prognostiziert / normalisiert
<b>GK</b>	Gesamtkapital
<b>HR</b>	Personalwesen (human resources)
<b>IT</b>	Informationstechnik (information technology)
<b>KPI</b>	Kennzahl (key performance indicator)
<b>lhs</b>	Linke Seite (left-hand side)
<b>LTM</b>	Vorangegangene zwölf Monate (last twelve months)
<b>m</b>	Million
<b>MRP</b>	Marktrisikoprämie
<b>NUV</b>	Nettoumlaufvermögen (net working capital)
<b>p.a.</b>	Pro Jahr (per annum)

## Abkürzungsverzeichnis

resp.	Respektive
rhs	Rechte Seite (right-hand side)
RW	Residualwert
SIX	SIX Swiss Exchange
SZ	Kanton Schwyz
u.a.	Unter anderem
UW	Unternehmenswert
vgl.	Vergleiche
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs (volume weighted average price)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (weighted average cost of capital)
z.T.	Zum Teil

## Vergleichsgruppe

### Vergleichsgruppe: Beta und Kapitalstruktur

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschlussdatum	Marktkapitalisierung	Minderheiten	Fremdkapital	FK / GK aktuell	Adjustiertes Beta	Unlevered Beta
Charles Voegele Holding AG	SWX:VCH	Switzerland	CHF	06/2016	53	-	199	78.87%	1.254	0.265
Etam Developpement SCA	ENXTPA:TAM	France	EUR	06/2016	216	39	237	48.21%	1.001	0.519
Gerry Weber International AG	DB:GWI1	Germany	EUR	07/2016	549	-	270	33.01%	0.943	0.631
IC Group A/S	CPSE:IC	Denmark	DKK	06/2016	2,816	7	109	3.72%	0.757	0.728
KappAhl AB (publ)	OM:KAHL	Sweden	SEK	05/2016	3,388	-	459	11.93%	0.937	0.825
SuperGroup Plc	LSE:SGP	United Kingdom	GBP	04/2016	1,213	-	-	0.00%	0.660	0.660
Ted Baker PLC	LSE:TED	United Kingdom	GBP	01/2016	1,175	-	98	7.69%	0.616	0.569
Tom Tailor Holding AG	XTRA:TTI	Germany	EUR	06/2016	91	7	274	73.67%	1.020	0.268
Adler Modemärkte AG	DB:ADD	Germany	EUR	06/2016	123	-	58	32.10%	0.888	0.603
Adolfo Dominguez SA	BME:ADZ	Spain	EUR	02/2016	32	1	3	7.05%	0.837	0.778
Esprit Holdings Limited	SEHK:330	Germany	HKD	06/2016	13,104	-	-	0.00%	1.397	1.397
LPP Spolka Akcyjna	WSE:LPP	Poland	PLN	06/2016	7,165	-	859	10.70%	0.782	0.698
Tod's SpA	BIT:TOD	Italy	EUR	06/2016	1,567	4	384	19.65%	0.645	0.518
CCC S.A.	WSE:CCC	Poland	PLN	06/2016	6,397	13	929	12.65%	0.855	0.746
Fast Retailing Co. Ltd.	TSE:9983	Japan	JPY	05/2016	3,503,356	24,729	276,500	7.27%	1.249	1.158
H & M Hennes & Mauritz AB (publ)	OM:HM B	Sweden	SEK	05/2016	406,651	-	4,915	1.19%	0.933	0.922
Industria de Diseno Textil SA	BME:ITX	Spain	EUR	04/2016	98,827	35	29	0.03%	0.735	0.735
Marks & Spencer Group plc	LSE:MKS	United Kingdom	GBP	04/2016	5,144	(2)	2,072	28.72%	0.851	0.606
Next Plc	LSE:NXT	United Kingdom	GBP	07/2016	7,155	-	971	14.06%	0.600	0.515
RNB Retail and Brands AB (publ)	OM:RNBS	Sweden	SEK	05/2016	368	10	1	0.34%	1.085	1.081
Tiefst								0.00%	0.600	0.265
Höchst								78.87%	1.397	1.397
Durchschnitt								19.54%	0.902	0.711
Median								11.32%	0.871	0.679

Quelle: Capital IQ

Analysedatum: 16. September 2016

Werte für Marktkapitalisierung, Minderheiten und Fremdkapital sind in Millionen.

## Vergleichsgruppe

### Vergleichsgruppe: Trading Multiples, LTM

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Marktkapitalisierung	Minderheiten	Liquide Mittel	Nettoverschuldung	Unternehmenswert (UW)	EBITDA LTM	UW / EBITDA LTM
Charles Voegelé Holding AG	SWX:VCH	Switzerland	CHF	53	-	(47)	153	206	n/m	n/m
Etam Developpement SCA	ENXTPA:TAM	France	EUR	216	39	(69)	168	423	93	4.6x
Gerry Weber International AG	DB:GW11	Germany	EUR	549	-	(46)	224	773	91	8.5x
IC Group A/S	CPSE:IC	Denmark	DKK	2,816	7	(84)	25	2,848	288	9.9x
KappAhl AB (publ)	OM:KAHL	Sweden	SEK	3,388	-	(364)	95	3,483	422	8.3x
SuperGroup Plc	LSE:SGP	United Kingdom	GBP	1,213	-	(101)	-	1,213	99	12.3x
Ted Baker PLC	LSE:TED	United Kingdom	GBP	1,175	-	(13)	85	1,260	73	17.3x
Tom Tailor Holding AG	XTRA:TTI	Germany	EUR	91	7	(35)	239	337	61	5.5x
Adler Modemärkte AG	DB:ADD	Germany	EUR	123	-	(29)	29	152	24	6.3x
Adolfo Dominguez SA	BME:ADZ	Spain	EUR	32	1	(23)	-	33	n/m	n/m
Esprit Holdings Limited	SEHK:330	Germany	HKD	13,104	-	(5,341)	-	13,104	n/m	n/m
LPP Spolka Akcyjna	WSE:LPP	Poland	PLN	7,165	-	(219)	640	7,805	599	13.0x
Tod's SpA	BIT:TOD	Italy	EUR	1,567	4	(271)	113	1,683	158	10.7x
CCC S.A.	WSE:CCC	Poland	PLN	6,397	13	(254)	674	7,084	340	20.9x
Fast Retailing Co. Ltd.	TSE:9983	Japan	JPY	3,503,356	24,729	(653,017)	-	3,528,085	179,205	19.7x
H & M Hennes & Mauritz AB (publ)	OM:HM B	Sweden	SEK	406,651	-	(8,387)	-	406,651	31,041	13.1x
Industria de Diseno Textil SA	BME:ITX	Spain	EUR	98,827	35	(5,044)	-	98,862	4,730	20.9x
Marks & Spencer Group plc	LSE:MKS	United Kingdom	GBP	5,144	(2)	(265)	1,808	6,950	1,062	6.5x
Next Plc	LSE:NXT	United Kingdom	GBP	7,155	-	(199)	972	8,128	979	8.3x
RNB Retail and Brands AB (publ)	OM:RNBS	Sweden	SEK	368	10	(28)	-	378	81	4.6x
Tiefst										4.6x
Höchst										20.9x
Durchschnitt										11.2x
Median										9.9x

Quelle: Capital IQ

Analysedatum: 16. September 2016

Werte für Marktkapitalisierung, Minderheiten, Flüssige Mittel, Fremdkapital, UW und EBITDA sind in Millionen.

## Vergleichsgruppe

### Kurzbeschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Beta Berechnung und Trading Multiples

<p>Charles Voegele Holding AG Charles Voëgele Holding AG operates as a fashion retail company in Europe.</p>	<p>Etam Developpement SCA Etam Developpement SCA designs, distributes, and sells women's ready-to-wear clothing, lingerie, beauty products, and accessories under the ETAM, 1.2.3, and Undiz brand names.</p>	<p>Gerry Weber International AG Gerry Weber International AG operates as a fashion and lifestyle company.</p>
<p>IC Group A/S IC Group A/S designs and sells clothes for men and women in the Nordic region, rest of Europe, and internationally.</p>	<p>KappAhl AB (publ) KappAhl AB (publ) operates as a fashion retailer in Europe.</p>	<p>SuperGroup Plc SuperGroup Plc designs, produces, and sells clothing and accessories primarily under the Superdry brand for men and women worldwide.</p>
<p>Ted Baker PLC Ted Baker Plc engages in the design, wholesale, and retail of menswear, womenswear, and accessories under the Ted Baker name in Europe, North America, the Middle East, Asia, and Australasia.</p>	<p>Tom Tailor Holding AG TOM TAILOR Holding AG, an integrated fashion and lifesytle company, provides casual wear and accessories for women, men, and kids primarily under the TOM TAILOR and BONITA brand names.</p>	<p>Adler Modemärkte AG Adler Modemärkte AG operates textile retail chains.</p>
<p>Adolfo Dominguez SA Adolfo Dominguez S.A. engages in the design, manufacture, acquisition, sale, wholesale marketing, import, and export of ready-made clothing, footwear, handbags and accessories, household linens, furniture products, and decorative objects.</p>	<p>Esprit Holdings Limited Esprit Holdings Limited, an investment holding company, engages in the retail and wholesale distribution, and licensing of fashion and non-apparel products worldwide.</p>	<p>LPP Spolka Akcyjna LPP Spolka Akcyjna designs, distributes, wholesales, and retails clothing products in Poland, Central and Eastern Europe, Western Europe, Balkan countries, and the Middle East. The company provides clothing products including jackets, overcoats, jumpers, sweatshirts, trousers, dresses, blouses, shirts, and underwear, as well as other accessories such as caps, scarves, gloves, and shoes; and footwear.</p>
<p>Tod's SpA TOD'S S.p.A. creates, produces, and distributes shoes, leather goods and accessories, and apparel.</p>	<p>CCC S.A. CCC S.A. engages in the manufacture, wholesale, and retail of footwear for men, women, and children worldwide.</p>	<p>Fast Retailing Co. Ltd. Fast Retailing Co., Ltd., through its subsidiaries, operates as an apparel retailer in Japan and internationally.</p>
<p>H &amp; M Hennes &amp; Mauritz AB (publ) H &amp; M Hennes &amp; Mauritz AB (publ) provides clothes, shoes, bags, jewelry, make up products, underwear, and accessories for women, men, teenagers, and children.</p>	<p>Industria de Diseno Textil SA Industria de Diseño Textil, S.A., a fashion retailer, designs, sells, and distributes clothing, footwear, and accessories through various stores formats.</p>	<p>Marks &amp; Spencer Group plc Marks and Spencer Group plc operates various retail stores in the United Kingdom and internationally.</p>
<p>Next Plc NEXT plc engages in the retail of clothing, footwear, accessories, and home products for men, women, and children in the United Kingdom, rest of Europe, the Middle East, Asia, and internationally.</p>	<p>RNB Retail and Brands AB (publ) RNB Retail and Brands AB (publ) owns, develops, and operates fashion, clothing, accessories, jewelry, and cosmetics stores primarily in Sweden, Finland, Norway, and the Netherlands.</p>	

Quelle: Capital IQ

## Vergleichsgruppe

### Vergleichsgruppe: Transaction Multiples

Abschlussdatum Transaktion	Zielunternehmen	Primäre Industrie des Zielunternehmens	Land des Zielunternehmens	Käufer / Investor	Übernommener Anteil (%)	Transaktionswert (mCHF, historischer Kurs)	Implizierter UW / EBITDA
n/a	Disys Commerce Inc.	Apparel Retail	United States	Metabrid LLC	100%	5.2	na
05/2016	Joy Shop AB	Apparel Retail	Sweden	MQ Holding AB	100%	4.5	na
08/2015	ANN INC.	Apparel Retail	United States	Ascena Retail Group Inc.	100%	2,035.6	8.4x
06/2015	New Look Retail Group Limited	Apparel Retail	United Kingdom	Brait Mauritius Limited	100%	2,985.3	9.3x
06/2015	Ikks Group S.A.S.	Apparel Retail	France	LBO France; The Silverfern Group, Inc.; White Knight IX	70%	526.7	na
01/2015	Poppy Holdco Limited	Apparel Retail	United Kingdom	The Foschini Group Limited	100%	324.9	10.0x
01/2014	Moss Bros Group plc	Apparel Retail	United Kingdom	n/a	10%	11.9	6.5x
10/2013	Greenwoods Menswear Ltd.	Apparel Retail	United Kingdom	Bosideng International Fashion Ltd.	96%	5.9	na
10/2013	rue21, Inc.	Apparel Retail	United States	Apax Partners LLP	100%	1,022.6	9.8x
04/2013	Adler Modemärkte AG	Apparel Retail	Germany	Equinox S.A.; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (nka: Steilmann SE); G&C Holding	50%	65.0	3.8x
08/2012	Bonita International GmbH & Co. KG	Apparel Retail	Germany	Tom Tailor Holding AG	100%	257.2	3.6x
08/2012	The Talbots Inc.	Apparel Retail	United States	Sycamore Partners	90%	367.2	nmf
05/2012	Moss Bros Group plc	Apparel Retail	United Kingdom	n/a	30%	18.3	2.6x
01/2012	PM Retail AS	Apparel Retail	Norway	FSN Capital Partners AS; FSN Capital III	80%	63.2	7.7x
Höchst							10.0x
Tiefst							2.6x
Durchschnitt							6.9x
Median							7.7x

Quelle: Capital IQ

Analysedatum: 23. Juni 2016

## Vergleichsgruppe

### Kurzbeschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe für Transaction Multiples

<p>Disys Commerce Inc. Disys Commerce Inc. retails apparel and accessories.</p>	<p>Joy Shop AB Joy Shop AB, a fashion retailer, retails clothing products for men and women.</p>	<p>ANN INC. ANN INC., through its subsidiaries, engages in the retailing of women's apparel, shoes, and accessories under the Ann Taylor and LOFT brands.</p>
<p>New Look Retail Group Limited New Look Retail Group Limited operates as a multichannel apparel retailer.</p>	<p>Ikks Group S.A.S. Ikks Group S.A.S. owns and operates apparel retail stores that sell apparel and clothing accessories.</p>	<p>Poppy Holdco Limited Poppy Holdco Limited, doing business as Phase Eight, retails clothing, footwear, and accessories for women.</p>
<p>Moss Bros Group plc Moss Bros Group PLC, together with its subsidiaries, retails and hires formal wear for men primarily in the United Kingdom.</p>	<p>Greenwoods Menswear Ltd. Greenwoods Menswear Ltd., doing business as GW Menswear, operates a chain of clothing retail stores in the United Kingdom.</p>	<p>rue21, Inc. rue21, Inc. operates as a specialty retailer of junior girls and young men's apparel and accessories in the United States.</p>
<p>Adler Modemärkte AG Adler Modemärkte AG operates textile retail chains.</p>	<p>Bonita International GmbH &amp; Co. KG Bonita International GmbH &amp; Co. KG is based in Hamminkeln, Germany. It operates as a subsidiary of Tom Tailor Holding AG, an integrated fashion and lifestyle company.</p>	<p>The Talbots Inc. The Talbots, Inc., together with its subsidiaries, operates as a specialty retailer and direct marketer of women's apparel, accessories, and shoes in the United States and Canada.</p>
<p>Moss Bros Group plc Moss Bros Group PLC, together with its subsidiaries, retails and hires formal wear for men primarily in the United Kingdom.</p>	<p>PM Retail AS PM Retail AS owns and operates women apparel retail stores in Norway.</p>	

Quelle: Capital IQ

**EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory**

**About EY**

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](http://ey.com).

© 2016 Ernst & Young Switzerland Ltd.  
All Rights Reserved.