

## Sektorresearch

# Deutsche Fashion / Retail-Unternehmen in den Mittelstandssegmenten



---

IKB Deutsche Industriebank AG | Wilhelm-Bötzkjes-Straße 1 | 40474 Düsseldorf

### Capital Structure Research

**Marion Scherzinger**

*Head of Capital Structure Research*

Telefon: +49 (69) 79599-9632

E-Mail: marion.scherzinger@ikb.de

**Haiyan Ding**

*Senior Capital Structure Analyst*

Telefon: +49 (69) 79599-9557

E-Mail: haiyan.ding@ikb.de

## Inhaltsverzeichnis

---

Executive Summary.....	3
Makroökonomische Rahmenbedingungen.....	4
Entwicklungstrends im Bekleidungseinzelhandel.....	6
Peer-Vergleich.....	11
eterna .....	17
Golfino .....	24
Hallhuber Beteiligungs GmbH.....	32
Laurèl .....	40
More & More.....	48
RENÉ LEZARD .....	56
Seidensticker.....	64
Steilmann-Boecker .....	73
Strenesse AG .....	81
Wöhrl .....	89
Disclaimer.....	98

## Executive Summary

Sektor-Universum	Die Studie konzentriert sich auf mittelständische Unternehmen im Mode- und Bekleidungsmarkt, die in den verschiedenen deutschen Mittelstandssegmenten (u.a. Bondm, Entry Standard, der mittelstandsmarkt) Anleihen begeben haben. Dabei handelt es sich zum einen um Bekleidungsspezialisten im mittleren bis gehobenen bzw. Premium Preissegment wie z.B. Hallhuber, Laurèl, More & More, RENÉ LEZARD und Strenesse. Zum anderen haben wir uns auch Unternehmen, die sich auf eine Spezialnische fokussiert haben, angeschaut, wie z.B. die Hemdenhersteller eterna und Seidensticker sowie den Hersteller von Golfmoden Golfino. Hinzu kommen noch die Unternehmen wie z.B. Steilmann-Boecker und Wöhl, die Modehäuser betreiben.
Analytische Vorgehensweise	Die Studie besteht sowohl aus Analysen der einzelnen Unternehmen als auch aus einer Peergroup Analyse. Diese wurde zur besseren Vergleichbarkeit auf Basis von Pro Forma Zahlen erstellt. Um diese zu gewährleisten, haben wir aufgrund der starken Heterogenität der Unternehmen (Zeitpunkt der zuletzt vorliegenden Finanzzahlen, Geschäftsmodell, Emissionszeitpunkt der Anleihen) Annahmen getroffen.
Covenants Ausstattung: recht unterschiedlich	Die einzelnen Emissionen weisen eine sehr unterschiedliche Covenants-Ausstattung auf. Diese ist für die Bewertung der einzelnen Anleihen sehr relevant und sollte von daher in die Investmententscheidung einbezogen werden. Aus diesem Grunde haben wir die wesentlichen in einem Überblick dargestellt.
Positives Marktumfeld: Robuste Konsumbereitschaft	Insgesamt kann man von einem weiterhin moderaten Umsatzwachstum im deutschen Bekleidungs- und Modemarkt ausgehen. Die makroökonomischen Daten sowie der robuste Arbeitsmarkt wirken auch weiterhin unterstützend auf die Konsumausgaben. Und gerade der Konsum hat sich in den letzten Jahren zu einem wichtigen Wachstumssektor für Deutschland entwickelt.
Konsolidierung nimmt weiter zu	Der Bekleidungs- und Modemarkt ist immer noch sehr fragmentiert (die 9 größten Bekleidungseinzelhändler mit einem Umsatz von über € 1,0 Mrd. haben zusammen nur einen Marktanteil von 35% <sup>1</sup> ) und die Konsolidierung ist im vollen Gange. Für Unternehmen ist es deshalb enorm wichtig eine kritische Größe zu erlangen (Umsatz, regionale Abdeckung), um die eigene Marktposition zu festigen.
Sektor Entwicklungen	Die folgenden Trends und Entwicklungen im Bekleidungsmarkt, auf welche wir in der Studie näher eingehen werden, sind dabei für die Unternehmen von zentraler Bedeutung: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Marken als Differenzierung</li> <li>2. Auslagerung der Produktion in Niedriglohnländer</li> <li>3. Intensiver Konsolidierungs- und Verdrängungsprozess</li> <li>4. Größe als entscheidender Wettbewerbsvorteil</li> <li>5. Multi-Channel Distribution, v.a. durch eigene Retailaktivitäten</li> <li>6. Internet als wichtiger zusätzlicher Vertriebskanal</li> </ol>

<sup>1</sup> Quelle: Textilwirtschaft, IKB Schätzungen.

# Makroökonomische Rahmenbedingungen

## Aufhellung der konjunkturellen Lage in Deutschland

Die konjunkturellen Perspektiven für Deutschland haben sich nach der Schwächephase gegen Ende 2012 wieder aufgehellt. Trotz der anhaltenden Anspannung in der Eurozone konnte sich eine verbesserte Grundtendenz im zweiten Vierteljahr 2013 durchsetzen. Die deutsche Bundesbank prognostiziert ein BIP-Wachstum von 0,3% für 2013 und 1,5% für 2014.<sup>2</sup> Die BIP-Prognosen der IKB betragen 0,6% für 2013 und 2,2% für 2014.<sup>3</sup>

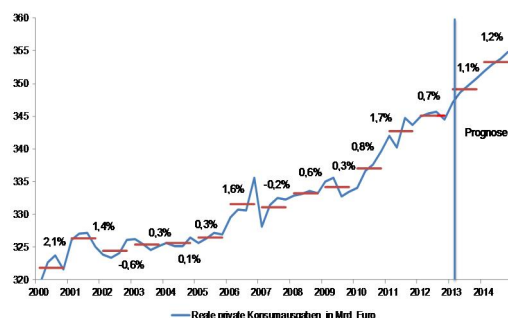
## Privater Konsum wächst

Eine wichtige Säule des deutschen Wirtschaftswachstums bleibt der private Konsum, welcher vor allem in den Jahren 2011 und 2012 mit einem Wachstum von 1,7 % bzw. 0,7% die Erwartung einer anhaltenden Konsumerholung bestätigen konnte. Auch für 2013 und 2014 erwartet die IKB ein positives Wachstum des privaten Konsums um 1,1% bzw. 1,2%<sup>4</sup>. Mit einem BIP-Anteil von knapp unter 60% sollten die Konsumausgaben rund 0,6 Prozentpunkte zur Wachstumsprognose von 2013 beisteuern.

## Lohnsteigerungen und robuster Arbeitsmarkt

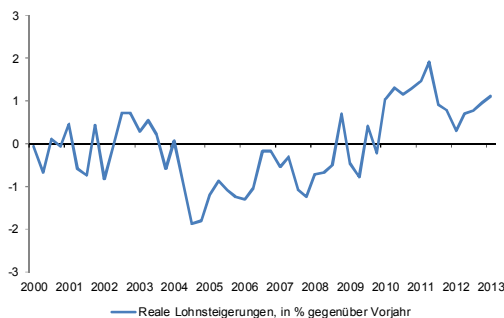
Die positive Entwicklung des privaten Konsums wird vor allem durch die realen effektiven Lohnsteigerungen (+1,3% in 2011, +0,7% in 2012 und eine erwartete Steigerung in 2013) und einen weiterhin robusten Arbeitsmarkt unterstützt. Mit einem erwarteten BIP-Wachstum von 2% in 2014 sollten die Risiken für den deutschen Arbeitsmarkt angesichts der allgemeinen Konjunkturerwartung überschaubar sein.

**Privater Konsum (real) und jährliche Wachstumsrate**



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB Volkswirtschaft.

**Reale Lohnsteigerungen, in % ggü. Vorjahr**



Quellen: Bundesbank; IKB Volkswirtschaft.

## Starkes Konsumentenvertrauen

Eine stabile Anzahl an Erwerbstätigen sowie reale Lohnsteigerungen haben das deutsche Konsumentenvertrauen deutlich angehoben. Der GfK-Index ist für August auf 7,0 Punkte angestiegen, was das höchste Niveau seit 2007 bedeutet. Der Ifo-Geschäftsklimaindex verbesserte sich im Juli 2013 zum dritten Mal in Folge auf 106,2 Punkte.

<sup>2</sup> Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2013.

<sup>3</sup> Quelle: IKB Volkswirtschaft Research, Konjunktur-Update, 11.07.2013.

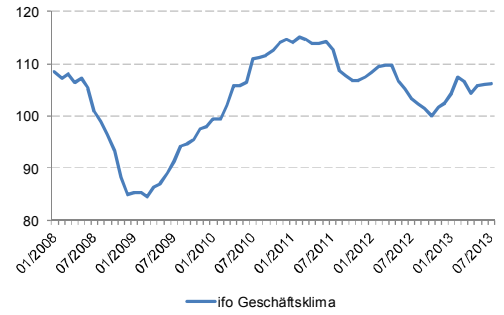
<sup>4</sup> Quelle: IKB Volkswirtschaft Research.

**GfK-Konsumklima-Index**



Quelle: Bloomberg

**ifo-Geschäftsklimaindex**



Quelle: ifo Institut.

# Entwicklungstrends im Bekleidungseinzelhandel

**Gute  
Wachstumsaussichten**

Deutschland ist mit Ausgaben von ca. € 55,3 Milliarden in 2012 der größte Bekleidungsmarkt in Europa. Nach Prognosen von Verdict soll der Bekleidungsmarkt in 2013 um ca. 1,7% auf € 56,3 Mrd. wachsen<sup>5</sup>. Der Anteil der Bekleidung an den Konsumausgaben ist zwar in den letzten Jahren zurückgegangen, stabilisiert sich aber auf ca. 4,5 %<sup>6</sup>.

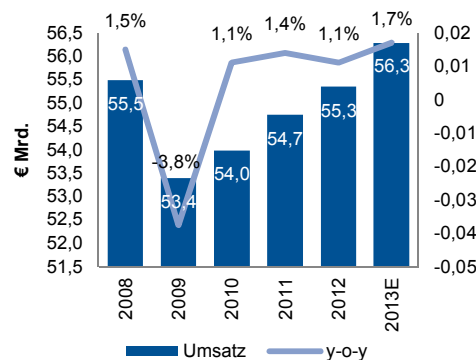
**YTD Entwicklung per  
April 2013: leichte  
Erholung**

Gemäß Zahlen des Gesamtverbands Textil + Mode brachte der April nach einem schwachen Jahresauftakt (-6% im Q1), v.a. bedingt durch den langen kalten Winter und niedrigere Temperaturen im März, eine leichte Erholung. So lag der Branchenumsatz im Bekleidungsgeschäft im Monat April 2013 um +8,7% höher als im Vorjahresmonat. Trotzdem lag er noch YTD um 3,7% unter dem Vorjahreszeitraum.<sup>7</sup>

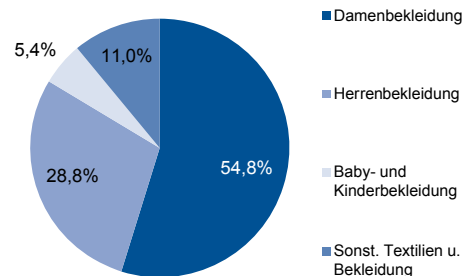
**Damenbekleidung: ca.  
55% der  
Konsumausgaben**

Nach wie vor stellt das Bekleidungssegment für Frauen den Löwenanteil der Konsumausgaben mit ca. 55% vor der Herrenbekleidung mit ca. 29%. Insgesamt bietet aber das letztere Segment die größeren Wachstumspotentiale für die kommenden Jahre.

**Ausgaben für Bekleidung in  
Deutschland**



**Aufteilung des deutschen  
Bekleidungsmarkts (2011)**



Quelle: verdict Research<sup>8</sup>.

Quelle: BTE, ohne Heim- und Haustextilien.

**Value Preissegment  
führend im Ranking**

Was den Preis angeht, so führen zum großen Teil Textilhändler aus dem Niedrigpreissegment (Value) die Textilwirtschaft (TW) Rangliste an. Nicht nur große Textil-Vertikalisten aus dem unteren Preissegment (H&M, C&A, KiK (Tengelmann), Ernesting's Family, Takko), sondern auch Lebensmitteldiscounter (Lidl und Aldi) sind unter den Top 20 Textileinzelhändlern zu finden.

**Bekleidungsspezialisten  
dominieren den Markt**

Den Markt dominieren weiterhin die Bekleidungsspezialisten mit einem Marktanteil von ca. 62%, gefolgt von Modehäusern (ca. 11,5%) und anderen Absatzkanälen (wie z.B. Lebensmittelhandel oder Homeshopping (inkl. Versandhandel und Non-Pure Players).

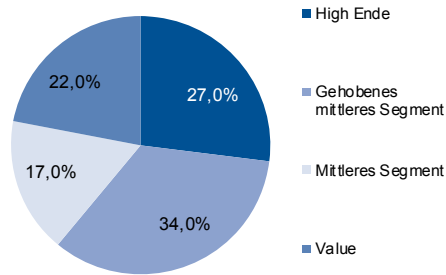
<sup>5</sup> Clothing Retailing in Germany, Verdict Market Report (April 2013) und Bundesverband des Deutschen Textileinzelhandels e.V. (BTE).

<sup>6</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt.

<sup>7</sup> Gesamtverband Textil + Mode, Konjunkturbericht 06, 2013

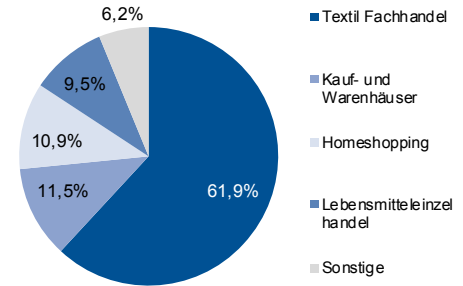
<sup>8</sup> Clothing Retailing in Germany / Verdict Market Report, April 2013.

### Marktsegmente nach Preis (2010)



Quelle: Verdict, BTE.

### Marktanteile nach Vertriebswegen (2013E)



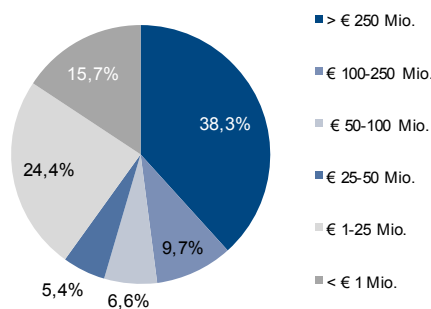
Quelle: Verdict.

### Leistungs- und Kostenzahlen im Textileinzelhandel

Der durchschnittliche Bruttoumsatz pro Quadratmeter Verkaufsfläche im deutschen Bekleidungshandel betrug 2011 für Damenbekleidung € 3.675 und lag damit deutlich über dem Wert für Herrenbekleidung von € 2.561<sup>9</sup>.

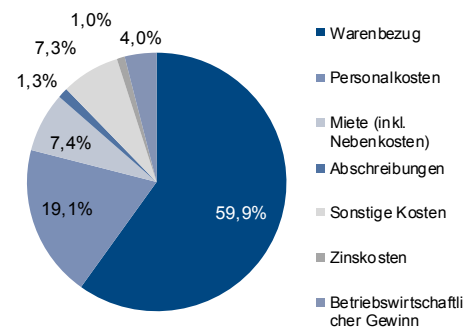
Gemäß einer Statistikauswertung von BTE erwirtschafteten die Teilnehmer des BTE-Betriebsvergleichs 2011 einen durchschnittlichen betriebswirtschaftlichen Gewinn<sup>10</sup> i.H.v. 4,0%. Im Einzelhandel mit Damenbekleidung lag die Marge dabei mit 5,1% deutlich höher als bei Herrenbekleidung (3,2%)<sup>11</sup>.

### Größenstruktur im Bekleidungseinzelhandel 2010 (Nettoumsatz)



Quelle: Statistisches Bundesamt, Umsatzsteuerstatistik 2010. Quelle: BTE Statistik-Report Textileinzelhandel 2012.

### Kostenstruktur des Bekleidungseinzelhandels (2011)



### Mittelständisch geprägt

Die deutsche Bekleidungsindustrie ist durch kleine und mittelständische Unternehmen geprägt. Die 26 größten Bekleidungseinzelhändler mit jährlichen Umsätzen von mehr als € 100 Mio. steuerten 2010 48% zu den Gesamterlösen bei. 68 Unternehmen erwirtschafteten Umsätze (ohne Mehrwertsteuer) zwischen € 25 Mio. und € 100 Mio. und machten insgesamt 11,9% der Gesamterlöse aus.

Gemäß Recherche von Textilwirtschaft generierten lediglich 9 Unternehmen Umsätze von über € 1,0 Mrd. Weitere 33 Unternehmen erzielten Umsätze zwischen € 200 Mio. und € 1,0 Mrd. Die restlichen Unternehmen auf der TW Rangliste erzielten Umsätze zwischen € 50 Mio. und € 200 Mio.

<sup>9</sup> Quelle: BTE Statistik-Report Textileinzelhandel 2012.

<sup>10</sup> Definition des betriebswirtschaftlichen Gewinns: Umsatz – Wareneinsatz + Skonti-Erträge – Personalaufwand – Mietaufwendungen – Kosten für Werbung – KFZ-Kosten – Abschreibungen – Zinsen für Fremdkapital – Sonstige Kosten.

<sup>11</sup> Quelle: BTE Statistik-Report Textileinzelhandel 2012.

**Textilwirtschaft: Rangliste der größten Textileinzelhändler**

Rang	Unternehmen	Umsatz 2011 (€ Mio.)	Umsatz 2010 (€ Mio.)	y-o-y 2011
1	Otto Group*	4.116	4.158	-1,0%
2	H&M	3.290	3.211	2,5%
3	C&A	3.090	3.011	2,6%
4	Metro*	2.263	2.418	-6,4%
5	Karstadt*	1.894	1.973	-4,0%
6	P&C Düsseldorf*	1.359	1.334	1,9%
7	Tengelmann*	1.206	1.195	0,9%
8	Lidl*	1.023	1.049	-2,5%
9	Aldi*	1.003	1.034	-3,0%
10	Tchibo*	926	945	-2,0%
11	Esprit*	897	915	-2,0%
12	Ernsting's Family	888	845	5,1%
13	Takko	813	738	10,2%
14	New Yorker*	723	689	4,9%
15	NKD*	503	483	4,1%
16	Inditex*	488	467	4,5%
17	Breuninger	470	437	7,6%
18	Klingel*	466	457	2,0%
19	P&C Hamburg*	440	435	1,1%
20	Adler	435	433	0,5%
...				
99 <sup>(a)</sup>	Wehmeyer*	51	75	NM
100	Dress-for-less*	50	NA	NA

*Die TW-Rangliste erfasst Unternehmen, die mindestens € 50 Mio. mit Textilien und Bekleidung (brutto) in Deutschland erlösen.*

*Die mit "\*" gekennzeichneten Zahlen werden von Textilwirtschaft geschätzt.*

*(a) Die 2011 Zahl enthält nur 9 Monate Geschäftsbetrieb. Nach Insolvenz wurde das Unternehmen von Adler übernommen.*

*Quelle: Textilwirtschaft.*

**Bedeutende Trends und Entwicklungen**

Hier nun im einzelnen einige Trends und Entwicklungen im Bekleidungsmarkt, vor allem im mittleren und gehobenen bzw. Premium-Preissegment, die u.E. für die Unternehmen dieser Studie von Bedeutung sind:

1. Marken als Differenzierung
2. Auslagerung der Produktion in Niedriglohnländer
3. Intensiver Konsolidierungs- und Verdrängungsprozess
4. Größe als entscheidender Wettbewerbsvorteil
5. Multi-Channel Distribution, v.a. durch eigene Retailaktivitäten
6. Internet als wichtiger zusätzlicher Vertriebskanal

**Marke als Differenzierungsstrategie**

Alle Unternehmen in unserer Studie verfügen über eine klar definierte Markenstrategie, die sie eindeutig in bestimmten Preissegmenten positioniert (vorwiegend im gehobenen mittleren und Premium-Preissegment) und gleichzeitig ein bestimmtes Image für den Kunden vermittelt (Stil, Qualität und modische Aktualität).

<p><b>Outsourcing vs. eigene Fertigung</b></p>	<p>Lediglich 3 der von uns untersuchten Unternehmen produzieren zum großen Teil die Waren selbst (eterna, Seidensticker und Strenesse). Die meisten anderen Unternehmen konzentrieren sich vorrangig auf ihre Kernkompetenzen, wie z.B. Design und Vertrieb. Doch kann sich die eigene Fertigung als zweischneidiges Schwert erweisen, da man zwar zum einen die Kontrolle über die Produktion und Qualität der Produkte behält, zum anderen ist diese aber mit einem großen Kostenblock und einer entsprechenden Kapitalbindung verbunden.</p>
<p><b>Herausforderungen durch Outsourcing</b></p>	<p>Durch das zunehmende Outsourcing in Niedriglohnländer sieht sich die Bekleidungsindustrie großen Herausforderungen gegenüber. Zum einen liegen diese in der Kostensteigerung bei der Beschaffung, hervorgerufen durch steigende Baumwollpreise und Lohnsteigerungen in den Fertigungsländern (v.a. China). Zum anderen gewinnen Faktoren wie Qualitätssicherung und soziale und ökologische Aspekte der Nachhaltigkeit zunehmend an Bedeutung.</p>
<p><b>Konzentration und Verdrängung schreiten weiter voran</b></p>	<p>Der deutsche Bekleidungsmarkt befindet sich weiterhin in einem Konzentrations- und Verdrängungsprozess. So fiel der Marktanteil kleiner Fachgeschäfte mit jährlichen Nettoumsätzen unter einer halben Millionen Euro in 2011 erstmals unter 10%.<sup>12</sup> Die Wettbewerbsintensität ist als sehr hoch einzustufen: So drängen immer mehr internationale Modeketten (u.a. Primark, Bershka, Abercrombie &amp; Fitch) in den deutschen Markt. Hinzu kommt, dass diese internationalen Modeketten bestrebt sind, immer den letzten Modetrend in ihren Geschäften zu führen. Modeunternehmen, die sich dem geänderten Wettbewerbsumfeld nicht schnell genug anpassen können, geraten in Schwierigkeiten bzw. müssen sogar Insolvenz anmelden (Apriori, Olsen).</p>
<p><b>Wachstumsmöglichkeiten: Roll-out von Retail- und Outlet-Stores</b></p>	<p>So ist ein organisches Wachstum praktisch nur über die Gewinnung von Marktanteilen anderer Wettbewerber bzw. die Eröffnung von neuen Modehäusern oder Retail-Geschäften möglich. Aus diesem Grund nennen viele Unternehmen, die Finanzierung von Wachstum durch Roll-out von zusätzlichen Retail- und Outlet-Stores als oberstes Ziel. Das Factory-Outlet-Geschäft ist in Deutschland auf dem Vormarsch und entwickelt sich zu einem hoch profitablen Geschäftsfeld der Markenindustrie. Allein 2012 wurden in Deutschland vier neue FOC eröffnet; insgesamt gibt es momentan 14 FOC in Deutschland. Mehrere FOC sind bis 2014/15 geplant.</p>
<p><b>Größe: ein entscheidender Wettbewerbsvorteil</b></p>	<p>Größe, ausgedrückt in Umsatz- und Finanzstärke, ist in diesem Marktumfeld ein entscheidender Wettbewerbsvorteil (bessere Einkaufskonditionen, Skaleneffekte, Marken- und Imagepflege). Kleinere Player, die nicht über die notwendige Finanzstärke und Marktposition verfügen, verschwinden sukzessive vom Markt bzw. werden übernommen (Wehmeyer gekauft durch Adler, SinnLeffers gekauft durch die Familie Wöhr). Die stärkeren Unternehmen, wie etwa die Steilmann Holding oder Wöhr, können so als konsolidierende Kraft im Markt auftreten. Auch durch Ausweitung der regionalen Präsenz innerhalb Deutschlands (z.B. Steilmann-Boecker und Wöhr) wird zum einen die Marke stärker wahrgenommen und zum anderen eine kritische Größe erreicht.</p>
<p><b>Abkehr von den klassischen Kollektionszyklen</b></p>	<p>Um bestimmte Geschäftsrisiken (saisonale Effekte, Wettereinflüsse) zu minimieren und Kaufanreize zu setzen, wenden sich der überwiegende Teil der Hersteller (z.B. Hallhuber, More &amp; More) von dem klassischen Fashionzyklus (Sommer- und Wintermode) ab und bieten mehrere Kollektionen im Jahr an. So entwirft Hallhuber zum Beispiel jedes Jahr Produkte für 17 Intakes. Ca. 70% des Gesamteinkaufsvolumen sind demnach Intakes und 20% sind sogenannte „open-to-buy Budgets“ (OTB), die der kurzfristigen Beschaffung von Trend-Artikeln dienen.</p>

<sup>12</sup> BTE Pressemitteilung "Konzentration im Modehandel nimmt weiter zu", 29.07.2013.

**Multi-Channel-Distribution: Fokus auf eigene Retailaktivitäten und Internet**

Die von uns untersuchten Marken-Modehersteller (Seidensticker, eterna, Hallhuber, Laurèl, Golfino, etc.) legen ihren Fokus verstärkt auf den Ausbau der eigenen Retailaktivitäten. Als Folge gehört die Eröffnung neuer Retail-Flächen (einschließlich Outlets) zum Kern der Wachstumsstrategie. Durch eigene Retailaktivitäten erhalten die Unternehmen eine bessere Kontrolle über die Warendisposition, Markenführung und einen direkten Zugang zu ihren Kunden. Darüber hinaus wird so der zunehmende Wegfall der klassischen Vertriebskanäle (kleinere Einzelhändler, Kauf- und Warenhäuser) kompensiert. Der Retail-Ausbau ist allerdings mit einem erheblichem Finanzierungsbedarf und meistens mit hohen Anlaufverlusten verbunden. So wird z.B. das Geschäftsergebnis von Laurèl für 2012/13 stark von den durch die Wachstumsstrategie verursachten Anlaufkosten geprägt und die Anleihe kam erneut unter Druck.

**Onlinehandel: stark wachsend**

Der Online Handel von Modeartikeln gewinnt zunehmend an Bedeutung. So betreiben die meisten Unternehmen entweder ihre eigene Online Plattform (z.B. Laurèl, eterna, Golfino, Hallhuber, More & More) oder arbeiten mit Onlinehändlern wie z.B. Amazon und Zalando beim Vertrieb von Modemarken zusammen (z.B. Hallhuber, More & More). Darüber hinaus bietet der Online-Handel eine relativ kostengünstige Möglichkeit internationale Märkte zu erschliessen.

Trotz der hohen Belastung durch Retouren setzen viele Modeunternehmen auf den Onlinevertrieb. Laut Unternehmensaussagen ist der Online-Vertrieb bereits bei einigen Unternehmen profitabel und ein weiterer Ausbau des Onlinegeschäftes (Hallhuber, Strenesse, More & More, etc.) wird forciert.

Verdict schätzt, dass die Umsätze im Online-Bekleidungshandel in 2013 € 6,4 Mrd. übertreffen wird<sup>13</sup>, was einer Verdreifachung der Umsätze seit 2008 entspricht.

<sup>13</sup> Clothing Retailing in Germany / Verdict Market Report, April 2013.

## Peer-Vergleich

Anleihen im Gesamtvolumen von € 242,6 Mio. wurden bisher platziert

Nach dem Debüt von Seidensticker am 27.02.2012 haben inzwischen 9 andere Modeunternehmen auf dem deutschen Mittelstandsmarkt Anleihen platziert. Insgesamt wurden bis dato ca. € 242,6 Mio. in die deutschen Modeunternehmen investiert. Die Mittelverwendung sieht wie folgt aus: In den meisten Fällen dient die Anleihe zur Refinanzierung von Bankverbindlichkeiten oder zur Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen und gleichzeitig soll die Wachstumsfinanzierung angeschoben werden. In zwei Fällen (eterna und Steilmann-Boecker) erfolgte in 2013 nach der Erstnotiz in 2012 noch eine Aufstockung der Anleihe.

Positionierung im gehobenen mittleren bzw. Premium-Preissegment

Die Emittenten sind fast ausschließlich im gehobenen mittleren Segment bzw. Premium-Preissegment positioniert. Die Zielkunden verfügen über ein durchschnittliches bis überdurchschnittliches Einkommen und legen hohen Wert auf Stil sowie Qualität. Die Margen sind dementsprechend attraktiver und die Unternehmen sind weniger anfällig gegen Konjunkturschwankungen und Preisveränderungen an den Rohstoffmärkten (Baumwolle, Leder, etc.).

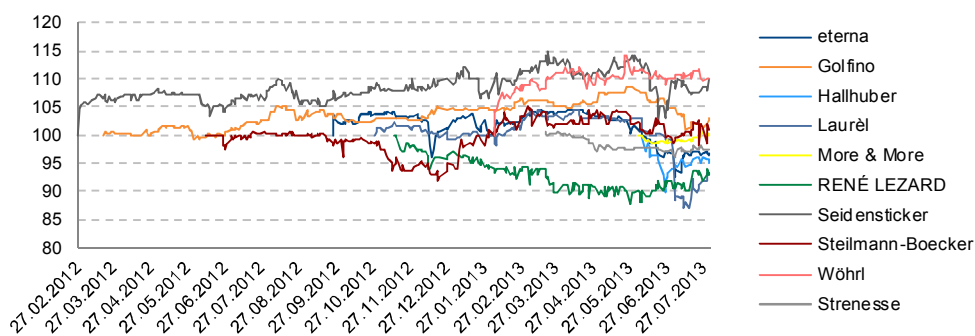
Kursentwicklung und Performance

Die Kursentwicklung der einzelnen Anleihen verlief seit ihrer Emission sehr unterschiedlich. Über Pari stehen die größeren Emittenten, u.a. Wöhrl, Steilmann-Boecker (als Teil und mit Erfüllungsübernahme des Steilmann Holding Konzerns) und Seidensticker. Auch der Spezialmodeanbieter Golfino konnte bisher einen stabilen Kurs über Pari aufweisen. In jüngster Zeit ist Laurèl unter Druck geraten und notiert aktuell mit 93% am untersten Rande der Peers.

Korrektur seit Mai 2013

Insgesamt ist im Zuge der schwächeren Performance der High-Yield Märkte, eine Preiskorrektur seit Mai dieses Jahres zu beobachten:

### Anleihe-Kurse seit der Emission



Quelle: Bloomberg.

Datenbasis / Methodik

Bei unserer Analyse haben wir die letzten Finanzdaten herangezogen (LTM oder aus dem letzten Unternehmensjahresabschluss). Dabei haben wir die Finanzdaten von Unternehmen, die 2013 Anleihen emittiert bzw. aufgestockt haben, auf „Post-Money Pro-Forma Basis“ angepasst.

Für Laurèl haben wir LTM Finanzdaten nach unserer Pro-Forma Berechnung per 30.10.2012 genommen, da das zum 30.04.2012 beendete Geschäftsjahr ein Rumpfgeschäftsjahr war und lediglich 6 Monate beinhaltete.

Einheitliche Betrachtung: Wirtschaftliches Eigenkapital und Fremdkapital

Bei vielen Unternehmen bilden Gesellschafterdarlehen eine wichtige Form der Finanzierungsquelle. Zur besseren Vergleichbarkeit haben wir alle Gesellschafterdarlehen als „Wirtschaftliches Eigenkapital“ eingestuft, auch wenn unterschiedliche Rangrücktrittsklauseln vorhanden sind. Investoren sollten die unterschiedliche Ausstattung beachten.

Mezzanine Kapital, Genussrechte sowie stille Beteiligungen werden als Fremdkapital betrachtet.

**Hier nun ein Überblick über die aus dem Vergleich der Finanzkennzahlen gewonnenen Erkenntnisse:**

**Größe entscheidend**

Ein wichtiger Erfolgsfaktor für die Modeunternehmen stellt zweifelsohne die Größe der Unternehmen dar. Durch die Erreichung einer kritischen Größe kann ein Modeunternehmen Skaleneffekte und Einkaufsvorteile ausnutzen. Auch wird das Unternehmen vom Konsumenten stärker wahrgenommen und der Roll-Out vom eigenen Retailgeschäft einfacher.

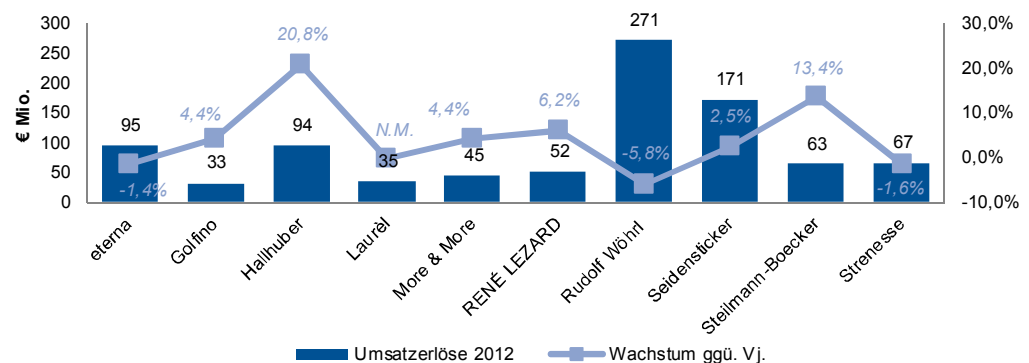
**Unternehmensziele sind unterschiedlich**

Einige der von uns betrachteten Unternehmen waren in der Vergangenheit deutlich größer bzw. profitabler gewesen (eterna, Seidensticker, More & More, Rene Lezard, Strenesse, Wöhl, etc.) und richten ihre Strategie darauf aus, die historisch bereits erreichten Ergebnisse wieder zu erzielen. Einige andere Unternehmen (Laurèl, Hallhuber, Steilmann-Boecker) befinden sich dagegen auf einem klaren Wachstumskurs. Für diese steht ein gesundes profitables Wachstum im Vordergrund.

Durch die unterschiedlichen Geschäftsjahresenden ist ein Vergleich des Umsatzwachstums nur beschränkt aussagekräftig. Die Graphik unten zeigt die Umsatzentwicklung der betrachteten Unternehmen in ihrem jeweiligen letzten Geschäftsjahr (für Laurèl ist aufgrund gesellschaftlicher Änderungen kein sinnvoller Vergleich möglich). Auch liegen uns für die meisten Unternehmen keine Umsatzzahlen auf vergleichbarer Fläche vor.

Die Wachstumsraten (basierend auf dem jeweils letzten Geschäftsjahr) fallen insgesamt recht unterschiedlich aus. Der Gesamtmarkt ist laut Verdict Research zum Ende 2012 um ca. 1,1% gewachsen:

**Umsätze und Wachstumsraten**



Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

**Rohrertragsmarge und EBITDAR**

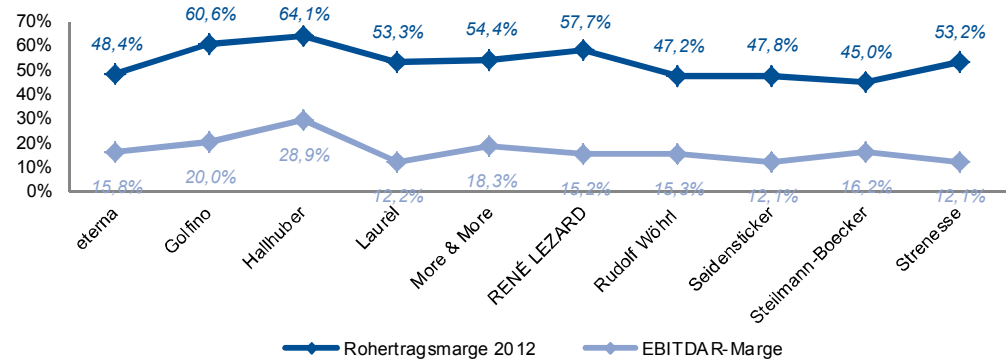
Die Unternehmen weisen Rohertragsmargen zwischen 45,0% und 64,1% aus. Dies ist vor dem Hintergrund einer durchschnittlichen Handelsspanne von 40,1% (unter Berücksichtigung von Skonti, Studie BTE)<sup>14</sup> ein sehr gutes Resultat.

Ferner geben die EBITDAR Margen Aufschluss über die Ertragskraft der Unternehmen vor Abzug von Mietaufwendungen, Abschreibungen, Zinsen, und Steuern.

Für die meisten Unternehmen stellen Mietaufwendungen einen großen Kostenblock dar. Da die Mietverträge i.d.R. für einen mittleren bzw. langen Zeitraum (bis 10 Jahre) abgeschlossen werden, belasten diese das operative Ergebnis. Wir wollen an dieser Stelle nochmals darauf hinweisen, dass die Mietaufwendungen für einige Unternehmen von uns geschätzt wurden.

<sup>14</sup> BTE, Leitungs- und Kostenzahlen im Textileinzelhandel 2011, Bekleidung insgesamt.

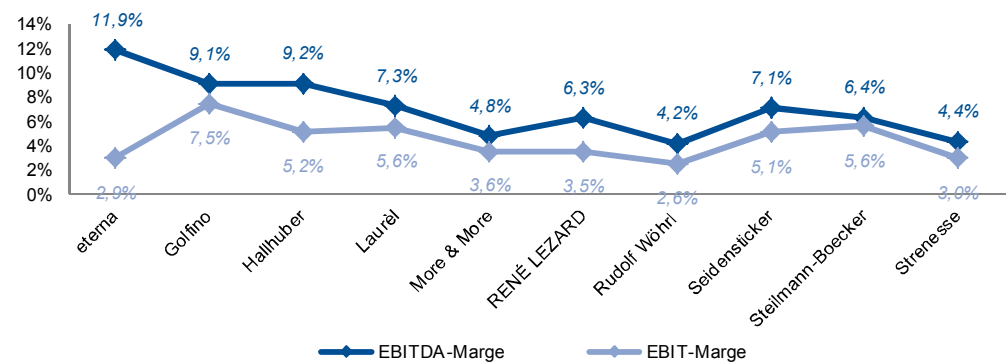
### Rohertrags- und EBITDAR-Margen



Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

Im Vergleich zu vielen international tätigen Unternehmen (H&M, Zara, Gerry Weber, Hugo Boss etc.), fallen die operativen Margen recht bescheiden aus:

### Operative Margen

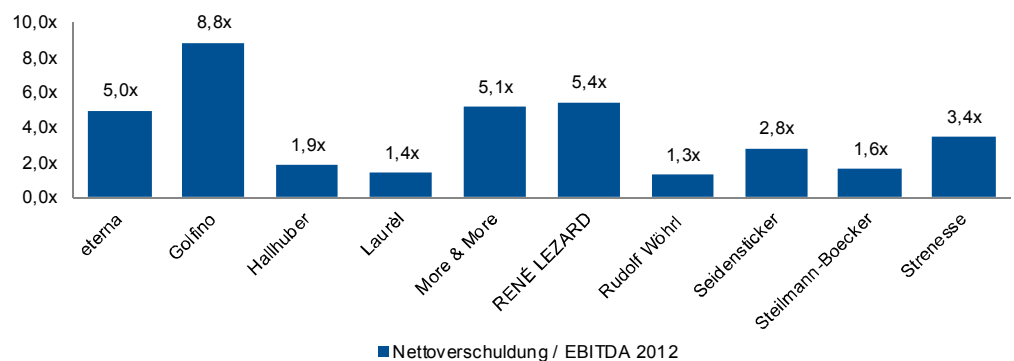


Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

### Verschuldung und Zinsdeckung

Bei der Ermittlung der Nettoverschuldung haben wir zinstragende Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt (inkl. Genussrechtskapital und stiller Beteiligungen, aber ohne Gesellschafterdarlehen und Off-Balance Verbindlichkeiten). Die Bandbreite der Verschuldungsgrade ist sehr groß und reicht von geringfügig (bis 1x) bis hoch (ab 5x bis 6,5x).

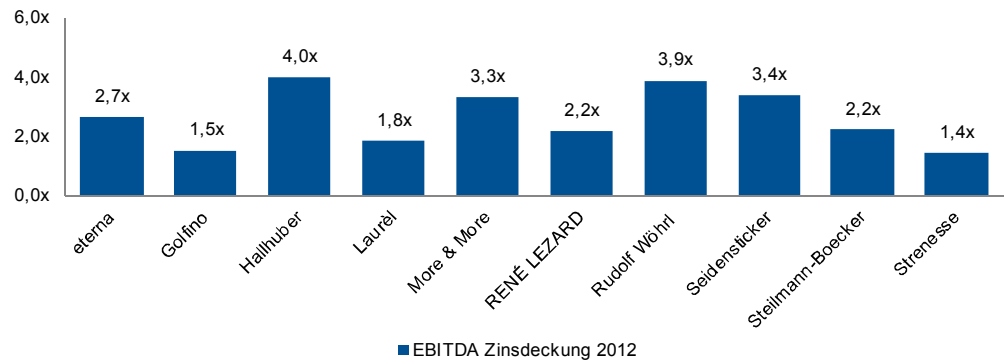
### Pro-Forma Nettoverschuldung / EBITDA (post-Money)



Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

Auch bei der EBITDA-Zinsdeckung, ist die Bandbreite die, falls vom Unternehmen offengelegt, auf den cashwirksamen Zinszahlungen basieren, recht hoch:

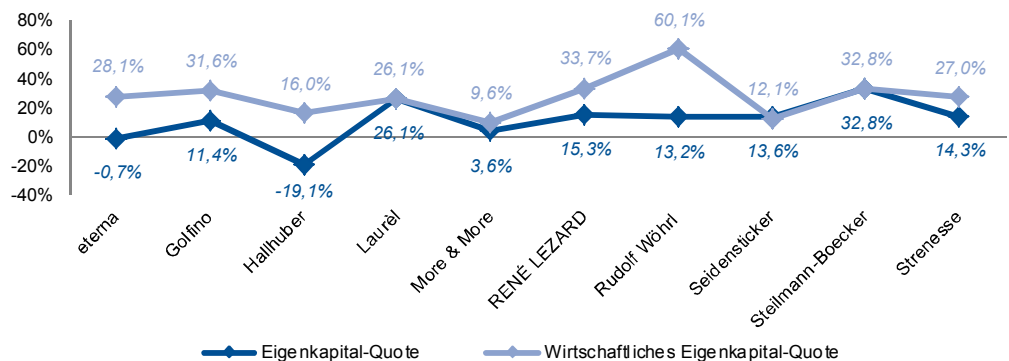
### Pro-forma EBITDA Zinsdeckung (post-Money)



Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

Wie bereits erwähnt, haben wir Gesellschafterdarlehen, da sie mit Rangrücktrittsklausel ausgestattet sind, als Bestandteil des wirtschaftlichen Eigenkapitals behandelt. Die Forderungen ggü. Gesellschaftern werden hingegen vom wirtschaftlichen Eigenkapital abgezogen. Da die Rangrücktritte unterschiedlich sind (nur gegenüber Banken oder allen anderen Gläubigern, inklusive Anleihegebern) empfehlen wir auf die individuelle Ausgestaltung zu achten.

### Eigenkapitalausstattung



Quellen: Unternehmensberichte, IKB Analyse.

#### Differenzierte Ausgestaltung der Gesellschafterdarlehen

Bei eterna wurde im Juni 2013 vor der Anleihe-Aufstockung eine Vereinbarung mit dem PE-Investor Quadriga getroffen, in der der PE-Investor einem Rangrücktritt und einer Kapitalbelassung zugestimmt hat. Dadurch werden vor der Rückführung der Anleihe weder Zins- noch Tilgungszahlungen erfolgen. Bei Hallhuber ist das Gesellschafterdarlehen 2019 fällig und sieht keine planmäßige Tilgung vor. Bei RENÉ LEZARD unterliegt das Gesellschafterdarlehen einer Rückzahlungssperre und ein Rangrücktritt besteht während der gesamten Anleihelaufzeit.

#### Off-Balance Verbindlichkeiten

Wie auf Seite 9 dargestellt, stellen die Mietkosten für die Bekleidungsunternehmen einen bedeutenden Kostenblock dar. So hat z.B. Seidensticker seinen Immobilienbestand durch eine Sale-and-Rent-Back Transaktion in 2008 auf Mietbasis umgestellt. Bei Wöhrli sind 12 der 38 Standorte im familiären Besitz; allerdings nicht im Eigentum der Emittentin.

Eine individuelle Betrachtung der finanziellen Verpflichtungen aus Mietverträgen wird daher empfohlen.

#### Covenants-Ausstattung

Die Anleihen sind mit unterschiedlich stark ausgeprägten Entnahme- bzw. Ausschüttungssperren versehen. Im Falle von eterna sind Gewinnausschüttungen an die Gesellschafter bis zur vollständigen Rückzahlung der Anleihe inklusive Zinszahlungen untersagt. Bei Hallhuber ist die Ausschüttung an Gesellschafter in Form von Dividenden und Rückführung des Gesellschafterdarlehens (inkl. Zinsen) auf 33% des Konzernüberschusses beschränkt. Die Tabelle auf der folgenden Seite soll einen ersten Überblick verschaffen.

## Peer-Vergleich (ausgewählte Daten)

Allgemeine Infos	eterna	Golfino	Hallhuber	Laurèl	More & More	RENÉ LEZARD	Rudolf Wöhrl	Seidensticker	Steilmann-Boecker	Strenesse
Erstnotiz	Sep 12	Apr 12	Jun 13	Nov 12	Jun 13	Nov 12	Feb 13	Mrz 12	Jun 12	Mrz 13
Volumen inkl. Aufstockung (€ Mio.)	55	12	30	20	8	15	30	30	30,6	12
Kupon	8,00%	7,25%	7,25%	7,125%	8,125%	7,25%	6,50%	7,25%	6,75%	9,00%
Aktueller Kurs	96,6	103,1	94,8	92,8	100	93,2	109,8	110	101	97,5
Rendite (YTC)	10,66%		10,00%		8,76%					
Rendite (YTM)	8,87%	5,94%	8,56%	8,85%	8,03%	9,07%	4,04%	4,88%	6,49%	12,43%
Laufzeit (Jahre)	5	5	5	5	5	5	5	6	5	1
Rating	BB-	BBB-	BB	BB	B+	BB	BB	BB+	BBB	NA
<b>Kennzahlen 2012 (€ Mio.)</b>										
Umsatzerlöse	95,1	33,1	94,4	34,9	45,2	51,9	271,1	171,2	63,4	66,5
Umsatzwachstum ggü. Vj.	-1,4%	4,4%	20,8%	NM	4,4%	6,2%	-5,8%	2,5%	13,4%	-1,6%
Rohertrag	47,4	20,9	60,5	34,9	24,6	29,9	128,1	81,8	28,5	35,4
Rohertragsmarge	48,4%	60,6%	64,1%	53,3%	54,4%	57,7%	47,2%	47,8%	45,0%	53,2%
EBITDA	11,7	3,2	8,7	2,6	2,2	3,3	11,5	12,2	4,0	2,9
EBITDA-Marge	11,9%	9,1%	9,2%	7,3%	4,8%	6,3%	4,2%	7,1%	6,4%	4,4%
EBIT	2,9	2,6	4,9	2,0	1,6	1,8	6,9	8,8	3,5	2,0
EBIT-Marge	2,9%	7,5%	5,2%	5,6%	3,6%	3,5%	2,6%	5,1%	5,6%	3,0%
EBITDAR	15,5	6,9	27,3	4,3	8,3	7,9	41,5	20,8	10,3	8,1
EBITDAR-Marge	15,8%	20,0%	28,9%	12,2%	18,3%	15,2%	15,3%	12,1%	16,2%	12,1%
Operativer Cash Flow	(2,8)	(2,8)	5,8	2,1	0,3	0,8	4,2	11,2	1,4	2,0
Free Cash Flow	(5,1)	(3,3)	(1,2)	1,9	(0,7)	(0,4)	(4,1)	7,2	1,1	0,9
<b>Verschuldung (Post-Money Pro-Forma Berechnung)</b>										
Gesamtverschuldung (€ Mio.)	60,0	20,9	30,0	23,6	11,4	29,1	46,6	65,3	31,5	17,0
Nettoverschuldung (€ Mio.)	58,2	20,3	16,2	3,6	11,1	21,5	17,3	32,0	7,4	10,0
Gesamtverschuldung / EBITDA	5,1x	9,1x	3,5x	9,1x	5,3x	7,4x	3,4x	5,7x	7,6x	5,8x
Nettoverschuldung / EBITDA	5,0x	8,8x	1,9x	1,4x	5,1x	5,4x	1,3x	2,8x	1,6x	3,4x
EBITDA-Zinsdeckung	2,7x	1,5x	4,0x	1,8x	3,3x	2,2x	3,9x	3,4x	2,2x	1,4x
Eigenkapital-Quote	-0,7%	11,4%	-19,1%	26,1%	3,6%	15,3%	13,2%	13,6%	32,8%	14,3%
Wirtschaftliches Eigenkapital-Quote	28,1%	31,6%	16,0%	26,1%	9,6%	33,7%	60,1%	12,1%	32,8%	27,0%

Quellen: Unternehmensberichte, Bloomberg (Kurs- und Rendite-Daten per 01.08.2013), IKB Analyse.

Anmerkung: Post-Money Pro Forma Berechnung: letzte verfügbare Bilanzen unter Berücksichtigung der Anleihe und Zinszahlungen (falls die Emission nach dem Geschäftsjahresende erfolgte).

## Peer-Vergleich (Covenants-Ausstattungen)

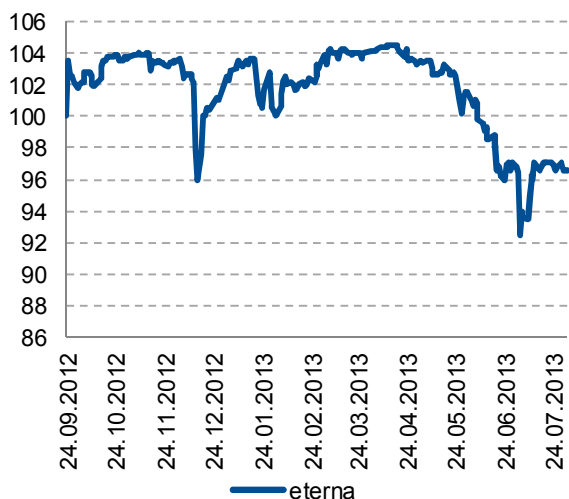
	eterna	Golfino	Hallhuber	Laurèl	More & More	RENÉ LEZARD	Seidensticker	Steilmann-Böcker	Wöhl
Negativklärung (Negative pledge)					Ja				
Begebung weiterer Schuldverschreibungen					Ja				
Cross-Default Klauseln	-	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als € 2 Mio.	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als € 800 Tsd.	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als € 2 Mio.	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als € 2 Mio.	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als 2,5 Mio. Euro	-	-	Bei Nichterfüllung einer Verpflichtung von mehr als € 5 Mio.
Verfügungsbeschränkungen (z.B. Verkauf von Vermögensgegenständen)	-	-	Keine Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände (> € 100 Tsd.) außerhalb gewöhnlicher Geschäftstätigkeit	Sonderkündigungsrecht bei Veräußerung wesentlicher Teile des Vermögens (50% der konsolidierten Bilanzsumme)	-	-	-	-	-
Einhaltung von Ratios (Verschuldungsgrad, etc.)	-	-	Nettoverschuldungsgrad max. 4,75x	-	-	-	-	-	-
Beschränkung Dividendenpolitik / Gewinnentnahmen (Ausschüttungssperren)	Vollständige Gewinnthesaurierung während der Anleihelaufzeit	Nein	Einschränkung Ausschüttung an Gesellschafter auf 33% des Konzernüberschusses	Einschränkung Dividendenzahlung an Gesellschafter auf 50% des Bilanzgewinns	Keine Ausschüttungen an Aktionäre wenn Eigenmittelquote zum Bilanzstichtag unter 20% liegt	Keine Dividendenzahlung an Gesellschafter während der Laufzeit	Einschränkung Dividendenzahlung an Gesellschafter auf 50% des Jahresüberschusses	-	-
Kontrollwechsel (Change of Control)	Sonderkündigungsrecht bei CoC (Put Option zu 103%)	Sonderkündigungsrecht bei CoC (Put Option zu 100%)	Sonderkündigungsrecht bei CoC und Überschreitung des Nettoverschuldungsgrades	-	Sonderkündigungsrecht bei CoC (zu 100%)	Sonderkündigungsrecht bei CoC (zu 100%)	Sonderkündigungsrecht bei CoC (zu 100%)	Sonderkündigungsrecht bei CoC falls Akquisiteur die Verpflichtungen aus der Anleihe nicht übernimmt	Sonderkündigungsrecht bei CoC (Put Betrag: 103%)
Kündigungsrecht Emittent	Call: 09.10.2015 zu 102,5%, 09.10.2016 mit 102%	-	Call: 18.06.2016 zu 102%, 18.06.2017 zu 101%	-	Call: ab dem dritten Jahrestag zu 102,5%, ab dem 4. Jahrestag zu 101,5%	-	-	-	-

Quellen: Wertpapierprospekte der Emittenten, IKB Analyse. Anmerkung: die Covenants sind nur auszugsweise dargestellt. Wir übernehmen ausdrücklich keine Haftung für die Vollständigkeit und Korrektheit der Covenants. Investoren sollten für ihre Investmententscheidung die entsprechenden Passagen im Wertpapierprospekt durchlesen bzw. sich rechtlichen Rat einholen.

# eterna

## Credit Summary: Refinanzierung durch Anleiheemission sichergestellt, Fokus auf Wachstum

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	96,5	95,1
EBIT	4,8	2,9
EBITDA	13,8	11,7
EBITDA Zinsdeckung	3,1x	4,1x
FFO / Nettoverschuldung	10,5%	6,8%
Nettoverschuldung / EBITDA	3,9x	5,0x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / Bilanzsumme	55,9%	62,8%
Eigenkapitalquote	4,1%	-0,7%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	32,5%	28,1%

FY Ende: 31.03.

Quellen: eterna, IKB Analyse.

### Termine

August 2013	1. Folgerating
30. September 2013	Zwischenabschluss zum 30. Juni 2013
9. Oktober 2013	1. Zinszahlung

- eterna ist mit einigen Herausforderungen konfrontiert, u.a. einem Rückgang des EBITDA seit 2010 bedingt durch einen stagnierenden bis rückläufigen Hemdenmarkt, Covenants Überschreitungen im Geschäftsjahr 2012 (die Banken haben aber auf eine Kündigung verzichtet) und dem Wechsel des Alleingeschäftsführers im Januar 2013.
- Das Unternehmen hat bis auf das Geschäftsjahr 2012 (bedingt durch einen starken Anstieg des Working Capitals), immer einen positiven, soliden Cash Flow generiert. 2012 wurde eine operative EBITDA-Marge (vor einmaligen Effekten) von 12,0% erzielt, die im oberen Quartil unseres Peer-Universums liegt.
- Die Unternehmenszahlen sind vor allem durch den Leveraged Buy Out in 2006 geprägt (hohe Zinsaufwendungen, sowohl liquiditätswirksame als auch kapitalisierte Zinsen) und hohe Firmenwertabschreibungen (nicht cash-relevant).
- Die im Juni 2013 durchgeführte Aufstockung der Anleihe brachte dem Unternehmen Mittel i.H.v. ca. € 20 Mio. ein und führte zur Ablösung der Konsortialdarlehen. Damit ist eterna mit den Anleihen und einem neuen Bankdarlehen von € 5 Mio. bis 2017 finanziert. Die ertragswirksamen Zinszahlungen betragen über € 4,4 Mio. p.a.
- Durch die im Juni 2013 getroffene Rangrücktritts- und Kapitalbelassungsvereinbarung seitens des PE-Investors Quadriga wird das Gesellschafterdarlehen als haftendes Kapital eingestuft.
- Die Anleihe verfügt über eine Change-of-Control Klausel, die im Falle von Exit-Plänen der beiden Private Equity Gesellschafter zum Zuge kommen würde.

## Unternehmensprofil

Führender europäischer Hemden- und Blusenhersteller

eterna AG („eterna“) mit Sitz in Passau, ist ein europäischer Hemden- und Blusenhersteller, der seit 1863 qualitativ hochwertige Hemden und Blusen fertigt, mit einem Marken-Bekanntheitsgrad von 48%<sup>15</sup>. Nach eigenen Angaben gehört eterna im leicht gehobenen Preissegment von € 50 - € 150 zu den Top 3 Herstellern von Hemden und Blusen in Europa. Das Unternehmen schätzt seinen eigenen Marktanteil in Deutschland auf ca. 11% bei Herrenhemden und auf ca. 1,5% bei Damenblusen<sup>16</sup>.

Abdeckung der kompletten vertikalen Wertschöpfungskette mit eigener Fertigung

Mit 1.061 Mitarbeitern deckt eterna die komplette vertikale Wertschöpfungskette ab: Von der Entwicklung, der Stoffbevorratung, über die Produktion bis hin zur Vermarktung der Produkte. Seinen wichtigsten Rohstoff Swiss Cotton bezieht eterna ausschließlich über Schweizer Traditionswebereien. Ca. 44% der Produkte werden in der eigenen Produktionsstelle in der Slowakei gefertigt. Der restliche Anteil wird in 5 Lohnarbeitsbetrieben (Tschechien, Slowakei, Rumänien und Mazedonien) gefertigt. Zwar entstehen durch die eigene Fertigung hohe Fixkosten, doch ist das Management überzeugt, dass nur durch die Fertigung in Europa die hohe Produktqualität sichergestellt werden kann.

Hemden mit Modegrad Classic, Premium und Trend

2011 produzierte eterna 3,5 Mio. Hemden mit dem Modegrad Classic, Premium und Style / Trend und 0,6 Mio. Blusen. Krawatten, Strick und Accessoires, die als Handelsware bezogen werden konnten, rundeten das Angebot ab.

Wholesale: der wichtigste Vertriebsweg

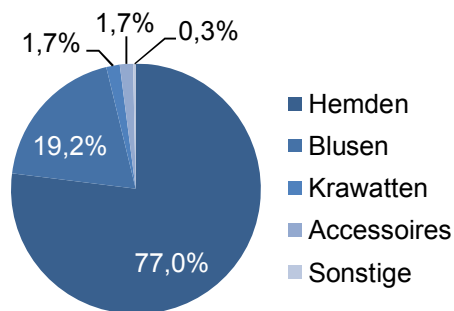
Wholesale bleibt, wenngleich leicht sinkend, mit ca. 73,5% der Gesamterlöse in 2012 der wichtigste Vertriebsweg. Es werden in Deutschland 3.000 Fachhändler und weltweit 5.000 Fachhändler beliefert.

Fokus auf den Ausbau von eigenen Retail- und Online-Stores

Der Unternehmensfokus und damit die strategische Ausrichtung des Unternehmens liegen vor allem auf dem Ausbau der eigenen Retail- und Online-Stores sowie einer weiteren Internationalisierung. Bis dato verfügt eterna über 43 eigene Fachgeschäfte, 9 Franchise Stores und 185 Shop-in-Shop Geschäfte.

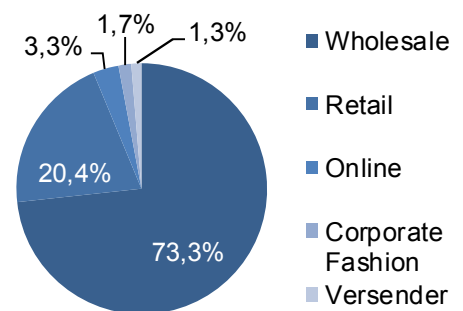
Deutschland bleibt der Kernmarkt, wobei die Exportquote sukzessiv erhöht wurde (von 25,4% in 2010 auf 28,6% in 2012). Wichtige Exportmärkte des Unternehmens sind Frankreich und Rußland.

Umsatz nach Produkten



Quelle: eterna.

Umsatz nach Vertriebswegen

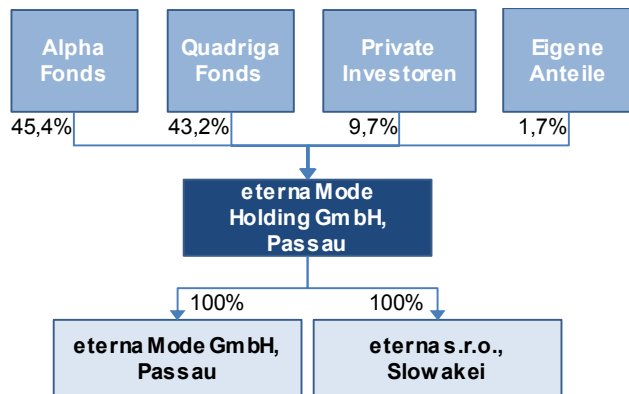


Quelle: eterna.

<sup>15</sup> Ungestützter Wert nach Konsumentenbefragung, d.h. ohne Vorgabe eines Markennamens (2011). Quelle: eterna Wertpapierprospekt, September 2012.

<sup>16</sup> Quelle: eterna Unternehmenspräsentation, September 2012.

## Unternehmensstruktur



- Zwischen 1996 und 2006 war eterna ein lose integriertes Tochterunternehmen der börsennotierten Ahlers AG, die eterna im Juni 2006 an Alpha zu einem Kaufpreis von € 120 Mio. verkaufte. Die Akquisition wurde mit Bankkrediten i.H.v. € 87 Mio. sowie Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 23 Mio. finanziert.<sup>17</sup>
- Aufgrund der LBO Transaktion wurde ein Firmenwert i.H.v. € 96,5 Mio. aktiviert, der über 15 Jahre abzuschreiben ist.
- Aktuell halten die Finanzinvestoren Alpha und Quadriga jeweils 45,4% bzw. 43,2% der Anteile an der eterna Mode Holding GmbH. Private Investoren (u.a. ehemalige Manager) halten insgesamt 9,7% der Anteile.
- Mit der für das operative Geschäft verantwortlichen eterna Mode GmbH hat die eterna Mode Holding GmbH einen Ergebnisabführungs- und Beherrschungsvertrag.
- Eterna s.r.o. ist der eigene Produktionsbetreiber von eterna in der Slowakei.

Quelle: eterna Wertpapierprospekt, September 2012.

## Managementwechsel

Im Januar 2013 gab eterna den Managementwechsel bekannt. Henning Gerbaulet wurde im Januar 2013 zum neuen geschäftsführenden Gesellschafter bestellt. Peter Rentsch, geschäftsführender Gesellschafter von eterna seit 2009, der die Vorwärtsstrategie und neue Ausrichtung des Unternehmens seitdem maßgeblich verantwortet hatte, verließ das Unternehmen zum April 2013.

<sup>17</sup> Quelle: Presseinformation, <http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/Ahlers-veraeussert-eterna-Mode-AG-an-Alpha-Gruppe-90054>, eterna Holding GmbH Konzernabschluss für das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Juli 2006 bis 31. August 2006.

## Unternehmenszahlen – eterna

Leichter Umsatzrückgang 2012

eterna konnte zwischen 2010 und 2011 den Umsatz mit einer Wachstumsrate von über 5% ausbauen. 2012 wurde dagegen ein Umsatzrückgang von 1,4% verzeichnet.

EBITDA-Marge: rückläufig, aber über Branchendurchschnitt

Bei der Margen-Entwicklung ergibt sich dagegen ein seit Jahren anhaltender Abwärtstrend: So ist die EBITDA-Marge 2012 auf 11,9% zurückgegangen (bereinigt um a.O. Kosten für die Anleiheemission und Kosten für strategische Beratung). Damit liegt die EBITDA-Marge dennoch über dem Branchendurchschnitt.

Hohe Firmenwertabschreibungen

Jedes Jahr fällt eine Abschreibung des Geschäfts- und Firmenwertes i.H.v. € 6,4 Mio. an. Zuzüglich Abschreibungen aus der normalen Geschäftstätigkeit wurden 2012 Abschreibungen i.H.v. über € 8,5 Mio. gebucht, die jedoch nicht cash relevant sind.

LBO: hohe Zinsaufwendungen, die jedoch zurückgehen

Das Finanzergebnis ist durch die LBO-Transaktion geprägt. Dieser Einfluss sinkt aber von Jahr zu Jahr aufgrund der Tilgungen der Bankkredite aus dem operativen Cashflow sowie reduzierter Zinssätze (an den EURIBOR gebunden). 2012 verbuchte eterna Zinsaufwendungen i.H.v. € 4,4 Mio. (€ 8,0 Mio. in 2008). Zahlungswirksam waren dagegen nur ca. 2,8 Mio.

Aufgrund der hohen Firmenwertabschreibungen sowie Finanzaufwendungen verbuchte die eterna Beteiligungs GmbH seit 2008 stets Konzernnettoverluste, die sich bis zum Jahr 2012 auf minus € 4,7 Mio. summierten. Das Konzernergebnis vor Abschreibungen auf den Firmenwert beträgt € 1,7 Mio.

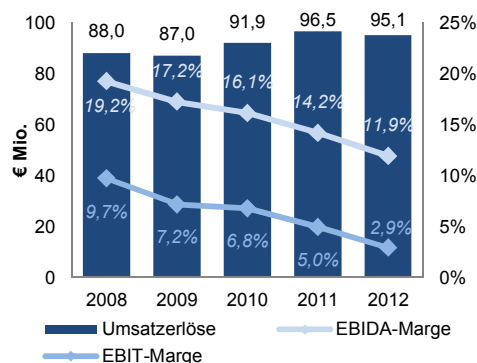
Negatives Eigenkapital Ende 2012

Aufgrund der Nettoverluste rutschte das Konzerneigenkapital per Ende 2012 erstmalig in die negative Zone (minus € -0,7 Mio.). Das wirtschaftliche Eigenkapital (inkl. Gesellschafterdarlehen) beträgt zum 31.12.2012 € 27,6 Mio. und entspricht einer EK-Quote von 28,1%.

Positiver Operating Cashflow

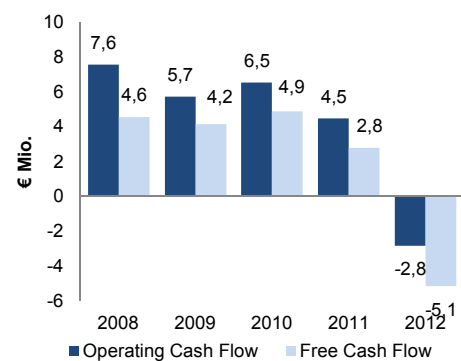
Das Unternehmen hat, mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2012, immer einen soliden positiven Operating Cashflow generiert, welches eine gute Grundlage zur Schuldendienstfähigkeit darstellt. 2012 wurde aufgrund eines Working Capital Anstiegs (v.a. Aufbau der Vorräte um € 4,1 Mio. sowie Abbau Lieferantenverbindlichkeiten um € 2,7 Mio.) ein negativer Cashflow von € -4,4 Mio. erwirtschaftet.

Umsatz und Margenentwicklung



Quellen: eterna, IKB Analyse.

Cash Flow



Quellen: eterna, IKB Analyse.

Outlook 2013

Die Geschäftsführung von eterna erwartet für das Jahr 2013 einen Umsatzzuwachs. Die EBITDA-Marge soll durch operative Verbesserung und Wachstum erhöht werden. Ferner sind Investitionen in der Größenordnung von € 3,9 Mio. geplant durch den Ausbau der eigenen Retailaktivitäten, Systempartnerschaften und Erweiterungen im Online-Bereich.

Maßnahmen für Wachstum

Das Wachstum im Retailbereich soll neben einer Steigerung bei der Flächenproduktivität durch eine moderate Expansion bei den Storepartnerschaften und mit eigenen Stores realisiert werden.

Im Wholesalebereich strebt das Management an, die Umsatzerlöse durch die Optimierung des Systemgeschäftes, eine verbesserte Flächensteuerung, Maßnahmen zur Markenschärfung und verstärkte Anstrengungen im Exportgeschäft zu steigern.

## Verschuldung

Begebung einer Anleihe im Gesamtvolumen von € 35 Mio. im Sept. 2012

Im September 2012 begab eterna eine Anleihe im Gesamtvolumen von € 35 Mio., davon wurden ca. € 23,6 Mio. für die Refinanzierung der Bankkredite verwendet und ca. € 10,1 Mio. wurden für weitere Wachstumsinvestitionen eingesetzt.<sup>18</sup>

Aufstockung im Juni um weitere € 20 Mio.

Im Juni 2013 erfolgte eine Aufstockung der Anleihe. Es wurden im Rahmen einer Privatplatzierung € 20 Mio. bei institutionellen Anlegern platziert. Mit den Mitteln aus der Anleiheemission wird eterna das bestehende Darlehen aus dem Bankenkonsortium i.H.v. € 27 Mio. vollständig ablösen. Davon werden € 5 Mio. über ein neues Darlehen über zwei Hausbanken finanziert, die restlichen € 2 Mio. werden durch den operativen Cash Flow in diesem Jahr abgedeckt.

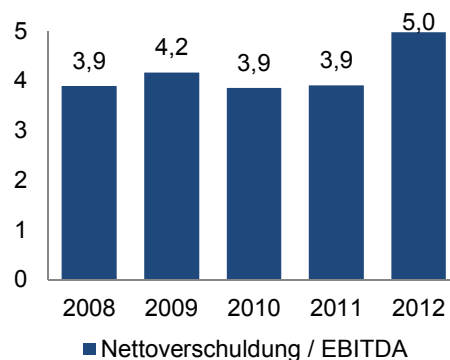
Refinanzierung sichergestellt

Mit der Anleihe und Gesellschafterdarlehen sowie einem kleinen Anteil an Bankkrediten (€ 5 Mio.) ist eterna mittelfristig durchfinanziert. Jedes Jahr fallen zahlungswirksame Zinsen i.H.v. über € 4,4 Mio. an.

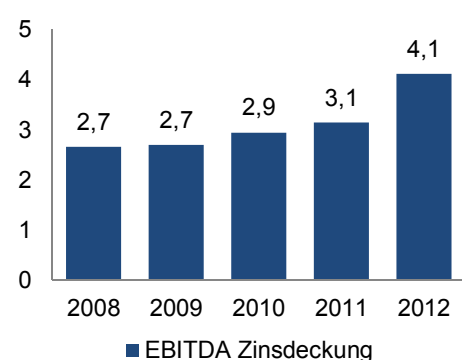
Signifikantes Deleveraging in den letzten 6 Jahren

Das Unternehmen schaffte es, in den letzten 6 Jahren die Finanzverbindlichkeiten (ohne Gesellschafterdarlehen) von ursprünglich ca. € 87,6 Mio. in 2006 auf € 62 Mio. (inkl. € 35 Mio. Anleihe) per 31.12.2012 zu reduzieren. Damit wurden Tilgungen i.H.v. ca. € 47 Mio. seit 2007 zuzüglich Zinszahlungen geleistet. Der Schuldenabbau erfolgte vor allem aus den Operating Cash Flows und unterstreicht die Schuldendienstfähigkeit des Unternehmens. Die Nettoverschuldung (ohne Gesellschafterdarlehen) / EBITDA betrug in 2012 5,0x.

**Nettoverschuldung / EBITDA**



**EBITDA Zinsdeckung**



Quellen: eterna, IKBA Analyse.

Quellen: eterna, IKBA Analyse.

Gesellschafterdarlehen: Rangrücktritt und Kapitalbelassung

Das Gesellschafterdarlehen (31.12.2012: € 28,2 Mio.) ist Ende 2015 fällig und aufgrund einer Rangrücktritts- und Eigenkapitalbelassungsvereinbarung aus dem Jahr 2006 gegenüber den Konsortialkrediten nachrangig (damals nur erklärt durch Alpha). Das Gesellschafterdarlehen (ursprünglicher Betrag: € 23 Mio.) wird mit 1,5% verzinst und die Zinsen werden kapitalisiert.

Im Juni 2013 stimmte der PE-Investor Quadriga, im Rahmen der Anleiheaufstockung, einer Rangrücktritts- und Kapitalbelassungsvereinbarung zu. Somit tritt das Gesellschafterdarlehen in der Fälligkeit hinter die Befriedigung sämtlicher anderer Gläubiger zurück. Darüber hinaus erfolgen weder Zins- noch Tilgungszahlungen für das Gesellschafterdarlehen, bevor nicht sämtliche Ansprüche der Anleihegläubiger erfüllt wurden.

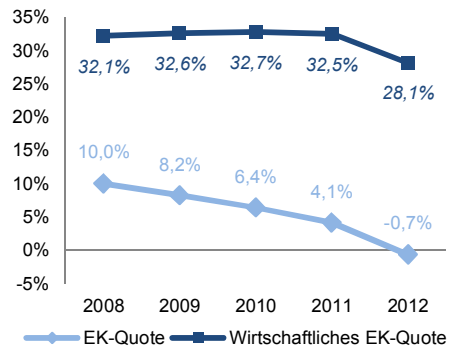
Entnahme- bzw. Ausschüttungssperre

Die Anleihe enthält eine Entnahme- bzw. Ausschüttungssperre von Gewinnen an die Gesellschafter bis zur vollständigen Rückzahlung der Anleihe inklusive Zinszahlungen.

Die wirtschaftliche EK-Quote unter Berücksichtigung von Gesellschafterdarlehen stellt sich wie folgt dar:

<sup>18</sup> Wertpapierprospekt vom 12.09.2012.

### Eigenkapital-Quote<sup>19</sup>



Quellen: eterna, IKBA Analyse.

### Übersicht Anleihe

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating	Nächstes Call		Preis	YTM (%)	Z-Spread	Rang	
					Creditreform	Datum	Preis					
DE000A1 REXA4	eterna Mode Holding GmbH	55	8,00	08.10.2017	BB-		09.10. 2015	102,5	96,6	8,88%	790,3	Senior unsecured

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

<sup>19</sup> Wirtschaftliches Eigenkapital = Eigenkapital nach Bilanz + Gesellschafterdarlehen.

## Key Financials eterna Beteiligungs GmbH (HGB, FY-Ende: 31.12.)

Zusammenfassung GUV (€ Mio.)	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2012 (Pro-Forma) <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	88,0	87,0	91,9	96,5	95,1	95,1
y-o-y		-1,2%	5,6%	5,0%	-1,4%	
Rohertrag	45,4	45,0	46,6	47,9	47,4	47,4
Marge	50,4%	51,4%	50,6%	49,1%	48,4%	48,4%
EBIT	8,8	6,3	6,3	4,8	2,9	2,9
Marge	9,7%	7,2%	6,8%	5,0%	2,9%	2,9%
EBITDA	17,3	15,1	14,9	13,8	11,7	11,7
Marge	19,2%	17,2%	16,1%	14,2%	11,9%	11,9%
EBITDAR	19,8	18,0	17,9	17,3	15,5	15,5
Marge	22,0%	20,5%	19,4%	17,7%	15,8%	15,8%
Zusammenfassung Cash Flow (€ Mio.)						
FFO	8,8	4,6	6,5	5,7	3,9	2,4
Veränderung des Working Capitals	(1,2)	1,1	0,1	(1,2)	(6,8)	(6,8)
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>7,6</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>4,5</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(4,4)</b>
CAPEX	(3,0)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(2,3)	(2,3)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(6,7)</b>
Verschuldungsstruktur (€ Mio.)						
Anleihe	0,0	0,0	0,0	0,0	35,0	55,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	72,7	66,5	59,9	54,9	27,0	5,0
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>72,7</b>	<b>66,5</b>	<b>59,9</b>	<b>54,9</b>	<b>62,0</b>	<b>60,0</b>
Zahlungsmittel	5,4	3,8	2,6	0,8	3,8	1,8
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>67,3</b>	<b>62,7</b>	<b>57,3</b>	<b>54,1</b>	<b>58,2</b>	<b>58,2</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	26,6	27,0	27,4	27,9	28,2	28,2
Operating Lease <sup>(b)</sup>	7,5	8,7	8,4	10,4	13,1	13,1
Pensionsrückstellungen	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>107,5</b>	<b>103,0</b>	<b>96,6</b>	<b>94,0</b>	<b>104,2</b>	<b>102,2</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>102,1</b>	<b>99,2</b>	<b>94,0</b>	<b>93,2</b>	<b>100,4</b>	<b>100,4</b>
Kennzahlen						
FFO / Nettoverschuldung	13,0%	7,4%	11,3%	10,5%	6,8%	4,1%
Adj. FFO <sup>(c)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	10,6%	7,1%	9,6%	9,1%	7,0%	2,4%
Free Cash Flow / EBITDA	26,3%	27,6%	32,9%	20,0%	-44,0%	-57,3%
Adj. Free Cash Flow <sup>(c)</sup> / EBITDAR	33,2%	36,3%	41,6%	32,3%	-13,6%	-43,2%
EBITDA Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	2,7x	2,7x	2,9x	3,1x	4,1x	2,7x
EBITDA R adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	2,8x	2,9x	3,2x	3,4x	4,3x	3,5x
Gesamtverschuldung / EBITDA	4,2x	4,4x	4,0x	4,0x	5,3x	5,1x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	5,4x	5,7x	5,4x	5,4x	6,7x	6,6x
Nettoverschuldung / EBITDA	3,9x	4,2x	3,9x	3,9x	5,0x	5,0x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	5,2x	5,5x	5,2x	5,4x	6,5x	6,5x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	60,4%	59,9%	57,6%	55,9%	62,8%	60,8%
Eigenkapital-Quote	10,0%	8,2%	6,4%	4,1%	-0,7%	-0,7%
Wirtschaftliches Eigenkapital-Quote <sup>(e)</sup>	32,1%	32,6%	32,7%	32,5%	28,1%	28,1%

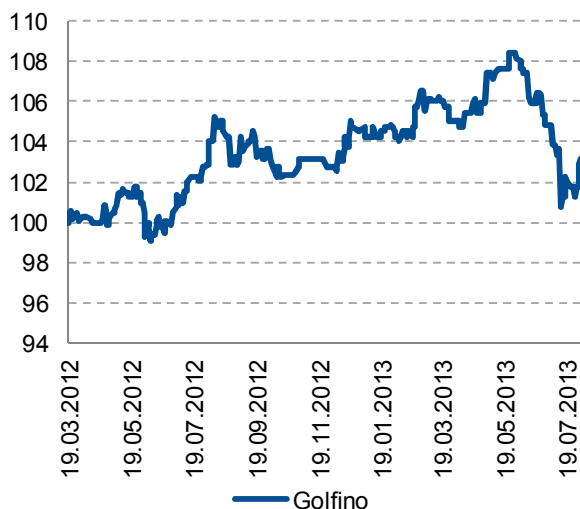
- (a) IKB Pro-Forma Berechnung mit Berücksichtigung auf die Anleihe-Aufstockung im Juni 2013. Nach der Anleiheaufstockung im Juni 2013 wurde die Finanzierung des Unternehmens neu aufgestellt. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen wie 2012.
- (b) IKB Berechnung auf NPV Basis. Annahmen: Zinssatz: 6,0%, gleiche Leasingzahlungen fällig zwischen 2 und 5 Jahren.
- (c) Angepasst um Operating Leases.
- (d) Zahlungswirksame Zinsen. Bei EBITDAR adj. Zinsdeckung handelt es sich um das um Operating Leasing angepasste Zinsergebnis.
- (e) Das Wirtschaftliche EK setzt sich aus Eigenkapital nach Bilanz und Gesellschafterdarlehen zusammen.

Quellen: eterna Beteiligungs GmbH Konzernabschlüsse, IKB Analyse.

# Golfino

## Credit Summary – gut positioniert als Nischen-Label

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	31,7	33,1
EBIT	2,1	2,6
EBITDA	2,7	3,2
EBITDA Zinsdeckung	2,7x	2,6x
FFO / Nettoverschuldung	12,2%	7,8%
Nettoverschuldung / EBITDA	5,6x	5,4x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	65,9%	70,1%
Eigenkapitalquote	26,5%	23,0%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	47,3%	41,5%

FY Ende: 30.09.

Quellen: Golfino, IKB Analyse.

### Termine

Februar 2014	Folgerating
31. März 2014	Jahresabschluss zum 30.09.2013
05.04.2014	2. Zinszahlung

- GOLFINO ist ein inhabergeführtes Familienunternehmen mit über 25 Jahren Firmengeschichte. Das Unternehmen positioniert sich seit Jahren als der europäische Marktführer im stagnierenden Golfmode-Markt. Das Unternehmen schätzt seinen Marktanteil auf ca. 8%<sup>20</sup>.
- Das Unternehmen kann eine langjährige Profitabilität aufweisen und hat seit 2006/07 stets einen positiven Jahresüberschuss erzielt.
- Um das ambitionierte strategische Ziel, den Gesamtumsatz auf Basis von Ladenverkaufspreisen von € 47 Mio. in 2010 auf € 100 Mio. in 2015 bzw. € 200 Mio. in 2020 auszuweiten, hat das Unternehmen verschiedene Maßnahmen erarbeitet.
- So soll der Ausbau des Retailgeschäfts vorangetrieben werden. Hiermit ist allerdings ein höherer Finanzbedarf verbunden. Zudem erhöht die Expansion nach Asien das Bestandsrisiko, da die Bestände durch GOLFINO finanziert werden.
- Neue Kunden will das Unternehmen durch die Einführung neuer Produktlinien (z.B. Black Label) und das Angebot an hochwertiger Freizeitmode außerhalb von Golf Sports gewinnen. Im ersten Halbjahr 2012/13 blieben allerdings die Absatzzahlen hinter den Erwartungen zurück. Und im Geschäftsjahr 2011/12 führte ein zu hoher Bestandsaufbau zu einem negativen Operating Cash Flow von € -2,8 Mio.
- Wettbewerbsvorteile sieht das Unternehmen vor allem in der gelungenen Kombination aus qualitativ hochwertiger Mode und einer hohen High-Tech-Funktionalität. Die insgesamt stillichere Golfkollektion (Kombination aus Qualität und Funktionalität) sichert dem Unternehmen eine loyale Kundenbasis.

<sup>20</sup> Quelle: Golfino Wertpapierprospekt.

## Unternehmensprofil

### Vertikal integrierter Golfmode-Hersteller

Die GOLFINO AG („GOLFINO“), mit Sitz in Glinde bei Hamburg, ist ein vertikal integrierter Hersteller von Golf- und Freizeitmode. GOLFINO entwirft, produziert und vertreibt Damen-, Herren- und Kinderbekleidung, die insbesondere für den Golfsport konzipiert ist, jedoch auch zu anderen Freizeitbetätigungen oder als Casual Wear im Alltag getragen werden kann.

### Produktion: Portugal und Asien

Die Kollektionen werden nach Entwürfen von GOLFINO überwiegend in Portugal (teilweise auch in Asien) von beauftragten Produktionsunternehmen hergestellt, zu denen Golfino langjährige Lieferantenbeziehungen unterhält.

### Produktlinien: Green, White und Black-Label

Seit Herbst 2011 hat die Marke „GOLFINO“ drei voneinander klar differenzierte Sub-Labels:

**Green Label:** Kern der Kollektionen: Golf Wear für anspruchsvolle Golfer im Sport- und Freizeitsbereich.

**White Label:** Performance Wear aus technisch innovativen Materialien, wo aktive Sportlichkeit auf dem Golfplatz im Vordergrund steht.

**Black Label:** Premium Casual Wear, um anspruchsvolle Nicht-Golfer anzusprechen. Golfino betrachtet Black Label in Europa als einen zusätzlichen Wachstumsmotor. Allerdings sind in diesem Marktsegment namenhafte Wettbewerber wie z.B. Lacoste, Polo Ralph Lauren Golf, Hilfiger und Gant aktiv.

Die Kollektionen gliedern sich in zwei Hauptkollektionen (Frühjahr /Sommer und Herbst /Winter), die zu fünf Lieferperioden im Jahr ausgeliefert werden.

### Herstellung und Vertriebskanäle

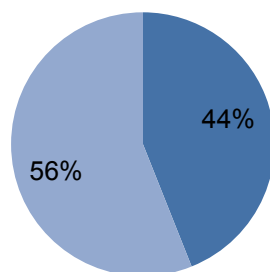
Der Vertrieb erfolgt sowohl über eigene Geschäfte (21 Flagship-Stores), als auch auf gemieteten Verkaufsflächen in anderen Einzelhandelsgeschäften mit eigenem Personal (24 „Concessions“) und über „Shop-in-Shop“ Konzepte bei Einzelhändlern (ca. 500). Bei „Concessions“ und „Shop-in-Shop“ verbleibt das Restwarenrisiko bei Golfino, welche die Restbestände übernimmt bzw. mit neuen Kollektionen austauscht. Diese werden dann zu reduzierten Preisen in eigenen Factory Outlets (13) verkauft. Darüber hinaus beliefert GOLFINO rund 200 Einzelhändler, die noch über den klassischen Vertriebsweg der Vororderbestellung abgewickelt werden.

Der seit 2009 bestehende eigene Onlineshop rundet die Art der Vertriebskanäle ab und weist zudem ein starkes Wachstum auf.

### Vertriebsregionen

Deutschland ist mit 44% des Umsatzanteils der wichtigste Absatzmarkt. Der restliche Umsatz wird fast ausschließlich in Westeuropa generiert (GJ 2011/12). GOLFINO beabsichtigt die Expansion in die ostasiatischen sowie nordamerikanischen Märkte.

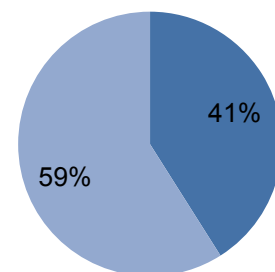
Umsatz nach Regionen



■ Deutschland ■ Ausland

Quelle: Golfino.

Umsatz nach Vertriebswegen



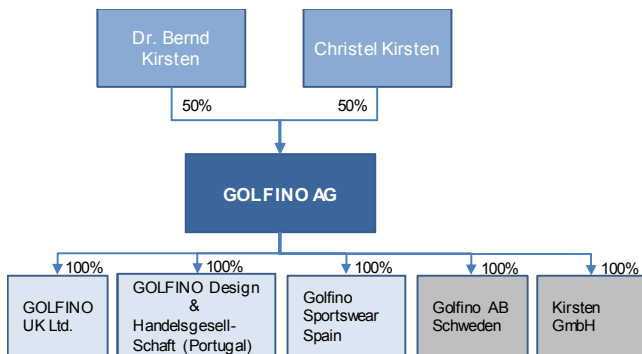
■ Großhandel ■ Einzelhandel (einschl. Outlet)

Quelle: Golfino.

<b>Marktführer in Europa, aber mit einem überschaubaren Anteil</b>	Gemäß dem von der Sporting Goods Intelligence Europa im Auftrag der British Golf Industry Association 2009 erhobenen Studie, besitzt GOLFINO (auf Basis von Ladenverkaufspreisen) im Jahr 2008 einen Marktanteil von 12% auf dem europäischen Golfmodemarkt <sup>21</sup> . Nach eigener Berechnung beträgt der Marktanteil von GOLFINO zwischen 7% bis 8% im europäischen Golfmodemarkt. Somit sieht sich das Unternehmen als Marktführer für Golfbekleidung in Europa. Wettbewerbsvorteile sieht das Unternehmen vor allem in der gelungenen Kombination aus qualitativ hochwertiger eleganter Mode und einer hohen High-Tech-Funktionalität.
<b>Geographische Expansion außerhalb Europa geplant</b>	GOLFINO versucht den stagnierenden europäischen Markt durch Gewinne im globalen Markt zu kompensieren. Mit Generalagenturen in China und den USA wurden Vertriebsverträge abgeschlossen. Das Unternehmen geht von deutlich zweistelligen Millionenumsätzen in ca. fünf Jahren aus. In China werden die Investitionen von den entsprechenden Operating Partnern getätigt und GOLFINO kommt lediglich für die Finanzierung der Ware und einen Teil der Werbekosten auf. Somit bleibt das Bestandsrisiko bei GOLFINO. In Amerika werden neben dem Großhandel auch eigene Resort-Shops in Betracht gezogen.
<b>Wettbewerber</b>	Nach eigenen Angaben konkurriert GOLFINO mit folgenden Wettbewerbern:  Im „White Label“ Bereich: Calvin Klein, Peak Performance, Nike, Adidas, Lindeberg, Chervo  Im „Green Label“ Bereich: Chervo, Bogner Golf, Burberry Golf, Daily (Damen), Brax, Golf US, Boss Green Label, Lacoste  Im „Black Label“ Bereich: Lacoste, Polo Ralph Lauren Golf, Hilfiger, Gant  Das Unternehmen konkurriert demnach mit großen Modekonzernen, die über eine größere Finanzkraft verfügen und dadurch in der Lage sind, ihre Marktanteile durch groß angelegte Marketingaktionen bzw. eine aggressive Preispolitik zu erhöhen.
<b>Ausgeprägte Saisonalität</b>	Die Hochsaison für Golfino ist in den Monaten Juli und August. Im dritten Quartal des Geschäftsjahrs (Juli bis September) erzielt GOLFINO i.d.R. mehr als 40% des Jahresumsatzes. Der durchschnittliche Umsatzanteil im ersten Halbjahr in den letzten 7 Jahren betrug ca. 37% des Jahresumsatzes. Da die Kosten relativ gleichmäßig über das Jahr verteilt werden, ist das erste Halbjahr von Verlusten geprägt.
<b>Unternehmensstrategie</b>	GOLFINO verfolgt das recht ambitionierte Ziel, den Gesamtumsatz auf Basis von Ladenverkaufspreisen von ca. € 47 Mio. in 2010 auf ca. € 100 Mio. in 2015 und dann bis auf knapp € 200 Mio. in 2020 auszuweiten. Folgende Maßnahmen sind hierzu geplant: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eröffnung weiterer eigener Geschäfte in Europa; Expansion in Europa im Großhandel.</li> <li>▪ Expansion außerhalb Europa (mit Schwerpunkt in Asien und Nordamerika). In Asien kooperiert GOLFINO bereits mit einem koreanischen Distributeur, der aktuell mit GOLFINO einen Endverbraucherumsatz von fast € 3 Mio. erzielt. Die Expansion nach Japan und China erfolgt nach einem ähnlichen Modell wie in Korea.</li> <li>▪ Ausbau des Onlineshops sowie Eröffnung weiterer Factory Outlets zur Vermarktung der Altware.</li> <li>▪ Neukundengewinnung durch Einführung neuer Produktlinien (z.B. Black Label) und Ausweitung des Angebots als hochwertiger Freizeitmode außerhalb des Golf Sports.</li> </ul>

<sup>21</sup> GOLFINO Wertpapierprospekt, 09.03.2012.

## Unternehmensstruktur



Quelle: Golfino Wertpapierprospekt.

- GOLFINO ist seit Gründung im Jahr 1986 ein inhabergeführtes Familienunternehmen. Die Eheleute Kirsten halten jeweils 50% am Unternehmen.
- GOLFINO hat 5 Tochtergesellschaften: GOLFINO UK und GOLFINO Spain sind reine Vertriebsgesellschaften und Golfino Portugal gilt als das „Qualitätszentrum“ der Gruppe. Dort werden die Modelle entwickelt, die produzierenden Subunternehmer gesteuert und überwacht sowie ein eigener Flagship-Store betrieben.
- Golfino AB und Kirsten GmbH sind derzeit inaktiv. Somit ist die Gruppenstruktur überschaubar.

## Unternehmenszahlen GJ 2011/12 (30.09.2012) sowie H1 2012/13 (31.03.2013)

### Positive Geschäftsentwicklung

Mit 204 Arbeitnehmern (Jahresdurchschnitt) erwirtschaftete GOLFINO im Geschäftsjahr 2011/12 einen Umsatz von € 33,1 Mio. (nicht konsolidiert, +4,4% ggü. Vj.), davon 59% über den Einzelhandel und 41% über den Großhandel.

### Sale & Rent-Back Transaktionen – Einmaleffekte € 0,8 Mio.

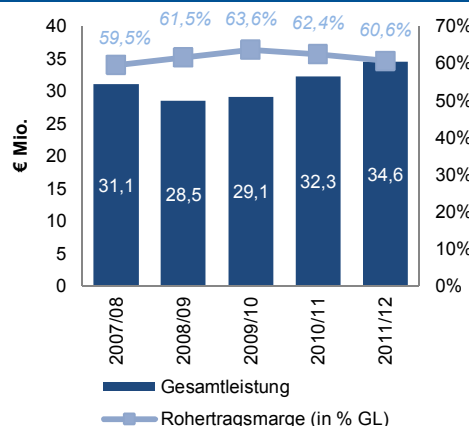
Die Rohertragsmarge ging von 62,4% im GJ 2010/11 auf 60,6% im GJ 2011/12 zurück.

Im Geschäftsjahr 2011/12 wurden im Zuge einer geplanten Sale & Rent-Back Transaktion zwei Bürogebäude für € 2,4 Mio. verkauft (Buchwert: € 1,7 Mio.) und langfristig angemietet. Daraus resultiert die Hebung stiller Reserven i.H.v. € 0,75 Mio., die unter „sonstigen betrieblichen Erträgen“ gebucht wurde.

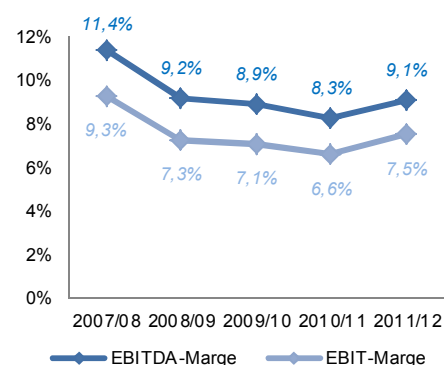
Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist auf Leasingaufwendungen für SAP und Mietkosten der neuen eigenen Stores zurückzuführen.

Das vom Unternehmen berichtete EBITDA beträgt € 3,2 Mio. und das EBIT € 2,6 Mio. Bereinigt um den Einmaleffekt (€ 0,75 Mio.) liegen EBITDA sowie EBIT bei € 2,4 Mio. sowie € 1,8 Mio., damit also nur leicht unter dem Vorjahresniveau.

Gesamtleistung und Rohertragsmarge



EBITDA- und EBIT-Marge



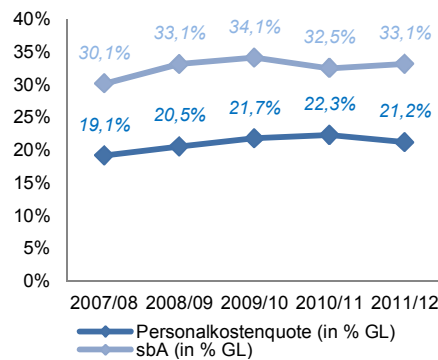
Quellen: Golfino, IKB Analyse.

Quellen: Golfino, IKB Analyse.

### Negative Cash Flows durch hohen Working Capital Aufbau

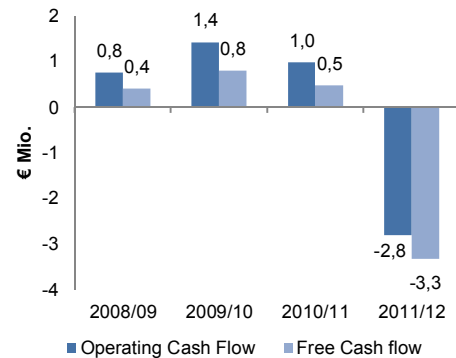
Der stärkere Aufbau der Warenbestände (+ € 1,5 Mio.) sowie Forderungen (+ € 1,3 Mio.) ist dem unterplanmäßigen Umsatz geschuldet. Aufgrund der Working Capital Erhöhung generierte GOLFINO im Geschäftsjahr 2011/12 einen negativen Operating Cash Flow von € -2,8 Mio. Auch in den Jahren zuvor, hat GOLFINO zwar stets positive Jahresüberschüsse (bis € 1,0 Mio.) erwirtschaftet, doch blieb der Free Cash Flow durch fortlaufende CAPEX-Ausgaben im niedrigen Bereich (unterhalb € 1,0 Mio.).

**Personalkostenquote und sbA**



Quellen: Golfino, IKB Analyse.

**Cash Flow**



Quellen: Golfino, IKB Analyse.

**Verschuldung: über die letzten Jahre kaum verringert**

Das Unternehmen hat deshalb in den letzten Jahren die Verschuldung nicht signifikant verringern können. Laut Creditreform konnte das Unternehmen die mit den Banken vereinbarten Covenants bisher einhalten, allerdings seien die Abstände zu den Mindestwerten geringer geworden.<sup>22</sup>

**H1 2012/13: stark vom Wetter beeinflusst**

Im Halbjahresbericht 2012/13 wurden erstmals konsolidierte Bilanz- und Cashflow Zahlen veröffentlicht.

Aufgrund der schlechten Wetterbedingungen (kalter Winter) sowie der Staatsschulden- und Euro-Krise verringerte sich der Umsatz im H1 2012/13 erstmals seit 2008/09 um 6%. Im H1 2012/13 erwirtschaftete das Unternehmen ein negatives EBITDA von € -2.1 Mio. sowie ein negatives EBIT von € -2,4 Mio. Das Unternehmen hat zur Schonung der Liquidität den Einkaufswert der Kollektionsmodule planmäßig verringert.

**H1 Zahlen wenig aussagekräftig**

Es bleibt festzustellen, dass das erste Halbjahr nur eine sehr geringe Aussagekraft für das Gesamtjahr besitzt. Aufgrund der deutlich saisonal geprägten Umsatzverteilung bei weitgehend gleichmäßiger Kostenverteilung wird im ersten Halbjahr stets ein negatives Ergebnis erwirtschaftet.

**Effizienzsteigerung angestrebt**

Als Maßnahmen zur Effizienzsteigerung wurden im H1 2012/13 folgende Maßnahmen ergriffen: Initiierung der IT-Prozessoptimierung, Einschnitte im Personalbereich, Schließung von 3 oder 4 schwächeren Shops (noch nicht erfolgt). Im zweiten Halbjahr plant das Unternehmen zusätzliche Verkäufe von älteren Warenbeständen in Märkten außerhalb Europas.

**Ausblick 2012/13**

Das Unternehmen erwartet ein einstelliges Umsatzwachstum für das Geschäftsjahr 2012/13. Ab 2013/14 sollen die Effekte der Expansion in die USA bzw. China das Wachstumstempo erhöhen.

<sup>22</sup> Creditreform, Rating Summary vom 25.01.2013.

## Verschuldung und Anleiheemission

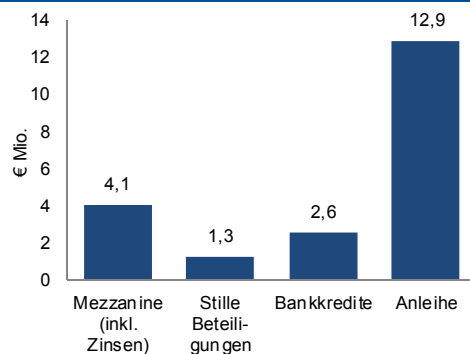
### Gesamtverschuldung

Zum 31.03.2013 wies GOLFINO eine LTM Gesamtverschuldung von € 20,9 Mio. aus, welche aus Anleihen (inkl. aufgelaufener Zinsen) i.H.v. € 12,9 Mio., stillen Beteiligungen (€ 1,3 Mio.), Genussrechtskapital (€ 4,1 Mio. einschl. Zinsen, fällig im Juli 2013) sowie Bankverbindlichkeiten (€ 2,6 Mio.) bestand.

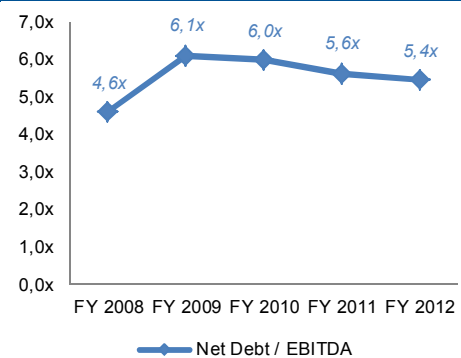
### Kurzfristiger Liquiditätsbedarf abgedeckt durch KK-Kredite

Weiterhin bestehen KK-Linien i.H.v. € 6,0 Mio., wovon zum 31.12.2012 ca. 35% in Anspruch genommen wurden. Das Management beabsichtigt gemäß Creditreform die Rückführung des Genussrechtskapitals i.H.v. € 4 Mio. im Juli 2013 durch einen Teil der KK-Linien. Der kurzfristige Liquiditätsbedarf wird durch KK-Kredite der Hausbanken (HSH-Nordbank, Commerzbank sowie BAWAG) einschließlich einer planmäßigen saisonalen Zusatzlinie im Juli und August abgedeckt.

**Verschuldung (31.03.2013)**



**Nettoverschuldung / EBITDA**



Quellen: Golfino, IKB Analyse.

Quellen: Golfino, IKB Analyse.

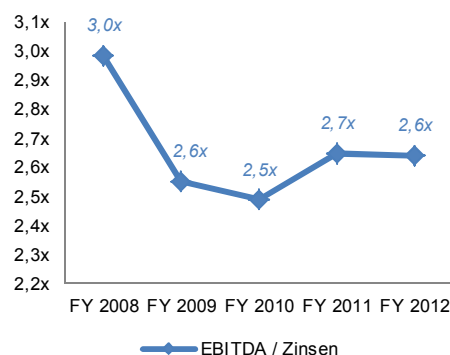
### Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten

Die sonstigen finanziellen Verpflichtungen (Off-Balance-Sheet, Operating Leases sowie Sale-and-Rent-Back-Transaktionen) belaufen sich zum 30.09.2012 auf insgesamt € 18,7 Mio.

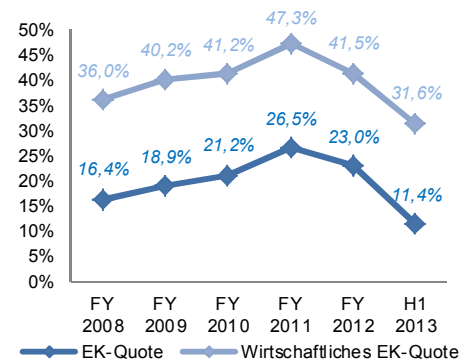
### Ausschüttung und EK-Quote

In der Vergangenheit wurden Gewinne zum größten Teil thesauriert. Lediglich für das Geschäftsjahr 2010/11 wurden € 0,7 Mio., d.h. 86,1% des Bilanzgewinns an die Gesellschafter ausgeschüttet. Aufgrund der Bilanzverlängerung infolge der platzierten Anleihe sank die Eigenkapital-Quote (ohne Genussrechtskapital) per 30.09.2012 auf 23,0% (Vj. 26,5%).

**EBITDA Zinsdeckung**



**Eigenkapitalquote**



Quellen: Golfino, IKB Analyse.

Quellen: Golfino, IKB Analyse.

### Erfolgreiche Anleihe-Begebung

Im März 2012 hat das Unternehmen erfolgreich eine Anleihe über € 12 Mio. mit einem Kupon von 7,25% und einer Laufzeit von 5 Jahren im Entry Standard der Deutschen Börse AG in Frankfurt platziert.

### Verwendung des Nettoerlöses

Der Nettoerlös i.H.v. € 11,4 Mio. diente der vorzeitigen Tilgung der KfW-Darlehen (€ 3,7 Mio.), der Rückführung von KK-Linien sowie zur Finanzierung des Working Capitals.

## Übersicht der Anleihe

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call		Preis	YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis					
DE000A1 MA9E1	GOLFINO AG	12	7,25	04.04.2017	BBB-	Nicht Callabel		103,1	5,94%-	507,0	Senior Un- secured	

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

## Key Financials GOLFINO AG (HGB, FY-Ende: 30.09.)

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	LTM 31.03.2013
<b>Zusammenfassung GUV (€ Mio.)</b>		Nicht konsolidiert				Konsolidiert
Umsatzerlöse	31,1	28,0	28,7	31,7	33,1	34,1
Gesamtleistung	31,1	28,5	29,1	32,3	34,6	34,4
y-o-y		-8,3%	2,2%	10,7%	7,1%	-0,5%
Rohertrag	18,5	17,5	18,5	20,1	20,9	22,4
Marge	59,5%	61,5%	63,6%	62,4%	60,6%	65,1%
EBIT <sup>(a)</sup>	2,9	2,1	2,1	2,1	2,6	1,6
Marge	9,3%	7,3%	7,1%	6,6%	7,5%	4,7%
EBITDA <sup>(a)</sup>	3,5	2,6	2,6	2,7	3,2	2,3
Marge	11,4%	9,2%	8,9%	8,3%	9,1%	6,7%
EBITDAR	6,2	5,8	6,3	5,7	6,9	6,1
Marge	20,0%	20,2%	21,5%	17,5%	20,0%	17,7%
<b>Zusammenfassung Cash Flow (€ Mio.)</b>						
FFO	NA	1,3	1,2	1,8	1,3	(0,1) <sup>(b)</sup>
Veränderung des Working Capitals	NA	(0,5)	0,2	(0,9)	(4,2)	-
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>NA</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(0,1)<sup>(b)</sup></b>
CAPEX	NA	(0,4)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5) <sup>(b)</sup>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>NA</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(0,6)</b>
<b>Verschuldungsstruktur (€ Mio.)</b>						
Anleihe	0,0	0,0	0,0	0,0	12,4	12,9
Stille Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3
Genussrechtskapital (inkl. Zinsen)	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
Bankverbindlichkeiten	12,1	11,7	11,4	9,9	1,2	2,6
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	0,3	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>16,6</b>	<b>16,5</b>	<b>15,9</b>	<b>15,4</b>	<b>19,1</b>	<b>20,9</b>
Liquide Mittel	0,3	0,4	0,4	0,3	2,0	0,6
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>16,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,5</b>	<b>15,1</b>	<b>17,2</b>	<b>20,3</b>
Operating Leasing <sup>(c)</sup>	12,7	13,9	21,3	16,6	18,7	18,7
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>29,3</b>	<b>30,3</b>	<b>37,2</b>	<b>32,0</b>	<b>37,8</b>	<b>39,5</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>29,0</b>	<b>29,9</b>	<b>36,8</b>	<b>31,6</b>	<b>35,8</b>	<b>38,9</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung		8,1%	7,9%	12,2%	7,8%	-0,5%
Adj. FFO <sup>(d)</sup> / Adj. Nettoverschuldung		12,0%	9,8%	12,1%	11,2%	6,6%
Free Cash Flow / EBITDA		15,2%	30,7%	17,9%	-106,0%	-27,3%
Adj. Free Cash Flow <sup>(d)</sup> / EBITDAR		46,9%	50,8%	43,6%	-9,8%	33,4%
EBITDA Zinsdeckung	3,0x	2,6x	2,5x	2,7x	2,6x	1,5x
EBITDAR adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	3,2x	3,1x	2,7x	2,8x	3,0x	2,3x
Gesamtverschuldung / EBITDA	4,7x	6,3x	6,1x	5,8x	6,1x	9,1x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	4,7x	5,3x	6,0x	5,7x	5,5x	6,5x
Nettoverschuldung / EBITDA	4,6x	6,1x	6,0x	5,6x	5,4x	8,8x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	4,7x	5,2x	5,9x	5,6x	5,2x	6,4x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	69,3%	70,0%	67,9%	65,9%	70,1%	79,1%
EK-Quote (ohne Genussrechtskapital)	16,4%	18,9%	21,2%	26,5%	23,0%	11,4%
Wirtschaftliches EK-Quote <sup>(e)</sup>	36,0%	40,2%	41,2%	47,3%	41,5%	31,6%

(a) Für 2011/12 wurden die einmaligen Erträge aus Sale-und-Rent-Back i.H.v. € 0,75 Mio. nicht bereinigt.

(b) FFO, Veränderung des Working Capitals sowie CAPEX für LTM per 31.03.2013 basieren auf IKB Schätzungen.

(c) Angabe vom Unternehmen, nicht abgezinst.

(d) Angepasst um Operating Leases.

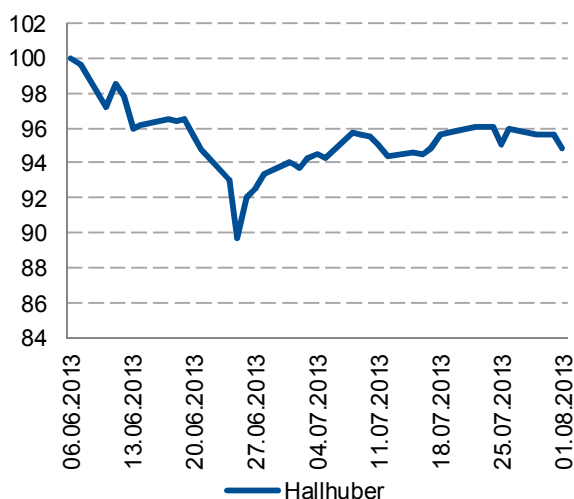
(e) Eigenkapital + Genussrechtskapital + stille Beteiligungen + Gesellschafterdarlehen + anteilige SoPo.

Quellen: GOLFINO Jahresabschlüsse, IKB Analyse.

# Hallhuber Beteiligungs GmbH

## Credit Summary – Operativ profitables Unternehmen mit stilsicheren Kollektionen

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	78,2	94,4
EBIT	2,3	4,9
EBITDA	5,8	8,7
EBITDA Zinsdeckung	Keine cashwirksamen Zinsen	
FFO / Nettoverschuldung	Nettokasse	
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,8x	-0,6x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / Bilanzsumme	0,2%	0,0%
Eigenkapitalquote	-22,6%	-19,1%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	62,0%	62,4%

FY Ende: 31.12.

Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH, IKB Analyse.

### Termine

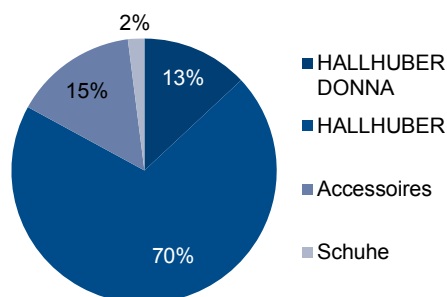
Bis 30.09.2013	Halbjahresbericht 2013
Mai 2014	Veröffentlichung Folgerating
19.06.2014	1. Zinszahlung
Bis 30.06.2014	Jahresabschluss 2013

- Die Finanzdaten der Emittentin, Hallhuber Beteiligungs GmbH, werden durch die LBO Transaktion im Jahr 2009 geprägt, mit hohen Gesellschafterdarlehen (inkl. aufgelaufener Zinsen) und Abschreibungen auf den Firmenwert, die zu Nettoverlusten führten.
- Hallhuber GmbH dagegen, die operative Einheit und Garantin der Anleihe, ist profitabel und weist ein stetiges Wachstum auf.
- Seit der Übernahme durch Change Capital Partners hat Hallhuber Maßnahmen zur Gewinnsteigerung ergriffen, deren Wirkung sich bereits in steigenden EBITDA- und EBIT-Margen widerspiegeln.
- Der Operative Cash Flow ist solide, während der Free Cash Flow expansionsbedingt in 2012 leicht negativ war.
- Mit den Anleihemitteln wurden die Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 20 Mio. zurückgeführt. Das verbleibende Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 15,2 Mio. ist nachrangig zur Anleihe, erst im Jahr 2019 fällig und sieht keine planmäßige Tilgungen während der gesamten Laufzeit vor. Daher dient das verbleibende Gesellschafterdarlehen als Wirtschaftliches Eigenkapital im Unternehmen.
- Gute Covenants-Ausstattung der Anleihe: u.a. eine strenge Ausschüttungssperre (nur bis zu maximal 33% des testierten Konzern-Jahresüberschusses können für die Ausschüttung bzw. Zinszahlung des Gesellschafterdarlehens verwendet werden) und eine generelle Begrenzung des Nettoverschuldungsgrades (Nettofinanzverbindlichkeiten / operatives EBITDA) auf 4,75x.
- Mit einem PF EBITDA / cashwirksame Zinsen (nach der Anleihe-Transaktion) von 4,0x und einem starken operativen Cash Flow ist Hallhuber u.E. in der Lage, die zusätzlichen Zinsen aus der Anleihe i.H.v. € 2,2 Mio. pro Jahr aus dem operativen Cash Flow zu bedienen.
- Dem Unternehmen stehen ausreichend Aval- und Akkreditivlinien sowie ca. € 8,5 Mio. aus der Anleiheemission für weiteres Wachstum zur Verfügung.

## Unternehmensprofil

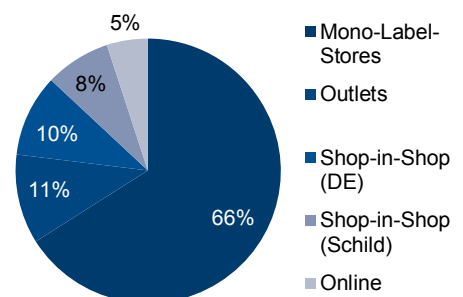
<b>Vertikal integrierter Modefilialist, positioniert im leicht gehobenen Segment</b>	Hallhuber GmbH, gegründet in 1977, ist ein im Damenoberbekleidungsgeschäft tätiger, vertikal integrierter Modefilialist, mit Hauptsitz in München. Das Unternehmen deckt große Teile der Mode-Wertschöpfungskette ab: Vom Design und Produktionskontrolle über die Vermarktung bis hin zum Verkauf der eigenen Modekollektionen. Zum Produktportfolio gehören sowohl Damenoberbekleidung als auch Schuhe und Accessoires. Hallhuber ist im leicht gehobenen Segment positioniert.
<b>Eigenes Design-Team</b>	Hallhuber verfügt über ein eigenes Design-Team in München. Die Produkte werden nach eigenen Entwürfen von ausgewählten Lieferanten in Asien und Osteuropa gefertigt.
<b>Klar definierte Zielgruppe</b>	Hallhubers Zielgruppe ist die modebewusste Frau im Alter von 25 bis 45 Jahren, die Wert auf einen eher klassischen Stil bei entsprechender Qualität legt.
<b>Produktportfolio</b>	Das Hallhuber Produktportfolio besteht aus zwei Produktlinien „HALLHUBER“ und „HALLHUBER DONNA“, die sich durch ihre Werthaltigkeit unterscheiden. Letztere verwendet hochwertigere Materialien und hat einen Durchschnittspreis von € 65, der um 44% höher ist als von „HALLHUBER“ (€ 45). Die Produktpalette wird durch Accessoires und Schuhe ergänzt.
<b>Diversifizierte Lieferantenbasis</b>	Hallhuber zeichnet eine langfristige Zusammenarbeit mit seinen ausgewählten Lieferanten aus. Mehr als zwei Drittel der Waren bezieht das Unternehmen von seinen zehn größten Lieferanten: 47% des Einkaufsvolumens stammt aus China, 22% aus der Türkei, 16% aus Bulgarien und 15% aus Westeuropa.
<b>132 Verkaufsstandorte</b>	Das Unternehmen betreibt eigene Filialen (Mono-Label-Stores), die gemietet werden, in Bestlagen von Innenstädten und bekannten Einkaufszentren in folgenden Ländern: In Deutschland und Österreich sind es 61 eigene Filialen und ca. 43 Shop-in-Shop Verkaufsflächen bei Karstadt und Kaufhof (Konzessions-Modell). Daneben vertreibt Hallhuber seine Mode über die Modehauskette Schild in der Schweiz (18 PoS, Konzessions-Modell) und über 10 Outlet-Center in Deutschland, Österreich und in den Niederlanden.
<b>E-Commerce Aktivitäten: ertrags- und wachstumsstark</b>	Über den eigenen Online-Shop, der seit 2011 besteht, werden Produkte über Handelsplattformen wie z.B. Amazon, Zalando und Otto vertrieben. Diese E-Commerce Aktivitäten generierten in 2012 Umsätze in Höhe von € 4,6 Mio. und sind nach Angaben des Managements margenstark. Das Management schätzt das Potential der E-Commerce Aktivitäten mittelfristig auf ca. € 35 Mio. bzw. 15% des Gruppenumsatzes.

**Umsatz nach Produktlinien**



Quelle: Hallhuber Wertpapierprospekt, Mai 2013.

**Umsatz nach Distributionsformaten**



Quelle: Hallhuber Wertpapierprospekt, Mai 2013.

**Expertise im  
Filial-Management**

Hallhuber besitzt eine hohe Expertise in der Eröffnung von neuen Point-of-Sales (PoS). Die durchschnittliche Cash-Payback-Periode wird zwischen 2 und 2,5 Jahren veranschlagt.

**Risikodiversifizierung  
durch 17 Intakes pro  
Jahr**

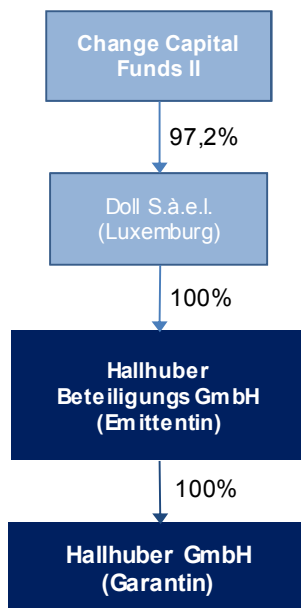
Jedes Jahr werden Produkte für 17 Intakes entworfen, womit Hallhuber nicht dem traditionellen Fashion-Zyklus (Sommer- und Wintermode) folgt. Durch diesen Zyklus besteht ein vergleichsweise niedrigeres Risiko, die Modetrends falsch einzuschätzen. Hierdurch reduziert sich gleichzeitig auch das operative Risiko des Unternehmens deutlich.

Das Gesamteinkaufsvolumen besteht aus 17 unabhängigen Intakes (ca. 70%) bzw. „open-to-buy Budgets“ (OTB) (ca. 25%, kurzfristige Beschaffung von Trend-Artikeln sowie Nachbestellung von Bestseller-Artikeln). Das restliche Einkaufsvolumen (ca. 5%) setzt sich aus Basics / Never-out-of-Stock Artikeln zusammen.

**Umsatzwachstum 2012:  
20,8%**

Im Geschäftsjahr 2012, erwirtschaftete das Unternehmen mit etwa 1.100 Mitarbeitern (davon etwa 900 Teilzeitkräfte) Umsatzerlöse von € 94,4 Mio., was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 20,8% entspricht.

**Unternehmensstruktur**



- Hallhuber war von 2000 bis 2009 Teil der Stefanel Gruppe (Italien).
- Im Jahr 2009 verkaufte Stefanel Hallhuber an die Beteiligungsgesellschaft Change Capital Partners („CCP“). Im März 2013, wurde die Earn-out-Komponente aufgrund der positiven Entwicklung von Hallhuber abgelöst<sup>23</sup>.
- Doll S.à.r.l. ist 100%iger Anteilseigner der Hallhuber Beteiligungs GmbH (ehemals Doll Beteiligungs GmbH), die 100% der Anteile an der Hallhuber GmbH besitzt.
- Doll S.à.r.l. stellte für die Akquisition ein Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 26,2 Mio. zur Verfügung, welches eine Rangrücktrittsklausel ggü. den an der Finanzierung beteiligten Banken enthält.
- Zwischen der Hallhuber GmbH und der Hallhuber Beteiligungs GmbH besteht ein Ergebnisabführungsvertrag.
- Zwischen CCP und der Hallhuber Beteiligungs GmbH besteht ein Beratungsvertrag. Jene zahlt jedes Jahr ein Beratungshonorar von knapp über € 1 Mio. an CCP.

Quelle: Hallhuber Beteiligungs GmbH Wertpapierprospekt.

<sup>23</sup> Quelle: Konzernabschluss 2012 der Hallhuber Beteiligungs GmbH.

## Aktueller Eigentümer: Change Capital Partners („CCP“)

### Investment Fokus bei endverbrauchernahen Unternehmen

CCP, mit Sitz in London, wurde im Jahr 2004 durch Luc Vandevelde (ehemaliger Chairman von Carrefour und Marks & Spencer) gegründet. Der zweite, operativ tätige Partner, Roger Holmers, war vormals CEO von Marks & Spencer. CCP hat vier Partner und jeder Deal wird von einem Operating- und einem Deal-Partner begleitet.

Der Investment Fokus von CCP liegt hauptsächlich bei endverbrauchernahen Unternehmen. Hier besitzt die Beteiligungsgesellschaft langjährige Erfahrung und Management Expertise. Bis dato hat CCP in 2 Fonds knapp € 400 Mio. investiert. Hallhuber ist das erste Investment des zweiten Fonds von CCP.

### Erfolgreiches Investment in Jil Sander

Der erste Fond CCP I investierte u.a. in Unternehmen wie z.B. Jil Sander. Im Frühjahr 2006, übernahm CCP Jil Sander nach drei Verlustjahren von Prada. Bereits 2007 kehrte Jil Sander in die Gewinnzone zurück. CCP trieb die Internationalisierung von Jil Sander voran und eröffnete neue Läden u.a. in Asien. Im September 2008, wurde Jil Sander an das japanische Unternehmen Onward Holdings veräußert.

Insgesamt ist festzustellen, dass CCP einen erfolgreichen Track Record bei Retail-fokussierten Investments aufweist.

## Unternehmensentwicklung – Hallhuber Beteiligungs GmbH

### Maßnahmen zur Gewinnsteigerung nach Eigentümerwechsel

Nach der Übernahme durch CCP wurden zahlreiche Projekte zur strategischen Neuausrichtung bei Hallhuber umgesetzt.

Ein wichtiger Meilenstein war dabei insbesondere die Umstellung der Kollektionsrhythmen (auf bis zu 17 Intakes) bzw. eine kontinuierliche, noch zeitnähere Versorgung der Filialen mit aktueller Ware.

Andere Maßnahmen beinhalteten z.B. die Zentralisierung der Fashion Artikel und die Vorverlagerung der Veredelung (v.a. Etikettierung und Sicherung der Ware) in das Lager in Greding. Zudem sollen die Einführung eines neuen Personalplanungssystems im Einzelhandel sowie der Aufbau eines neuen Business Informationssystems Effizienzgewinne bringen.

2010 wurde die strategische Partnerschaft mit der Schild AG in der Schweiz ausgebaut. Hallhuber verfügt seitdem über 18 Verkaufsstandorte in der Schweiz.

### Expansionsorientiertes Modell

Hallhuber verfolgt ein expansionsorientiertes Businessmodell und forciert das Wachstum durch den Ausbau des Filialnetzes. Dabei wird konsequent auf Profitabilität geachtet. Die weniger profitablen PoS wurden geschlossen. Allein in 2012 wurden 22 neue Verkaufsflächen eröffnet und 10 in Deutschland geschlossen.

### Erfolgreiche PoS Strategie

Die Verkaufsstandorte wurden von ca. 88 zum Akquisitionszeitpunkt in 2009 auf aktuell 132 erhöht. Das ertragsorientierte Wachstum soll fortgesetzt werden und die Zahl der Stores soll sich im Laufe des Geschäftsjahres 2013 auf über 160 erhöhen. Aktuell sind alle PoS mit Ausnahme eines einzelnen, kleinen Standortes profitabel.

### Steigerung der Flächenproduktivität

Die positive Entwicklung wird durch eine signifikante Steigerung der Flächenproduktivität begleitet. Durch ein konsequentes PoS-Management konnte Hallhuber die Flächenproduktivität (Umsatz pro m<sup>2</sup> Verkaufsfläche) von durchschnittlich € 3.500 im Jahr 2009 auf ca. € 4.800 in 2012 steigern.

### Umsatzwachstum in 2012 um 20,8%

Mit der Expansion steigerte das Unternehmen den Gesamtumsatz um 20,8% auf € 94,4 Mio. in 2012 (von € 78,2 Mio. in 2011). Vor dem Eigentümerwechsel erwirtschaftete Hallhuber im Jahr 2008 Umsatzerlöse von € 58,1 Mio. und ein EBITDA von € 4,9 Mio.

### Hohe Rohertragsmarge

Die Rohertragsmarge sank in 2012 aufgrund von Schwankungen des EUR/USD-Kurses leicht von 65,6% in 2011 auf 64,1%. Dennoch ist die Rohertragsmarge im Vergleich zu den anderen Modelfilialisten auf einem hohen Niveau.

Expansionsbedingt erhöhten sich die Personalaufwendungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (v.a. Mietaufwendungen und Umsatzkommissionen).

**Steigerung der EBITDA- und EBIT-Marge**

Das EBITDA konnte deutlich auf € 8,7 Mio. gesteigert werden (Marge: 9,2%). Nach Abschreibungen von € 3,7 Mio. (davon: € 2,6 Mio. Abschreibungen im Rahmen des operativen Geschäftes und € 1,2 Mio. akquisitionsbedingt) konnte ein EBIT von € 4,9 Mio. (Marge: 5,2%) erwirtschaftet werden. Im Vergleich zum Vorjahr ist hierbei eine signifikante Verbesserung der Profitabilität zu beobachten.

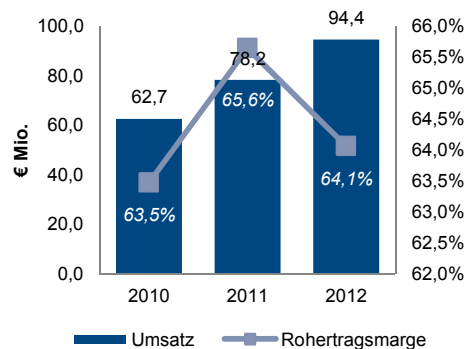
**Cash Flow geprägt durch die Expansion**

Der operative Cash Flow ging leicht auf € 5,8 Mio. zurück (Vj: € 6,4 Mio.). Aufgrund der hohen Investitionen von € 7,1 Mio. in neue Verkaufsflächen fiel der Free Cash Flow mit € -1,2 Mio. leicht negativ aus.

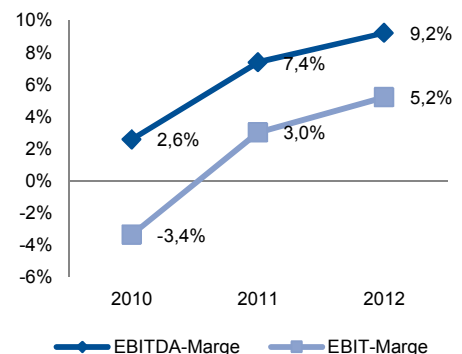
**Negatives EK infolge akquisitionsbedingter Faktoren sowie Bilanzierungsmaßnahmen**

Die Übernahme der Hallhuber GmbH in 2009 wurde durch ein nachrangiges Gesellschafterdarlehen finanziert, was die niedrige Eigenkapitalausstattung erklärt. Aufgrund der Abschreibungen auf die Geschäfts- und Firmenwerte, der kapitalisierten Zinsen des Gesellschafterdarlehens sowie der Beratungsgebühren wies die Hallhuber Beteiligungs GmbH von 2009 bis 2011 einen Verlust aus. Dieser Verlust konnte von Jahr zu Jahr vermindert werden. In 2012 wurde ein leicht positives Jahresergebnis i.H.v. € 0,4 Mio. erzielt.

**Umsatz und Rohertragsmarge**



**EBITDA- und EBIT-Marge**



Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH, IKB Analyse.

Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH, IKB Analyse.

**Outlook 2013: Deutliche Steigerung des Umsatzes und des Ergebnisses**

Nach Unternehmensangaben verlief das erste Quartal 2013 gut. Hallhuber konnte im ersten Quartal den Umsatz ggü. dem Vorjahr weiter erhöhen. Aufgrund der aktuellen Situation erwartet Hallhuber für 2013 eine erneute deutliche Steigerung sowohl des Umsatzes als auch des Ergebnisses.

**Unternehmenszahlen – Hallhuber GmbH**

**Hallhuber GmbH: stabiler und robuster**

Während die Zahlen der Hallhuber Beteiligungs GmbH aufgrund der Buy-out-Transaktion durch Abschreibungen auf den Firmenwert und Zinsen für das Gesellschafterdarlehen beeinflusst werden, fallen die Zahlen der Hallhuber GmbH wesentlich stabiler und robuster aus.

**Positives Ergebnis seit 2010**

Bereits im Jahr 2010 erwirtschaftete Hallhuber ein leicht positives Ergebnis vor Steuern i.H.v. € 0,3 Mio. Dieses konnte in 2011 und 2012 gesteigert werden. Die Hallhuber GmbH erzielte im Geschäftsjahr 2012 ein EBITDA von € 8,6 Mio. und ein EBIT von € 6,0 Mio. Das Ergebnis vor Steuern von € 5,8 Mio. (Vj.: € 1,5 Mio.) wurde an die Hallhuber Beteiligungs GmbH abgeführt.

**Operatives Geschäft mit solider EK-Ausstattung**

Ein Blick in die Bilanzzahlen der Hallhuber GmbH, die das operative Geschäft der Gruppe betreibt, zeigt, dass das Unternehmen eine solide Eigenkapital-Basis aufweist (€ 8,4 Mio. in den letzten 3 Jahren). Die Wirtschaftliche Eigenkapital-Quote der Hallhuber GmbH betrug zum 31.12.2012 26,0% (32,8% zum 31.12.2011).

## Verschuldung

### Bankschulden

Zwischen 2009 und 2012 war die Hallhuber Beteiligungs GmbH fast frei von Bankschulden (lediglich Bankverbindlichkeiten i.H.v. € 90 Tsd. zum 31.12.2011). Die Hallhuber Beteiligungs GmbH und die Hallhuber GmbH haben insgesamt bei drei Kreditinstituten Avalkreditlinien im Gesamtbetrag von € 7,8 Mio., von denen € 5,7 Mio. per 31.05.2013 verwendet wurden, sowie Akkreditivlinien in Gesamthöhe von € 6,2 Mio., von denen € 4 Mio. genutzt wurden. Zudem haben sie bei zwei Banken besicherte Kreditlinien von bis zu € 7,0 Mio., von denen € 2,2 Mio. ausgenutzt waren.

### Nachrangiges Gesellschafterdarlehen

Zum 31.12.2012 betrug das Gesellschafterdarlehen der Hallhuber Beteiligungs GmbH nach Bilanz € 35,2 Mio.

### Betrachtung als „Wirtschaftliches EK“

Das Gesellschafterdarlehen ist nachrangig, hat eine Laufzeit bis 2019 und sieht keine planmäßige Tilgung vor. Mit der im Juni 2013 platzierten Anleihe wird das Gesellschafterdarlehen um € 20 Mio. zurückgeführt. Die verbleibenden Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 15,2 Mio. dienen daher als Wirtschaftliches Eigenkapital.

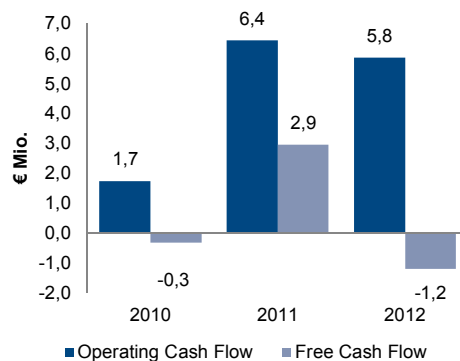
### Zinsen werden kapitalisiert und sind Cash Flow neutral

Der Zinssatz des Darlehens wird jährlich überprüft und bei Bedarf angepasst. 2012 betrug der Zinssatz 9,0%. Die Zinsen sind zum Ende eines Kalenderjahres zu zahlen. Die Hallhuber Beteiligungs GmbH ist berechtigt, die Zinsen zu kapitalisieren. In der Vergangenheit wurden Zinszahlungen stets kapitalisiert.

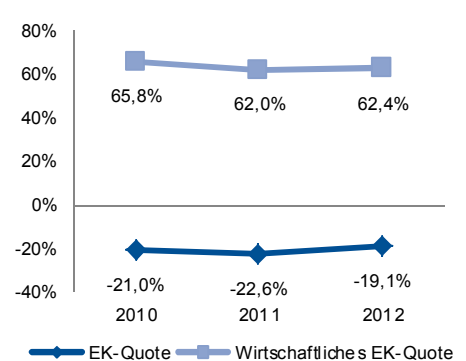
### Earn-out-Komponente von € 3,5 Mio. wurde vorzeitig abgelöst

Zum 28.02.2013 hat die Hallhuber Beteiligungs GmbH die Earn-out-Komponente aus dem Kaufvertrag vorzeitig abgelöst und € 3,5 Mio. an Stefanel gezahlt. Dieser Kaufpreis-Bestandteil wurde durch ein Bankdarlehen mit einer Laufzeit von 3 Jahren finanziert.

**Cash Flow**



**EK-Quote**



Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH, IKB Analyse.

Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH, IKB Analyse.

## Anleiheemission

### Erfolgreiche Anleihebegebung

Im Juni 2013 hat die Hallhuber Beteiligungs GmbH erfolgreich eine von der Hallhuber GmbH garantierte Anleihe über € 30 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren und einem Kupon von 7,25% begeben. Die Anleihe notiert im Handelssegment „der mittelstandsmarkt“ der Börse Düsseldorf.

### Verwendung des Nettoerlöses

Der Nettoerlös nach Abzug der Emissionskosten i.H.v. ca. € 28,5 Mio. wird wie folgt verwendet:

- € 20 Mio. zur Rückführung des Gesellschafterdarlehens
- Die restlichen Mittel aus der Anleihe (etwa € 8,5 Mio.) sollen für die Ablösung bestehender Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie für die allgemeine Unternehmensfinanzierung verwendet werden.

### Gute Covenants-Ausstattung

Die Anleihe verfügt über eine gute Covenants-Ausstattung<sup>24</sup>. In der Anleihe sind u.a. die folgenden Anlegerschutz-Klauseln enthalten: Negativverpflichtung, Begrenzung des Nettoverschuldungsgrades bei einem Kontrollwechsel, Ausschüttungsbegrenzung der Emittentin (Ausschüttung + Rückzahlung des Gesellschafterdarlehens + Zinsen auf Gesellschafterdarlehen dürfen nicht mehr als 33% des testierten Konzern-Jahresüberschusses betragen) und eine generelle Begrenzung des Nettoverschuldungsgrades (Nettofinanzverbindlichkeiten / operatives EBITDA) auf 4,75x.

### Cash-wirksame Zinszahlung von € 2,2 Mio. pro Jahr

Die seit 2009 kapitalisierte Zinszahlung (PIK) aus dem Gesellschafterdarlehen war Cash Flow neutral. Die Umschuldung des Gesellschafterdarlehens (noch ca. € 15 Mio.) durch die Anleihe führt jedoch zu cash-wirksamen Zinszahlungen i.H.v. € 2,2 Mio. pro Jahr.

## Übersicht der Anleihe

SIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call		YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis			
DE000A1TNHB2	Hallhuber Beteiligungs GmbH	30	7,25	19.06. 2018	BB	6/19/ 2016	102	94,8	8,56	744,6-	Sr Unsecured

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

<sup>24</sup> Hallhuber Wertpapier Prospekt vom 31.05.2013.

## Key Financials Hallhuber Beteiligungs GmbH (FY Ende: 31.12, HGB, in € Mio.)

Zusammenfassung GUV	FY2010	FY2011	FY2012	FY 2012 Post-Money Pro-Forma <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	62,7	78,2	94,4	94,4
y-o-y	176,8%	24,8%	20,8%	
Rohertrag	39,8	51,3	60,5	60,5
Marge	63,5%	65,6%	64,1%	64,1%
EBITDA	1,6	5,8	8,7	8,7
Marge	2,6%	7,4%	9,2%	9,2%
EBIT	-2,1	2,3	4,9	4,9
Marge	-3,4%	3,0%	5,2%	5,2%
EBITDAR <sup>(b)</sup>	11,7	19,9	27,3	27,3
Marge	18,6%	25,4%	28,9%	28,9%
<b>Zusammenfassung Cash Flow</b>				
FFO	1,4	6,7	8,1	6,0
Veränderung des Working Capitals	0,3	(0,3)	(2,3)	(2,3)
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>1,7</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,7</b>
CAPEX	(2,1)	(3,5)	(7,1)	(7,1)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,9</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(3,4)</b>
<b>Verschuldungsstruktur</b>				
Anleihen	0	0	0	30,0
Bankverbindlichkeiten	0,0	0,09	0,0	0,0
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>30,0</b>
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	3,5	4,7	5,3	13,8
<b>Nettoverschuldung nach Bilanz</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,3</b>	<b>16,2</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschafter	29,6	32,3	35,2	15,2
Leasingverträge	0,4	0,3	0,4	0,4
Miet- und Pachtverträge	80,5	113,0	149,0	149,0
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>110,5</b>	<b>145,6</b>	<b>184,5</b>	<b>194,6</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>107,0</b>	<b>141,0</b>	<b>179,2</b>	<b>180,7</b>
<b>Kennzahlen</b>				
FFO / Nettoverschuldung	-40,2%	-146,4%	-152,8%	36,9%
Adj. FFO <sup>(c)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	6,2%	10,0%	9,9%	8,7%
Free Cash Flow / EBITDA	-20,2%	50,9%	-14,0%	-39,0%
Adj. Free Cash Flow <sup>(c)</sup> / EBITDAR	42,1%	51,7%	31,0%	23,1%
EBITDA Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	NM	NM	NM	4,0x
EBIT Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	NM	NM	NM	2,3x
Gesamtverschuldung / EBITDA	0,0x	0,0x	0,0x	3,5x
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,2x	-0,8x	-0,6x	1,9x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	0,0%	0,2%	0,0%	58,3%
Bilanzielles Eigenkapital / Bilanzsumme	-21,0%	-22,6%	-19,1%	-19,1%
Wirtschaftliches Eigenkapital <sup>(e)</sup> / Bilanzsumme	65,8%	62,0%	62,4%	16,0%

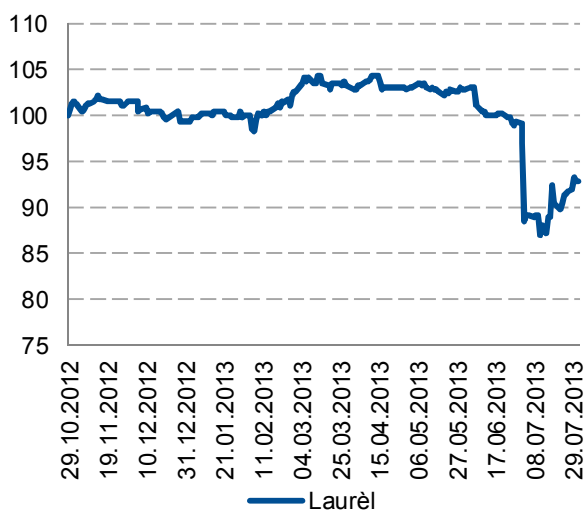
- (a) IKB Pro-Forma Berechnung. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach der Anleihebegebung im Juni 2013 bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen. Wesentliche Annahmen: Aus dem Nettoerlös von € 28,5 Mio. werden € 20 Mio. für die Rückführung des Gesellschafterdarlehens verwendet, € 8,5 Mio. bleiben als Kasse vorerst im Unternehmen.
- (b) IKB Schätzung. Annahme: Aufwendungen für Operating Miete und Leasing = Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus langfristig abgeschlossenen Miet- und Pachtverträgen geteilt durch 8.
- (c) IKB Anpassung um Operating Leases.
- (d) Berücksichtigt nur die cash-relevanten Zinszahlungen. Die Zinsen auf Gesellschafterdarlehen wurden zwischen 2010 und 2012 stets kapitalisiert und waren nicht liquiditätswirksam.
- (e) Wirtschaftliches EK = Bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen.

Quellen: Hallhuber Beteiligungs GmbH Konzernabschlüsse, IKB Analyse.

# Laurèl

## Credit Summary – Anleihe unterstützt ambitionierten Wachstumskurs

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	43,2	34,9
EBIT	2,2	2,0
EBITDA	3,0	2,6
EBITDA Zinsdeckung	45,6x	1,8x
FFO / Nettoverschuldung	-124,9%	19,3%
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,8x	1,4x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	0,0%	56,0%
Eigenkapitalquote	72,6%	26,1%

FY Ende: 31.03.

Quellen: Laurèl GmbH, IKB Analyse.

### Termine

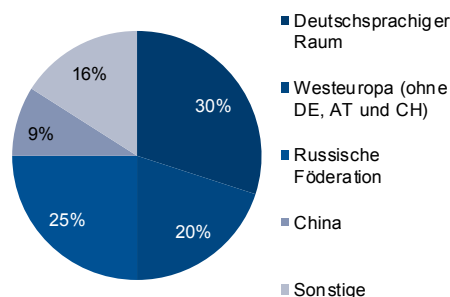
August 2013	Geschäftsbericht 2012/2013
September 2013	1. Folgerating
16.11.2013	Zinszahlung

- Seit Mai 2012 wird Laurèl organisatorisch und strukturell komplett eigenständig aufgestellt. Das Unternehmen wurde damals aus der Primera GmbH & Co. KG herausgelöst.
- Die Finanzzahlen zum Rumpfgeschäftsjahr 2012 (6. Monate) sind aufgrund der vielen strukturellen Veränderungen nicht mit den Vorjahren vergleichbar.
- Das Unternehmen verfolgt einen ambitionierten Wachstumsplan mit dem Ausbau eigener Stores (5 weitere Stores bis 2013, auf über 40 Stores bis zum Ablauf des Geschäftsjahres 2016/17). Dabei soll der Umsatz bis Ende 2016/17 auf € 80 Mio. verdoppelt werden.
- Zur Finanzierung des Wachstums (Ausbau eigener Stores, IT-Optimierung, Aufbau des Lizenzgeschäftes etc.) platzierte Laurèl im Oktober 2012 eine Anleihe im Gesamtvolumen von € 20 Mio.
- Vor der Anleihe-Platzierung bestanden im Unternehmen nur geringe Finanzschulden. Nach der Anleiheemission ist die Verschuldung deutlich angestiegen; zugleich sind aber auch die zur Verfügung stehenden Liquiditätsmittel angestiegen.
- Laurèl ist operativ gesehen ein profitables Unternehmen. Mit den geplanten Wachstumsmaßnahmen sind jedoch erhebliche Business Risiken verbunden. Diese spiegeln sich bereits in den schwächeren Margen im H1 2012/2013 wider. Das Management erwartet aufgrund der hohen Expansionskosten ein negatives Ergebnis für das Geschäftsjahr 2012/2013.
- Am 11. April 2013 wurde das Unternehmen von Creditreform von BBB auf BBB- (watch) herabgestuft. Am 28.06.2013 erfolgte vor dem Hintergrund der Ergebnisverschlechterung sowie von Wertberichtigungen auf Forderungen gegenüber dem insolventen Schwesterunternehmen Apriori eine erneute Herabstufung auf BB.
- Die ursprünglich für Juli geplante Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2012 /13 wird inzwischen in den August verschoben. Ebenfalls verschiebt sich das 1. Folgerating von August auf September.

## Unternehmensprofil

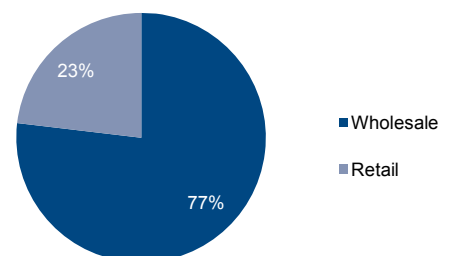
<b>Übersicht</b>	Die Laurèl GmbH („Laurèl“) mit Sitz in München ist ein deutsches Modelabel im Premiumsegment der Damenoberbekleidung mit einem globalen Vertrieb.
<b>Markenhistorie: zweite Marke neben Escada</b>	Die Marke „Laurèl“ wurde 1978 durch Margaretha Ley, Mitgründerin der Marke Escada, als Zweitmarke zu „Escada“ begründet und innerhalb der Escada-Gruppe aufgebaut. 2002 wurde die Marke „Laurèl“ in die Laurèl GmbH eingebracht, die 2009 von der Beteiligungsgesellschaft Endurance Gruppe erworben wurde.
<b>Eigenes Design, Fremdfertigung</b>	Laurèl entwirft Damenbekleidung, Taschen, Schuhe und Accessoires und lässt diese bei langjährig aufgebauten und hochqualifizierten Auftragsfertigern herstellen. Diese werden dann weltweit unter der Marke „Laurèl“ vertrieben.
<b>2 Kollektionen pro Jahr, flexible Kostenstruktur</b>	Jedes Jahr werden zwei neue Kollektionen angeboten, wobei jede Kollektion aus ca. 450 Artikeln besteht und in 5 bis 6 Farbthemen unterteilt wird. Durch die Auftragsfertigung sowie die ausgelagerte Fertig- und Rohwarenlogistik hat Laurèl eine flexiblere Kostenstruktur und kann auf Umsatzschwankungen reagieren.
<b>Klar definierte Zielgruppe im Premiumsegment</b>	Zielgruppe von Laurèl sind moderne Frauen mit Orientierung auf internationale Mode, Stilbewußtsein und dem Wunsch nach qualitativ hochwertigen Produkten.
<b>Wettbewerber</b>	Laurèl sieht sich als Premium-Anbieter im fragmentierten internationalen Wettbewerbsumfeld positioniert. Als Wettbewerber betrachtet das Unternehmen internationale Anbieter wie z.B. Hugo Boss, Max Mara und Marc Cain. Andere regionale Wettbewerber umfassen René Lezard, Strenesse sowie Josef Reis GmbH & Co. KG mit der Marke „St. Emile“.
<b>3 Distributionskanäle</b>	Laurèl verfügt über 3 Distributionskanäle: Wholesale, Retail und seit April 2012 einen eigenen Online-Shop. Im Segment Wholesale sind es mehr als 730 Verkaufsflächen (Multi-Brand-Flächen, Shop-in-Shop und 30 Verkaufsflächen bei Franchisenehmern) in mehr als 40 Ländern und im Segment Retail 10 eigene Geschäfte sowie 3 Outlet Stores in Deutschland und Belgien. Sämtliche Geschäfte sind gemietet.
<b>Frühzeitige Marktpräsenz in Schwellenländern</b>	Im Vergleich zu vielen deutschen Wettbewerbern, die sich überwiegend auf die Märkte in Deutschland, der Schweiz und Österreich konzentrieren, hat Laurèl frühzeitig (mit der Escada Gruppe) in ausländische Märkte expandiert und erzielt durch Franchiseflächen in der Russischen Föderation und eigenen Geschäften in China und Hong Kong bedeutende Umsatzanteile in diesen Schwellenländern.
	Mit 125 Mitarbeitern (Stand: 31.10.2012) erzielte Laurèl LTM zwischen 01.11.2011 und 31.10.2012 einen Umsatz von € 34,9 Mio. und ein EBITDA von € 2,6 Mio. (Pro-Forma Addition durch IKB).

**Umsatz nach Regionen<sup>25</sup>**



Quellen: Laurèl, IKB Analyse.

**Umsatz nach Vertriebswegen<sup>26</sup>**



Quellen: Laurèl, IKB Analyse.

<sup>25</sup> Rumpfgeschäftsjahr, vom 01.11.2011 bis 30.04.2012.

<sup>26</sup> IKB Pro-Forma Addition, vom 01.11.2011 bis 31.10.2012.

## Strategische Ziele und Maßnahmen

### Ambitioniertes strategisches Ziel

Laurèl hat sich ein ambitioniertes strategisches Ziel gesetzt. Das Unternehmen will die Umsätze bis zum Ende des Geschäftsjahres 2016/2017 von € 43,2 Mio. im GJ 2010/2011 auf über € 80 Mio. verdoppeln und die Marke „Laurèl“ als eine internationale Top-Premium-Marke etablieren.

### Maßnahmen für die Zielerreichung

Für die Zielerreichung hat das Unternehmen sich u.a. folgende Maßnahmen definiert:

- Ausbau des Vertriebsnetzes: Erhöhung der PoS im Wholesale-Segment von derzeit mehr als 730 auf über 910 und den Ausbau eigener Geschäfte von derzeit 10 auf über 40 (bis Ende 2013 sind bereits 5 Stores fest geplant (Amsterdam, Wien, Shanghai, Berlin und Düsseldorf) und Mietverträge dafür abgeschlossen). Ausbau der eigenen Outlets von derzeit 3 auf 8 bis Ende des Geschäftsjahres 2016/2017.
- Eintritt in den US-Markt: durch Gründung einer US-Tochtergesellschaft oder Akquise eines Distributeurs
- Ausbau des Internetvertriebs
- Aufbau des Lizenzgeschäfts. Laurèl könnte die Marke „Laurèl“ an einen Hersteller lizenzieren, der nicht bekleidungsaffine Waren, wie z.B. Parfüm und Sonnenbrillen, unter der Marke „Laurèl“ vertreibt.

## Unternehmensstruktur

Endurance seit 2009 beteiligt

Die Laurèl GmbH wurde 2002 durch Escada AG gegründet und 2003 an die PRIMERA AG, ein Tochterunternehmen von Escada, verkauft und übertragen. 2009 wurde die PRIMERA AG im Rahmen der Insolvenz der Escada an Endurance Capital AG verkauft.

Auch Management ist beteiligt

100% der Laurèl Anteile sind nun im Besitz der Endurance Fashion Group GmbH, die wiederum zu 70% der Endurance Industriebeteiligungen GmbH, und zu jeweils 15% den (Ex)-Geschäftsführern der Laurèl GmbH gehört (Dr. Kleinhenz ist am 15.08.2012 aus der Geschäftsführung ausgeschieden).

Selbständig zum Mai 2012

Mit Wirkung zum 1. Mai 2012 wurde Laurèl von der bisherigen Muttergesellschaft Primera GmbH & Co. KG herausgelöst und als eigenständiges Unternehmen unter der Gruppen Holding positioniert. Der Ergebnisabführungsvertrag zwischen Laurèl und Primera wurde zum 30.04.2012 gekündigt.

Mit der gesellschaftsrechtlichen Neuordnung ging auch eine nahezu vollständige strukturelle und organisatorische Selbständigkeit von Laurèl innerhalb der Gruppe einher. Zudem verfügt die Laurèl GmbH über einen eigenen Finanzierungsrahmen.

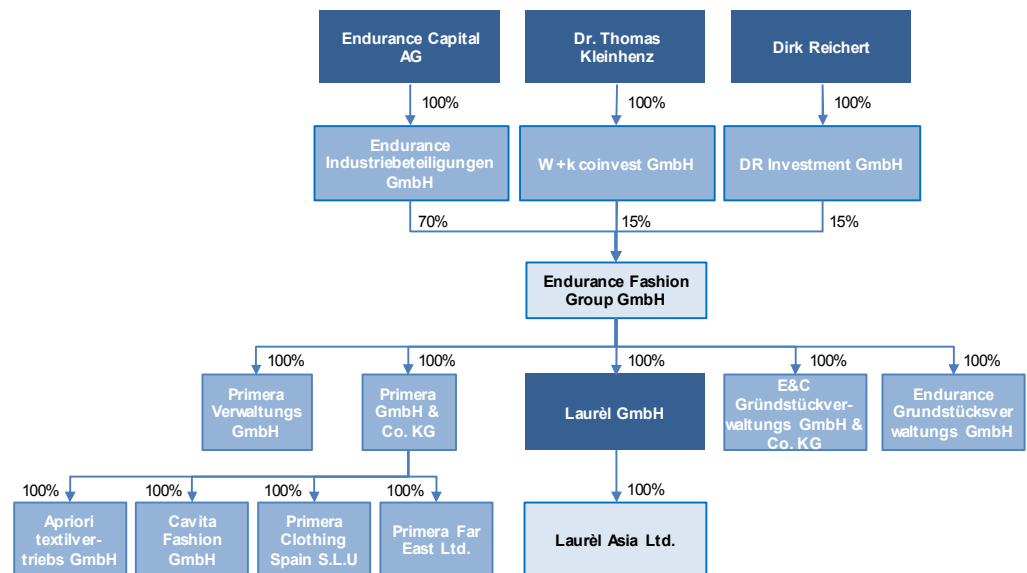
Wertberichtigung

Am 06.06.2013 meldete die Apriori Textilvertriebs GmbH wegen Zahlungsunfähigkeit Insolvenz an. Laurèl hat bereits eine Abschreibung durch Wertberichtigungen auf Altforderungen an Apriori aus der gemeinsamen Zeit unter dem Dach der Primera GmbH & Co KG bekanntgegeben. Die Abschreibung i.H.v. € 1,5 Mio. belastet das Ergebnis im Geschäftsjahr 2012/13, jedoch nicht die Liquidität von Laurèl.

Eigene Tochter in Asien noch nicht konsolidiert

Seit Juli 2011 hat Laurèl eine 100%ige Tochter, die Laurèl Asia Ltd., in Hong Kong, die bisher wegen ihrer überschaubaren Größe nicht in den Konzernabschluss einbezogen wurde.

## Organisationsstruktur



Quelle: Laurèl Wertpapierprospekt, Oktober 2012.

## Unternehmenszahlen – Laurèl GmbH

Finanzdaten für die Geschäftsjahre nicht vergleichbar	Aufgrund der seit 2010 durchgeführten Strukturänderungen (Erwerb des Retail-Geschäfts mit den Marken „apriori“ und „Laurèl“ zum 01.11.2010, Veräußerung des Retail-Geschäfts der Marke „apriori“ zum 31.10.2011, Herauslösung von Laurèl aus der Primera GmbH) sind die Finanzdaten für die einzelnen Geschäftsjahre nicht vergleichbar. Zudem waren die letzten verfügbaren Geschäftszahlen ein Rumpfgeschäftsjahr (vom 31.10.2010 bis zum 30.04.2012).
2010/11 Ergebnis durch „Apriori“ belastet	Der Gesamtumsatz im Geschäftsjahr 2010/11 enthält das Retailbusiness der Marke „Apriori“ in Höhe von € 6,9 Mio. Allerdings war „Apriori“ stark defizitär und belastete das EBITDA und EBIT deutlich mit negativen Werten von jeweils € -1,2 Mio. und € -1,3 Mio. Somit generierte Laurèl allein in den Geschäftsjahren 2009/10 sowie 2010/11 ein EBITDA von über € 4,0 Mio.
H1 2012/13 Umsatz	Im ersten Halbjahr 2012/13 konnte der Gesamtumsatz gegenüber dem Rumpfgeschäftsjahr 2011/12 (01.11.2011 bis 30.04.2012) um 3,4% auf € 17,7 Mio. gesteigert werden (inklusive der Asien-Aktivitäten auf 19,2%).
Planmäßiger Geschäftsverlauf, expansionsbedingte höhere Aufwendungen	Im 1. Halbjahr 2012/2013 verlief das Geschäft gemäß Aussage des Managements planungsgemäß. Aufgrund der Expansion stiegen die Personalkosten und sonstige betriebliche Aufwendungen (u.a. Beratung für neue Standorte) leicht. Laurèl erzielte im 1. Halbjahr 2012/13 ein EBITDA von € 1,2 Mio. und EBIT von € 0,8 Mio.
Rumpfgeschäftsjahr: € 1,2 Mio. Einmalertrag	Das Ergebnis im Rumpfgeschäftsjahr 2011/12 enthält einen Einmaleffekt aus einem Key Money für eine vorzeitige Räumung einer Shopfläche in München i.H.v. € 1,15 Mio. Bereinigt um diesen Betrag belaufen sich das EBITDA sowie EBIT im Rumpfgeschäftsjahr auf € 1,4 bzw. € 1,1 Mio.
Asia unter Plan	Das Tochterunternehmen, Laurèl Asia Ltd (Hong Kong) entwickelte sich zuletzt unter Plan und erzielte zwischen 01.05.2012 und 31.10.2012 einen Umsatz von € 1,5 Mio. und ein negatives EBIT von € -0,3 Mio. Laut Creditreform wies Laurèl Asia im Geschäftsjahr 2012/13 ein negatives Ergebnis aus.
Verlust für 2012/13 erwartet	Für das Geschäftsjahr 2012/13 erwartet das Unternehmen ein negatives Ergebnis: Bedingt durch die initiierten Maßnahmen für die geplante Expansion (z.B. Neueröffnungen von Shops, Personalmaßnahmen, Marketingaufwendungen und Beratungsprojekte) wird das Ergebnis von erhöhten Aufwendungen belastet. Die Geschäftseröffnungen in Wien und Amsterdam sind bereits erfolgt und drei weitere Neueröffnungen in Shanghai, Düsseldorf und Berlin sind für das Geschäftsjahr 2013/14 bereits fest eingeplant.
Transaktionen um EK	2010 / 11 erfolgte eine Eigenkapitalzuführung i.H.v. € 4,5 Mio., die die Eigenkapitalbasis des Unternehmens verstärkte. Das Jahresergebnis 2011/12 i.H.v. € 2,3 Mio. wurde an Primera GmbH & Co. KG abgeführt. Laurèl leistete zudem im Geschäftsjahr 2011/12 eine Ausschüttung des Gewinnvortrages i.H.v. € 1,9 Mio. an die Unternehmenseigner. Zum 31.10.2012 wies Laurèl ein bilanzielles Eigenkapital von € 12,5 Mio. aus.

## Verschuldung

Eigene FK-Rahmen	Seit der eigenständigen Positionierung im Mai 2012 verfügt Laurèl über einen eigenen Fremdfinanzierungsrahmen.  Seit März 2012 verfügt Laurèl über ein Rahmendarlehen von der DZ Bank über bis zu € 3 Mio. zur Finanzierung von Shop-Investitionen. Das Darlehen war zum 30.09.2012 nicht ausgenutzt. Daneben besteht ein weiterer Rahmendarlehensvertrag mit der DZ Bank über bis zu € 5 Mio. als Betriebsmittellinie. Diese Linie wurde zum 31.10.2012 i.H.v. € 3,6 Mio. ausgenutzt.
------------------	--

- Darlehen an defizitäre verbundene Unternehmen** Am 30.04.2012 gab Laurèl an ein verbundenes Unternehmen der PRIMERA AG ein Darlehen über € 2,2 Mio. aus, das zu einer Verzinsung von 3% p.a. bis auf Weiteres unbesichert gewährt wurde. Laurèl gab Wertberichtigungen über Forderungen an die Schwestergesellschaft Apriori (Insolvenzanmeldung im Juni 2013) i.H.v. € 1,5 Mio. im Geschäftsjahr 2012/13 bekannt. Dadurch dass das Darlehen über Entnahmen aus zukünftigen Jahresüberschüssen von Laurèl zurückgeführt werden soll, war die Wertberichtigung für Laurèl Cashflow-neutral<sup>27</sup>.
- Factoring gekündigt** Aufgrund der Saisonvorfinanzierung unterliegt Laurèl jährlich zwei Liquiditätsbelastungen. Mit einer seit Dezember 2009 bestehenden Factoring-Vereinbarung mit einem Rahmen von € 7,5 Mio. wurden diese Liquiditätspeaks abgemildert. Aufgrund der Betriebsmittellinie mit der DZ Bank sowie der verbesserten Liquiditätslage durch die Anleiheemission wurde die Factoring-Vereinbarung zum 31.12.2012 gekündigt.
- Off-Balance-Verbindlichkeiten aus Mietverträgen** Darüber hinaus bestehen Off-Balance-Verbindlichkeiten, vor allem aus Mietverträgen, i.H.v. € 6,5 Mio. per 30.04.2012.

<sup>27</sup> Quelle: Creditreform Ratingssummary, 09.08.2012.

## Anleihe 2013

**Anleihevolumen: € 20 Mio.**

Für die Realisierung des Wachstumsplans platzierte Laurèl im Oktober 2012 erfolgreich eine Unternehmensanleihe mit einem Volumen von € 20 Mio. im Entry Standard der Deutschen Börse.

**Ziel: Expansion**

Der Nettoemissionserlös i.H.v. € 19,0 Mio. wird für folgende Zwecke verwendet: Ausbau eigener Stores, Aufbau Lizenzgeschäft, Markteintritt in den USA, IT-Optimierung und ggf. Nutzung von bis zu 50% des Emissionserlöses für Akquisitionen.

**Ausschüttungssperre von 50% des Bilanzgewinns**

In den Anleihe-Bedingungen wurde eine Ausschüttungssperre i.H.v. 50% des Bilanzgewinns festgelegt.

**Erhöhter Zinsaufwand und Bilanzverlängerung**

Durch die Anleihe ist mit einer deutlichen Bilanzverlängerung und damit niedrigeren Eigenkapital-Quote zu rechnen. Ferner wird das Finanzergebnis jedes Jahr um zusätzlich € 1,4 Mio. belastet.

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call		YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis			
DE000A1 RE5T8	Laurèl GmbH	20	7,125	16.11.2017	BB	Nicht callable	92,8	8,85	785,5	Sr Un- secured	

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

## Sonstiges

**Managementwechsel**

Per 15. August 2012 ist Dr. Thomas Kleinhenz, der zugleich 15% der Geschäftsanteile hält, aus der Geschäftsführung der Laurèl GmbH ausgeschieden. Der zweite Geschäftsführer, Dirk Reichert, wurde alleiniger Geschäftsführer.

**Rating Downgrade**

Im Juni 2013 hat Creditreform das Rating von Laurèl von ursprünglich BBB- (Watch, April 2013) auf BB herabgestuft. Hintergrund des Downgrades war die deutliche Ergebnisverschlechterung ggü. Plan für das Geschäftsjahr 2012/13, ein negatives EBIT sowie Wertberichtigung auf Forderungen gegen verbundene Unternehmen im Zuge der Insolvenz von Apriori sowie höhere Zinsaufwendungen.

## Key Financials Laurèl GmbH (HGB, FY Ende: 30.04.)

	FY 2008/09 (31.10.2009)	FY 2009/10 (31.10.2010)	FY 2010/11 (31.10.2011)	FY 2011/12 (Rumpf-GJ, 01.11.2011- 30.04.2012) per	LTM Pro-Forma 31.10.2012)
<b>Zusammenfassung GUV (€ Mio.)</b>					
Umsatzerlöse	36,3	32,5	43,2	17,1	34,9
y-o-y		-10,5%	33,0%		
Rohertrag	16,0	16,4	22,5	9,3	18,9
Marge	46,7%	51,4%	52,3%	58,5%	53,3%
EBIT	0,7	2,3	2,2	1,1	2,0
Marge	2,0%	7,1%	5,1%	7,2%	5,6%
EBITDA	1,0	4,4	3,0	1,4	2,6
Marge	3,0%	13,8%	6,9%	8,9%	7,3%
EBITDAR	2,7	6,1	4,7	2,3	4,3
Marge	7,9%	19,0%	10,8%	14,2%	12,2%
<b>Zusammenfassung Cash Flow (€ Mio.)</b>					
FFO	0,9	3,1	2,9	1,0	0,7
Veränderung des Working Capitals	(0,4)	0,6	(0,1)	1,4	1,4
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>0,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
CAPEX	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>0,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
<b>Verschuldungsstruktur (€ Mio.)</b>					
Anleihen	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>23,6</b>
Zahlungsmittel und	0,1	0,7	2,4	0,6	20,1
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,6</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0,0	3,7	0,4	0,0	0,1
Off-Balance (u.a. Mietverträge)	2,8	2,8	7,4	6,5	6,5
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>2,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>6,5</b>	<b>30,2</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>10,2</b>
<i>Nachrichtlich</i>					
Forderungen ggü. verbunden Unternehmen	4,2	7,1	5,0	2,7	3,7
<b>Kennzahlen</b>					
FFO / Nettoverschuldung	-954,0%	-421,5%	-124,9%	-149,9%	19,3%
Adj. FFO / Adj. Nettoverschuldung	79,4%	64,3%	76,1%	27,4%	20,1%
Free Cash Flow / EBITDA	49,2%	80,1%	83,9%	152,3%	73,3%
Adj. Free Cash Flow / EBITDAR	64,3%	68,6%	80,1%	124,3%	75,0%
EBITDA Zinsdeckung	6,6x	99,8x	45,6x	61,8x	1,8x
EBITDAR adj. Zinsdeckung	4,5x	12,4x	9,1x	10,4x	2,4x
Gesamtverschuldung / EBITDA	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	9,1x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	1,0x	1,1x	1,7x	2,9x	7,0x
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,1x	-0,2x	-0,8x	-0,5x	1,4x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	1,0x	1,0x	1,2x	2,6x	2,3x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	56,0%
Eigenkapital-Quote	70,4%	54,4%	72,6%	69,0%	26,1%

Anmerkung: Da Laurèl bis 30.04.2012 durch die Gruppenfinanzierung der PRIMERA AG abgedeckt wurde, wies das Unternehmen keine Bankverbindlichkeiten aus. Erst seit März 2012 ist das Unternehmen eigenständig finanziert.

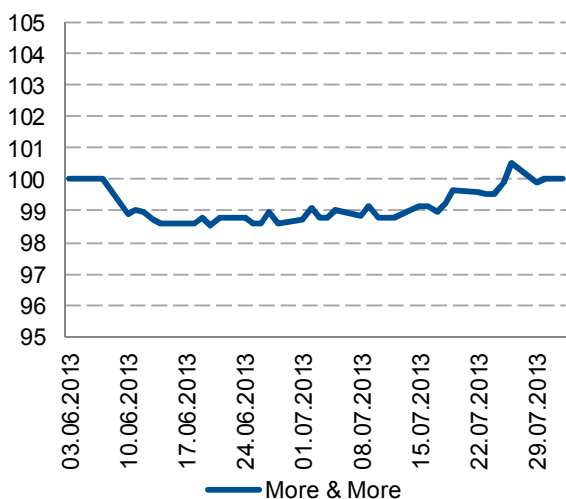
Die Kennzahlen LTM werden auf Pro-Forma Basis zwischen 01.11.2011 und 31.10.2012 erstellt. Dies entspricht einem EBITDA von € 2,6 Mio., Gesamtverschuldung von € 23,6 Mio., Nettoverschuldung von € 3,6 Mio. (Annahme: die Emissionserlöse abzüglich Emissionskosten von € 1 Mio. bleibt als Kasse im Unternehmen). Die Bilanzsumme erhöht sich um € 20 Mio.

Quellen: Laurèl Geschäftsabschlüsse, IKB Analyse.

# More & More

## Credit Summary: Turnaround geschafft - zurück zu alten Erfolgen

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	43,3	45,2
EBIT	-1,6	1,6
EBITDA	-1,1	2,2
EBITDA Zinsdeckung	-1,8x	3,4x
FFO / Nettoverschuldung	6,6%	-10,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	-4,7x	4,9x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / Bilanzsumme	25,5%	53,5%
Eigenkapitalquote	-22,7%	3,6%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	4,8%	9,6%

FY Ende: 31.12.

Quellen: More & More AG, IKB Analyse.

### Termine

September 2013	Halbjahresbericht 2013
11.12.2013	Zinszahlung
16.11.2013	1. Folgerating
11.05.2014	Zinszahlung
Juni 2014	Jahresabschluss 2013

- Zwischen 2004 und 2007 war die Ertragskraft von More & More stabil und profitabel mit Umsätzen von über € 60 Mio. und einem EBITDA zwischen € 4,0 Mio. und € 6,4 Mio. p.a.
- Aufgrund der Wirtschaftskrise und einer fehlgeschlagenen Veränderung der Kollektionspositionierung rutschte das Unternehmen 2008 in die Verlustzone. Aufgrund der aufgelaufenen Verluste wies das Unternehmen zwischen 2009 und 2011 ein negatives Eigenkapital aus.
- Im Jahr 2012 konnte das Unternehmen dank konsequenter Umstrukturierung und Konstanz der Kollektionen erstmalig wieder Gewinn erwirtschaften.
- In Folge der angespannten Finanzierungssituation kann das Unternehmen Maßnahmen zur operativen Verbesserung (z.B. auf der Beschaffungsseite) nur begrenzt durchführen.
- Der Alleingesellschafter hat durch seinen Forderungsverzicht dazu beigetragen, dass das Eigenkapital wieder positiv wurde.
- Die im Juni 2013 platzierte Anleihe konnte zwar das angestrebte Volumen von bis € 13 Mio. nicht erreichen, dennoch dienen die eingeworbenen € 8 Mio. an Mitteln zur Refinanzierung von Bankkrediten sowie der Reduzierung des Working Capitals (z.B. Realisierung von Skontoerträgen und bessere Rohermargen).
- Das Unternehmen zielt auf die Erreichung des alten Umsatzniveaus bis 2018. Dabei hat ein profitables Wachstum mit Steigerung der Rentabilität höchste Priorität.

## Unternehmensprofil

### Inhabergeführtes Modeunternehmen

Die 1982 durch Karl-Heinz Mohr gegründete More & More AG („More & More“) mit Sitz in Sarnberg, ist ein inhabergeführtes Modeunternehmen, das Damenoberbekleidung (DOB) und Accessoires im mittleren Preissegment entwirft und in Deutschland und weiteren 20 Ländern vertreibt.

### Vertrieb: Multichannel-Strategie

Die Produkte werden über eine Multichannel-Strategie vermarktet. Mit 33 eigenen Stores und 6 Outlets ist More & More nahezu im gesamten Bundesgebiet aktiv, wobei der Schwerpunkt auf der Stammregion Bayern liegt. Die Stores befinden sich in Innenstadtlagen oder attraktiven Einkaufszentren. Alle Stores werden gemietet. Die einzelnen Stores werden als Profit-Center geführt. Grundsätzlich steht dabei aber die Profitabilität im Vordergrund. Einzelne unprofitable Standorte werden geschlossen.

Der 2007 gestartete Online-Shop ist eine wichtige Verkaufsschiene mit einem Umsatz von € 2,1 Mio. in 2012 (4,6% des Gesamtumsatzes).

Der Vertrieb über die eigenen Retail-Kanäle generiert etwa 45% der Gesamtumsätze. Das Management plant diesen Anteil durch gezielte Eröffnung weiterer Stores in attraktiven Lagen zu steigern.

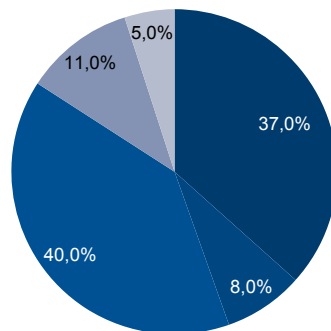
### Großhandel

Das Großhandels-Geschäft umfasst über 530 Verkaufsflächen (PoS) (etwa 250 Shop in-Shop, 230 Multilabel Retailer, i.e. div. Boutiquen und kleinere Fachhändler) sowie 5 Storepartner (More & More Marken Stores, die von Dritten auf Franching Basis betrieben werden).

Zu den Kunden im Großhandels-Bereich gehören Wöhrl, Appelrath & Cüpper, P&C und Ludwig Beck. Das Großhandels-Segment ist für etwa 50% der gesamten Umsätze verantwortlich. Im Großhandel konnte More & More im Jahr 2012 ein Wachstum von ca. 12% gegenüber dem Vorjahr erzielen.

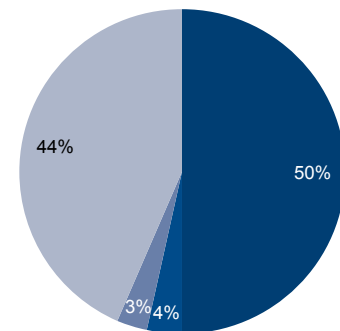
Neben den Aktivitäten im Inland, exportiert More & More auch in mehr als 20 Länder, wobei neben der Schweiz, Österreich und den Niederlanden, die Länder in Osteuropa und Skandinavien zu den Hauptabsatzmärkten zählen. Die Exportquote beträgt etwa 12% der Gesamtumsätze (etwa 22% der Umsätze im Großhandel).

**Umsatz nach Vertriebswegen**



- Eigene Geschäfte
- Outletstores
- Großhandel Deutschland
- Großhandel International
- Online

**Umsatz nach Absatzregionen**

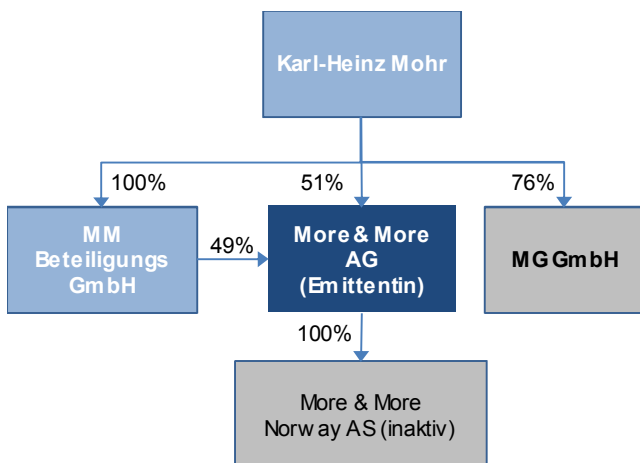


- Deutschland
- Österreich
- GUS-Staaten
- Sonstige

Quellen: More & More Wertpapierprospekt, Mai 2013, Creditreform Rating Summary, 08.05.2013.

<b>Produktion auf Vollkauf Basis</b>	Die angebotenen Kollektionen, welche im mittleren Preissegment positioniert sind und in der DOB alle wesentlichen Produktgruppen umfassen, werden von More & More selbst entworfen und dann von langjährigen Partnerunternehmen auf Basis von Vollkauf hergestellt. Vollkauf bedeutet, dass die Lieferanten die Stoffe und Zutaten kaufen und bevorraten, die Waren produzieren und für die Qualitätskontrolle vor Ort verantwortlich sind. More & More dagegen gibt die Spezifikationen des Designs vor und übernimmt die komplette Lager- und Lieferlogistik. Letztere ist ausgelagert, was die Kostenstruktur effizienter und flexibler macht.
<b>Zwölf Monatskollektionen</b>	More & More bietet zwölf Monatskollektionen und mehrere Speed- / Bestseller- / Spezial- oder Kalkulationsprogramme im Jahr an. In 2012 kaufte More & More bei knapp 100 Lieferanten ein, wobei 80% des Einkaufsvolumens auf rund 30 Lieferanten entfielen. Die Lieferanten befinden sich hauptsächlich in der Türkei (60%) und China.  Für Schuhe und Herrenoberbekleidung werden Lizenzen an Dritte vergeben.
<b>Zielkunden</b>	Zielkunde von More & More ist die „Modern Woman“, die stil- und qualitätsbewusste moderne Frau zwischen 25 und 45 Jahren. Motto des Designteams ist dabei „attitude not age“. Die Kollektionen sind positioniert zwischen den Stilrichtungen „klassisch“ und „trendy“. Das Unternehmen verfügt über einen Pool von 40.000 Kundenkartenbesitzerinnen.
<b>Wettbewerber</b>	More & More sieht sich im wettbewerbsintensiven DOB-Markt im mittleren Preissegment positioniert. Nach eigenen Einschätzungen zählen Comma, S. Oliver Selection, Esprit und Mexx zu den größten Wettbewerbern, die sich mit ihren Verkaufsflächen häufig in unmittelbarer Nähe zu More & More Standorten befinden.  Als Stärken sieht das Unternehmen vor allem seine modernen Kollektionen, Flexibilität, hohe Verlässlichkeit (Konstanz in der Kollektion) und schnelle Reaktionsfähigkeit auf veränderte Kundenanforderungen. Nach eigener Einschätzung beträgt der Bekanntheitsgrad von More & More ca. 40%.

## Unternehmensstruktur



Quelle: More & More Wertpapierprospekt, Mai 2013.

- Alleiniger Vorstand und Gesellschafter des Unternehmens ist Karl-Heinz Mohr, der 51% der Anteile direkt und 49% über die reine Holdinggesellschaft MM Beteiligungs GmbH hält.
- Die MM Beteiligungs GmbH hält Rechte in Verbindung mit der Nutzung der Marke More & More, wobei die Rechte an der Marke More & More beim Unternehmen selber liegen.
- More & More AG hat 2003 zahlreiche Marken an die MM Beteiligungs GmbH übertragen. Sie ist auch berechtigt, die Marken der MM Beteiligungs GmbH zu benutzen und Lizenzverträge mit Dritten abzuschließen. Für die Lizenzierung der Marken schuldet More & More AG der MM Beteiligungs GmbH Lizenzgebühren.
- More & More AG hat der MM Beteiligungs GmbH bis zum 31.12.2013 ein unbesichertes Darlehen i.H.v. € 2,0 Mio. gewährt, was mit 6% p.a. verzinst ist. Daneben besteht noch ein Darlehen über € 1,0 Mio. von der More & More AG an die MG GmbH mit einem Zinssatz von 6,5% p.a., das durch eine Patronatserklärung von Herrn Mohr gesichert ist.

## Unternehmensstrategie

Ziel: Zurück zum Vorkrisenniveau

Strategisches Ziel des Unternehmens ist es nun in den relevanten Absatzmärkten („Modern Women“) eine führende Position zu erlangen, um die Umsätze wieder auf das Vorkrisenniveau (ca. € 68 Mio.) zurückzubringen und den Bekanntheitsgrad der Marke mittelfristig zu steigern.

Bisher beträgt der Marktanteil von More & More nach eigenen Schätzungen lediglich 5%, wobei das Management noch großes Potential sieht. Gleichzeitig sollen die Umsätze und die Ertragskraft gesteigert werden. Die Gruppe zielt auf einen Umsatz von € 68 Mio. und ein EBITDA von € 6,85 Mio. bis 2018 (Marge: 10%). Wachstumspotentiale sieht das Unternehmen insbesondere im Großhandel und im E-Commerce. Demgegenüber sollen die Einzelhandelsaktivitäten nur moderat ausgebaut werden.

Um diese Ziele zu erreichen setzt das Management auf fünf Maßnahmen:

- 1) Stärkeres Wachstum im Großhandel durch Gewinnung neuer Einzelhandelskunden. Insgesamt sollen bis 2018 etwa 250 neue Kunden zu den bestehenden etwa 500 hinzukommen. Das Management plant eine Segmentumsatzsteigerung von aktuell € 22,7 Mio. auf € 35,4 Mio. in 2018.
- 2) Selektives Wachstum im Einzelhandel, wobei bis 2015 bis zu 8 Neueröffnungen und bis zu vier Eröffnungen von neuen Outlets erfolgen sollen.
- 3) Starkes Wachstum der E-Commerce Aktivitäten (eigener Webshop + Vertrieb über Plattformen wie Amazon und Zalando). Die E-Commerce Umsätze sollen von € 2,1 Mio. in 2012 auf € 7,75 Mio. in 2018 gesteigert werden.
- 4) Erweiterung des Lizenzgeschäfts.
- 5) Stärkeres Marketing mit erhöhtem Marketingbudget (aktuell 2,2% vom Umsatz; bis 2018: 2,6% vom Umsatz).

## Unternehmenszahlen

Unternehmenserfolg vor 2008

More & More war vor der Unternehmenskrise größer und profitabler. Zwischen 2004 und 2007 erzielte das Unternehmen einen Gesamtumsatz von über € 64 Mio. und EBITDA zwischen € 4,0 und € 6,4 Mio. pro Jahr. Im Geschäftsjahr 2008 erlitt der Umsatz aufgrund der allgemeinen Wirtschaftskrise sowie einer nicht erfolgreichen Re-Positionierung der Marke bzw. einer fehlgeschlagenen Kollektionsänderung (Trading up), einen starken Einbruch von 17%. Die Kostenstruktur konnte nicht sofort den stark gesunkenen Umsätzen angepasst werden, so dass das Unternehmen in den vier aufeinander folgenden Geschäftsjahren zwischen 2008 und 2011 negative EBITDA generierte.

Das Eigenkapital wurde aufgezehrt und betrug zum 31.3.2011 € -3,8 Mio.

Zurückgewinnung von Kunden und Steigerung der Großhandelsumsätze

Im Geschäftsjahr 2012, schaffte das Unternehmen, mit einer bewährten Kollektionsausrichtung, Vertrauen und Budgets bei bestehenden und neuen Großhandelskunden und Kunden zurückzugewinnen. Der Großhandelsumsatz stieg im Vergleich zum Vorjahr um 12% und trug wesentlich zum Turnaround bei, während der Umsatz im Einzelhandel im Vergleich zum Vorjahr flächenbereinigt ähnlich wie die Gesamtbranche um 3,9% zurückging.

**Verbesserungspotentiale im Rohertrag**

Insgesamt konnte das Unternehmen im Geschäftsjahr 2012 mit 375 Mitarbeitern (davon 211 festen Angestellten) seine Gesamtumsätze um 4,4% auf € 45,2 Mio. steigern. Die Rohertragsquote konnte im Zuge einer effizienteren Beschaffung etwas gesteigert werden (2011: 53,8%; 2012: 54,4%). Hierbei ist anzumerken, dass das Unternehmen aufgrund des engen Finanzierungsspielraums keine Lieferantenskonti ausschöpfen konnte. Bei verbesserter Finanzierungssituation wäre in den nächsten zwei Jahren eine Verbesserung des Rohertrags um bis zu € 0,5 Mio. p.a. möglich.<sup>28</sup>

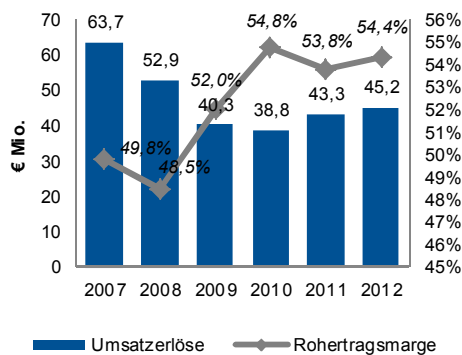
Durch den im GJ 2011/12 vollzogenen Wechsel des Logistikdienstleisters erwartet das Unternehmen Kostenvorteile.

**Operativer Turnaround**

Nach einem negativen EBIT und EBITDA in 2011 (€ -1,6 Mio. bzw. € -1,1 Mio.) konnte in 2012 wieder ein positives EBIT sowie EBITDA erzielt werden (€ 1,6 Mio. bzw. € 2,2 Mio.). Diese EBIT- sowie EBITDA-Werte enthalten jedoch einmalige Effekte i.H.v. € 0,9 Mio. aus dem Verkauf eines Lizenzvertrages (Eyewear) an die MM Beteiligungs GmbH. Ohne diese Effekte würde das EBITDA sowie EBIT € 1,3 Mio. bzw. € 0,7 Mio. betragen.

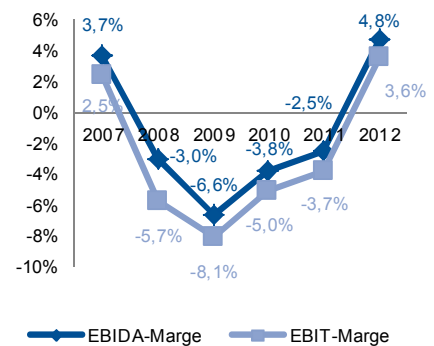
Der bereits in 2011 wieder leicht positiv ausgefallene operative Cash Flow stieg ebenfalls an und erreichte € 0,3 Mio. Aufgrund der erhöhten Investitionen in das Anlagevermögen, verblieb der Free Cash Flow jedoch nahezu auf dem Vorjahresniveau.

**Umsatz und Rohertragsmargen**



Quellen: More & More, IKB Analyse.

**EBTDA- und EBIT-Marge**



Quellen: More & More, IKB Analyse.

**Positiver Jahresüberschuss, beeinflusst durch Forderungsverzicht des Gesellschafters**

Nach einem Jahresüberschuss von € 0,1 Mio. in 2011 fiel der Jahresüberschuss in 2012 mit € 4,5 Mio. deutlich höher aus. Der starke Anstieg ist zu einem großen Teil auf einmalige und außerordentliche Erträge aus dem Verzicht des Hauptaktionärs auf ein nachrangiges Darlehen in Höhe von € 3,3 Mio. (nach € 1,5 Mio. Forderungsverzicht in 2011) zurückzuführen.

**Aussicht 2012/13**

Der Vorstand erwartet bei normalen Marktbedingungen einen im Vergleich zum 2011/12 höheren Umsatz und ein verbessertes Jahresergebnis.

<sup>28</sup> Creditreform, Rating Summary, 08.05.2012.

## Verschuldung

### Barkreditlinien im vollem Umfang genutzt

More & More AG finanziert sich hauptsächlich über Barkreditlinien von drei Banken, denen im Gegenzug erstrangige Sicherheiten gewährt wurden. Dies soll sich durch die Anleiheemission ändern. Das Unternehmen strebt eine Umfinanzierung der Ende Januar 2014 auslaufenden Kreditlinien an.

Gemäß Creditreform belaufen sich die Barkreditlinien auf insgesamt € 5,5 Mio. (Laufzeit: 31.01.2014), welche zum Zeitpunkt des Ratings vollständig in Anspruch genommen wurden. Zusätzlich wurden zum Ausgleich der negativen Cash Flows in den ersten beiden Monaten des Jahres 2013 Saisonfinanzierungen abgeschlossen, die eine kurzfristige Überziehung der Linien erlauben.

### Factoring

Darüber hinaus hat das Unternehmen in 2006 mit der Eurofactor AG einen Factoringvertrag über € 5,0 Mio. abgeschlossen.

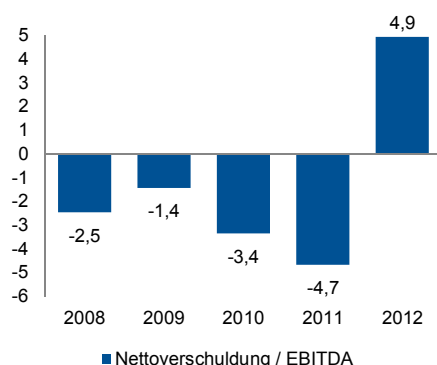
### Darlehen vom Dritten

Daneben bestehen seit 2012 Darlehen vom früheren Logistikdienstleister der More & More AG in Höhe von jeweils € 2,0 Mio. und € 0,5 Mio., die jeweils mit 6% pro Jahr verzinst und Ende 2013 bzw. Anfang 2014 fällig werden.

### Beitrag vom Gesellschafter: Forderungsverzicht mit Besserungsschein

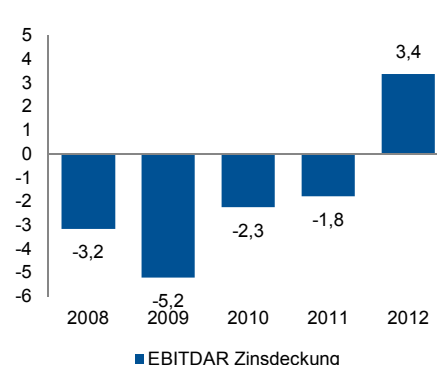
Der Aktionär Herr Mohr hat dem Unternehmen unbesicherte und mit einem Rangrücktritt versehene Darlehen i.H.v. € 4,8 Mio. gewährt. Im Geschäftsjahr 2012 hat er – nach einem Teilforderungsverzicht über € 1,5 Mio. in 2011 – weitere Forderungsverzichte mit Besserungsscheinen i.H.v. € 3,3 Mio. erklärt. Dieser Forderungsverzicht steht unter der auflösenden Bedingung, dass das Unternehmen durch eine verbesserte Ertragslage oder durch die Zuführung zusätzlicher Mittel eine Eigenkapital-Quote von mindestens 20% erreicht.

**Nettoverschuldung / EBITDA**



Quellen: More & More, IKB Analyse.

**EBITDA Zinsdeckung**



Quellen: More & More, IKB Analyse.

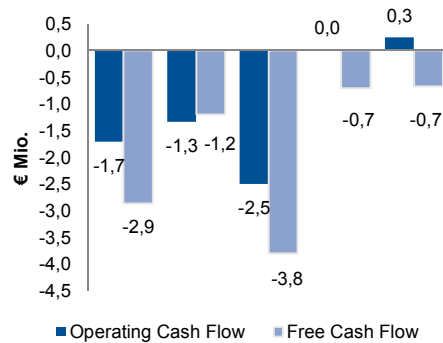
### Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten

Neben der in der Bilanz aufgeführten Verschuldung hat das Unternehmen außerbilanzielle Verbindlichkeiten aus Miet- und Leasingverträgen in Höhe von € 30,2 Mio.; davon werden € 5,8 Mio. in 2013 fällig.

### EK-Quote

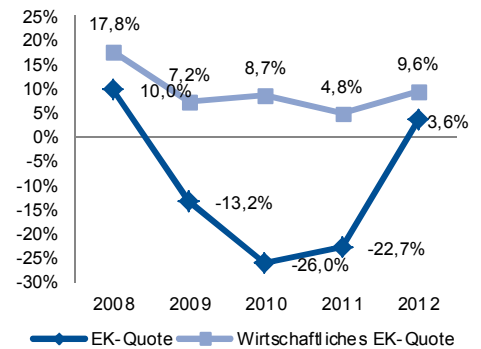
Das positive Jahresergebnis in 2012, welches hauptsächlich auf den Forderungsverzicht des Gesellschafters zurückgeführt werden kann, bewirkt eine Wiederherstellung eines positiven bilanziellen Eigenkapitals i.H.v. € 0,7 Mio. (€ 3,7 Mio. Fehlbetrag im Vorjahr).

### Cash Flow



Quellen: More & More, IKB Analyse.

### Eigenkapital-Quote<sup>29</sup>



Quellen: More & More, IKB Analyse.

## Anleihe

### Emission

Im Juni hat die More & More AG eine mit 8,125% verzinste 5-jährige Anleihe über € 8 Mio. begeben. Anfänglich war geplant bis zu € 13 Mio. zu platzieren. Trotz des geringeren Emissionserlöses war der Gesellschafter Karl-Heinz Mohr jedoch mit der Platzierung zufrieden, da hierdurch die wichtigsten nächsten Schritte wie geplant umgesetzt werden können.

### Verwendung des Emissionserlöses

Der Emissionserlös wird zum überwiegenden Teil zur Refinanzierung bestehender Finanzverbindlichkeiten genutzt. Der darüber hinausgehende Erlös soll zur Rückführung von Lieferantenverbindlichkeiten und zur Optimierung der Einkaufskonditionen durch Skonti-Nutzung verwendet werden. Gemäß Aussage von Herrn. Mohr könnte man aus der Ausnutzung der Skonti die Zinszahlungen leisten.<sup>30</sup>

### Ausschüttungssperre

Die Anleihebedingungen erlauben keine Ausschüttung an Aktionäre, solange die Eigenmittelquote (EK + nachrangiges Genussrecht und Darlehen) nach der Ausschüttung 20% unterschreitet.

## Übersicht der Anleihe

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis				
DE000A1TND44	MORE & MORE AG	8	8,125	11.06.2018	B+	11.06.2016	102,5	100	8,03	692,5	Sr Unsecured	

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

<sup>29</sup> Wirtschaftliches Eigenkapital = Eigenkapital nach Bilanz + Gesellschafterdarlehen.

<sup>30</sup> Bond Guide, Interview mit Karl-Heinz Mohr, 30.05.2013.

## Key Financials More & More GmbH (HGB, FY-Ende: 31.12.)

Zusammenfassung GUV (€ Mio.)	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012(Pro-Forma) <sup>(a)</sup>	FY2012
Umsatzerlöse	52,9	40,3	38,8	43,3	45,2	45,2
y-o-y	-17,0%	-23,8%	-3,5%	11,5%	4,4%	
Rohertrag	25,6	20,9	21,3	23,3	24,6	24,6
Marge	48,5%	52,0%	54,8%	53,8%	54,4%	54,4%
EBIT	-3,0	-3,3	-2,0	-1,6	1,6	1,6
Marge	-5,7%	-8,1%	-5,0%	-3,7%	3,6%	3,6%
EBITDA	-1,6	-2,7	-1,5	-1,1	2,2	2,2
Marge	-3,0%	-6,6%	-3,8%	-2,5%	4,8%	4,8%
EBITDAR <sup>(b)</sup>	5,3	4,0	4,2	5,1	8,3	8,3
Marge	10,0%	9,9%	10,7%	11,8%	18,3%	18,3%
<b>Zusammenfassung Cash Flow (€ Mio.)</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,8%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,3%</b>
FFO	(1,6)	(2,9)	(1,7)	0,3	(1,1)	(1,1)
Veränderung des Working Capitals	(0,1)	1,5	(0,8)	(0,3)	1,4	1,4
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
CAPEX	(1,2)	0,1	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,9)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,7)</b>
<b>Verschuldungsstruktur (€ Mio.)</b>						
Anleihen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	3,9	3,7	4,4	4,5	5,3	0,0
Verbindlichkeiten aus Wechsel	0,1	0,2	0,5	0,6	2,9	2,9
Sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten					2,5	0,5
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>
Zahlungsmittel	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>
Gesellschafterdarlehen	1,0	2,3	5,1	4,5	1,2	1,2
Operating Lease <sup>(c)</sup>	24,4	16,6	23,5	25,2	25,4	25,4
Pensionsrückstellungen	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>30,0</b>	<b>23,4</b>	<b>34,2</b>	<b>35,6</b>	<b>38,1</b>	<b>38,8</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>29,9</b>	<b>23,4</b>	<b>34,2</b>	<b>35,5</b>	<b>38,0</b>	<b>38,5</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung	-41,5%	-75,3%	-34,5%	6,6%	-10,7%	-10,3%
Adj. FFO <sup>(d)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	12,7%	11,8%	7,4%	14,1%	9,1%	8,9%
Adj. Free Cash Flow <sup>(d)</sup> / EBITDAR	48,2%	111,7%	10,1%	77,7%	47,4%	47,3%
EBITDA Zinsdeckung	-3,2x	-5,2x	-2,3x	-1,8x	3,4x	3,3x
EBITDAR / Adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	2,7x	2,6x	2,0x	2,4x	3,8x	3,8x
Gesamtverschuldung / EBITDA	-2,6x	-1,5x	-3,4x	-4,7x	5,0x	5,3x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	5,7x	5,9x	8,2x	7,0x	4,6x	4,7x
Nettoverschuldung / EBITDA	-2,5x	-1,4x	-3,4x	-4,7x	4,9x	5,1x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	5,6x	5,9x	8,2x	7,0x	4,6x	4,7x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	31,8%	29,9%	27,0%	25,5%	53,5%	57,0%
EK Quote	10,0%	-13,2%	-26,0%	-22,7%	3,6%	3,6%
Wirtschaftliches EK-Quote <sup>(e)</sup>	17,8%	7,2%	8,7%	4,8%	9,6%	9,6%

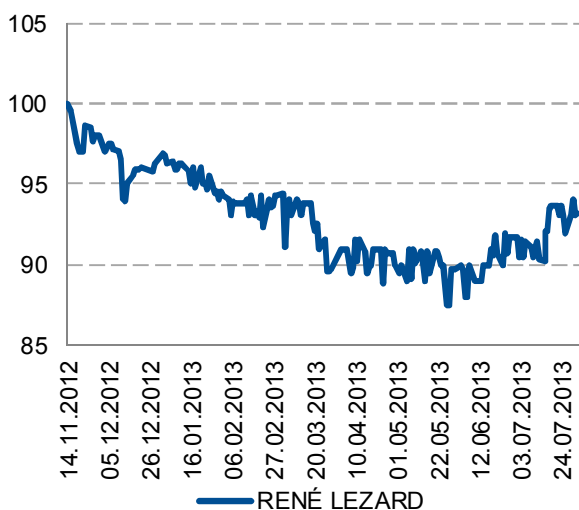
- (a) IKB Pro-Forma Berechnung. Nach der Anleiheplatzierung im Juni 2013 würde die Finanzierung des Unternehmens neu aufgestellt. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach IKB Schätzung bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen wie 2012
- (b) EBITDA + Aufwendungen für Operating Leases / Miete .
- (c) IKB Berechnung auf NPV Basis. Annahmen: Zinssatz: 6,0%, gleiche Leasingzahlungen fällig zwischen 2 und 5 Jahren.
- (d) Angepasst um Operating Leases.
- (e) Eigenkapital + nachrangiges Gesellschafterdarlehen.

Quellen: More & More Jahresabschlüsse, IKB Analyse.

# RENÉ LEZARD

## Credit Summary – ist der nachhaltige Turnaround geschafft?

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	48,9	51,9
EBIT	-1,0	1,8
EBITDA	0,5	3,3
EBITDA Zinsdeckung	0,3x	2,0x
FFO / Nettoverschuldung	-10,5%	9,9%
Nettoverschuldung / EBITDA	31,0x	3,7x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	52,9%	43,1%
Eigenkapitalquote	14,4%	14,8%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	29,8%	34,7%

FY Ende: 31.03.

Quellen: RENÉ LEZARD, IKB Analyse.

### Termine

30.09.2013	Jahresabschluss 2012/2013
31.10.2013	1. Folgerating
26.11.2013	1. Zinszahlung
16.12.2013	Jahresabschluss 2013 / 2014

- Nach 3 aufeinander folgenden Verlustjahren und einem umfassenden Restrukturierungsprogramm konnte RENÉ LEZARD im Geschäftsjahr 2011/12 wieder einen leichten Gewinn verbuchen.
- Im Geschäftsjahr 2011/12 (GJ-Ende: 31.03.) generierte das Unternehmen einen deutlich geringeren Umsatz, dafür aber höhere Margen durch ein verbessertes Kollektions-Management. Dennoch ist die im GJ 2011/12 erzielte EBITDA-Marge von 6,3% noch unter dem Durchschnitt unserer Peer-Gruppe. Im H1 2012/13 konnte die EBITDA-Marge auf 8,0% erhöht werden.
- Somit scheint sich das Unternehmen auf gutem Wege zu befinden, nachhaltig in die Gewinnzone zurückzukehren.
- Die vom Unternehmen verfolgte Wachstumsstrategie (u.a. Eröffnung neuer Stores und Factory Outlet Centers) sind mit erhöhten Fixkosten und einem größerem Finanzierungsbedarf verbunden.
- Die im November 2012 platzierte Anleihe schafft dem Unternehmen die notwendige finanzielle Flexibilität und eine langfristige Finanzierungsbasis für die anvisierten Wachstumspläne.
- Aufgrund der in der Vergangenheit angefallenen Verluste ist die Eigenkapitalausstattung noch niedrig (15,3% per 30.09.2012). Durch Rangrücktritt des Gesellschafterdarlehens gegenüber Anleihegläubigern wird das Gesellschafterdarlehen als Wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet.

## Unternehmensprofil

### Übersicht

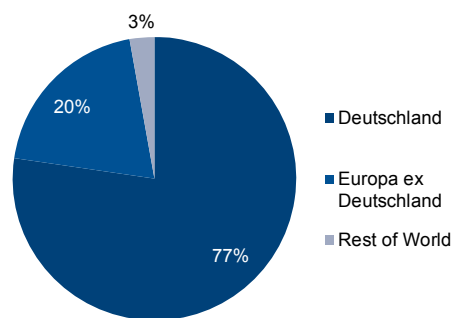
Die RENÉ LEZARD Mode GmbH, gegründet 1978 in Schwarzach, produziert und vertreibt modische Textilien und Waren, insbesondere Bekleidung und Accessoires unter der Marke „RENÉ LEZARD“. Die Produkte sind als Premiumtextilien im hochpreisigen Segment angesiedelt.

### Sortiment, Marke und Zielgruppe

Damenoberbekleidung (60%) und Herrenbekleidung (37%) bilden das Kerngeschäft, welches durch Accessoires und Lizenzprodukte (3%) ergänzt wird.

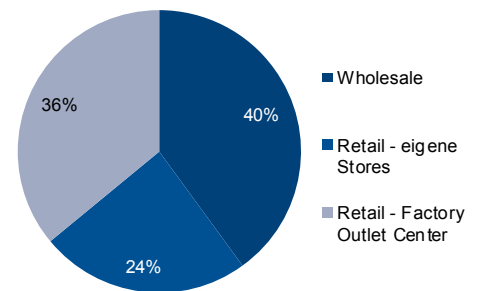
Die exklusive Modemarke RENÉ LEZARD (Bekanntheitsgrad in Deutschland 20,6%<sup>31</sup>) steht für Qualität, Gelassenheit, Lebenslust und (eher klassisches) Stilbewusstsein. Dieses Profil wird seit 2009 wieder aktiv geschärft. Zielgruppe sind dabei Personen mit hohem Einkommen und Bildungsgrad im Alter von 35-50 Jahren.

Umsatz nach Regionen



Quelle: RENÉ LEZARD, IKB Analyse.

Umsatz nach Vertriebswegen



Quelle: RENÉ LEZARD, IKB Analyse.

### Herstellung und Vertriebskanäle

Das Unternehmen entwirft seine Kollektionen und kauft die Rohwaren selbst ein. Die Fertigung der Waren erfolgt zum großen Teil über langjährige Partner. Ein geringer Teil der Produkte wird am eigenen Produktionsstandort in Slowenien gefertigt. Der Vertrieb erfolgt über Wholesale sowie in eigenen Stores und Factory Outlet Centers (FOC). Darüber hinaus beabsichtigt das Unternehmen den Ausbau des Onlinevertriebs. Derzeit betreibt RENÉ LEZARD 13 eigene Geschäfte und 12 FOCs. Dabei hat RENÉ LEZARD Zugriff auf sämtliche Elemente der Wertschöpfungskette.

### Vertriebsregionen

Deutschland bleibt der wichtigste Markt mit einem Umsatzanteil von 77% im Geschäftsjahr 2011/12. Neben eigenen Tochtergesellschaften in den Niederlanden, Österreich und Slowenien, ist das Unternehmen u.a. in Russland, der Schweiz, Dänemark, Italien, Großbritannien, Frankreich und den USA vertreten.

<sup>31</sup> Umfrageergebnis bei ca. 43 Mio. Bürgern. Quelle: RENÉ LEZARD H1 Bericht 2012/13.

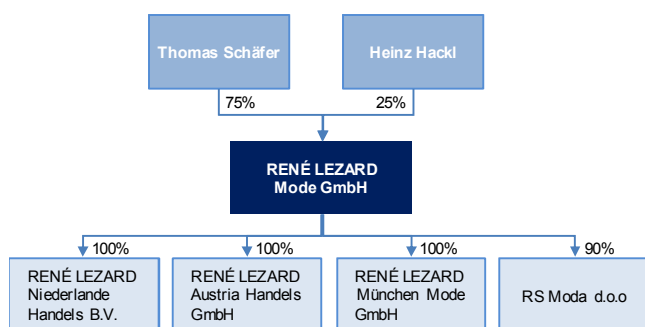
## Masterplan für die Restrukturierung

Nach starken Umsatzrückgängen in 2008, welche auf das konjunkturelle Umfeld, eine unklare Design- und Markenpositionierung sowie negative Auswirkungen durch die Insolvenz der Mitgesellschafter Mariella Burani Fashion Group zurückzuführen waren, wurde der Restrukturierungsbedarf erkannt und ein differenzierter Masterplan entwickelt. Dieser beinhaltet ein dreistufiges Konzept:

1. Stabilisierung bis Mitte 2009 (Restrukturierungsphase mit Fokus auf Kosteneinsparungen und Prozessoptimierung, Beginn des Marken-Relaunches und Kollektionserneuerung)
2. Wachstumsphase I (als Vorbereitung für Wachstumsphase II, Ausbau der Distribution und Markenstärken)
3. Wachstumsphase II (ab 2015, Ausbau der Lizenzen und Kollektionen)

Nach erfolgreichem Abschluss der Stabilisierungsphase befindet sich das Unternehmen nun in der Wachstumsphase I, deren Erfolg durch den operativen Turnaround im Geschäftsjahr 2011/2012 unterstrichen wurde.

## Unternehmensstruktur



Quelle: René Lezard Wertpapierprospekt.

- Mariella Burani Fashion Group, die über die Tochtergesellschaft Design & Licenses S.p.A. 50% der Anteile an der RENÉ LEZARD Mode GmbH hielt, wurde im August 2010 insolvent. Im vierten Quartal 2012 stockte Thomas Schaefer (Gründer und Managing Partner) seine Beteiligung von 50% auf 75% auf und Heinz Hackl (CEO) erwarb 25% der Anteile im Rahmen eines MBOs.
- Im Zuge der Übernahme der Anteile von Design & Licenses S.p.A. erwarb Thomas Schaefer Gesellschafterdarlehen in Höhe von etwa € 3,5 Mio. von dem ehemaligen Mitgesellschafter und verpflichtete sich, diese Darlehen und die aufgelaufenen Zinsen während der Anleihelaufzeit in der Gesellschaft zu belassen.
- Die RENÉ LEZARD Mode GmbH hat jeweils eine Tochtergesellschaft in Österreich (100%) und den Niederlanden (100%), welche für den dortigen Vertrieb über Stores und Factory-Outlets verantwortlich sind. Der Store in München wird ebenfalls über eine eigene Tochtergesellschaft (100%) betrieben.
- Darüber hinaus betreibt das Unternehmen über eine Tochtergesellschaft in Slowenien (100%) eine Fertigungsstätte.

## Unternehmenszahlen GJ 2011/12 (FY: 31.03.) und H1 2012/13 (30.09.2012)

### Positive Geschäftsentwicklung

Operativ zeigte RENÉ LEZARD im Geschäftsjahr 2011/12 eine positive Entwicklung, damit wurde der operative Turnaround planmäßig vollzogen. Nach Umsatzrückgängen in 2009/10 und 2010/11 konnten die Umsätze wieder gesteigert werden (+6,2% auf € 51,9 Mio.). Neben dem Top-Line Wachstum konnte aber auch nach drei Verlustjahren erstmals wieder ein leichter Gewinn (€ 0,1 Mio.) erwirtschaftet werden.

Durch bessere Kostenkontrolle bei der Kollektionsentwicklung sowie kostengünstigere Produktion stieg die Rohertragsmarge von 52,4% im GJ 2008/09 auf 57,7% im GJ 2011/12. Ein Blick in die Jahre vor 2008/09 zeigt, dass RENÉ LAZARD nun mehr auf die Margenverbesserung anstatt Umsatzwachstum fokussiert ist.

### Personal und sonstige betriebliche Aufwendungen (sbA): Reduktion

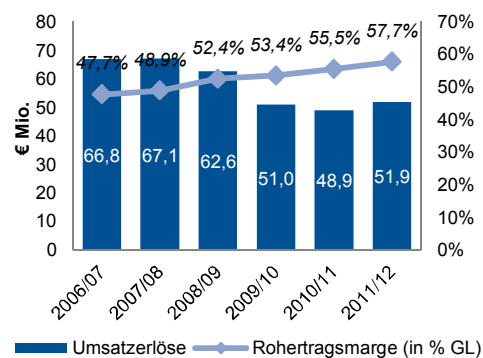
Durch die Reorganisation des Personals ging die Anzahl der Vollzeitmitarbeiter von 353 auf 280 zurück. Die Personalkosten reduzierten sich im GJ 2011/12 um 8,7%. ggü. GJ 2007/08. Die sonstigen betrieblichen Kosten gingen im Geschäftsjahr 2011/12 um € 1,8 Mio. im Vergleich zu 2008/09 zurück.

Vergleicht man die jetzige sbA-Quote mit den Jahren 2007 bis 2009, ist anzumerken, dass die sbA-Quote aufgrund der geringeren Umsatzbasis immer noch hoch ausfällt. Ein kontrolliertes Umsatzwachstum bringt deshalb ein großes Potential für eine Margen-Verbesserung mit sich.

### EBIT / EBITDA

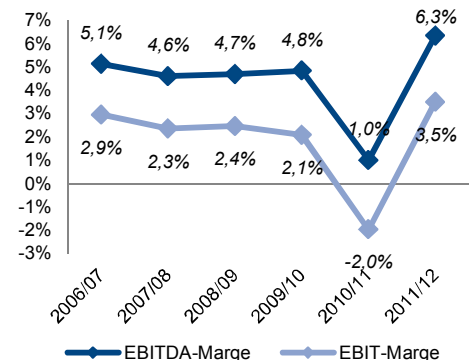
Nachdem für 2010/11 ein negatives EBIT von € -0,5 Mio. ausgewiesen wurde, konnte das EBIT deutlich zulegen und erreichte mit € 1,8 Mio. in 2011/12 den höchstens Wert seit vier Jahren. Da sich die Abschreibungen in diesem Zeitraum nur minimal erhöhten ergibt sich für das EBITDA eine ähnliche Entwicklung.

Umsatz und Rohertragsmarge



Quellen: René Lezard, IKB Analyse.

EBITDA- und EBIT-Marge



Quellen: René Lezard, IKB Analyse.

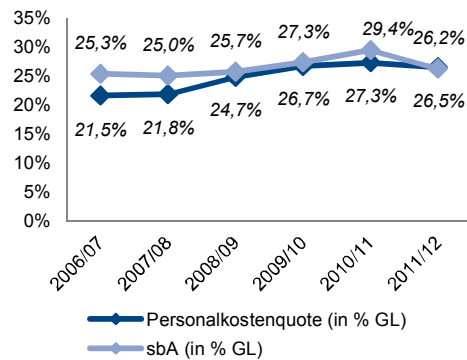
### Cash Flows

Die Warenbestände wurden zum 31.03.2012 im Vergleich zu 31.03.2008 um € 5,2 Mio. abgebaut. Die operativen Cash Flows konnten in 2011/12 leicht auf € 0,8 Mio. gesteigert werden (Vorjahr: € 0,6 Mio.). Aufgrund der CAPEX-Ausgaben von € 1,2 Mio. fiel der Free Cash Flow dennoch negativ aus und lag bei € -0,4 Mio. (Vorjahr: € -0,6 Mio.).

### H1 2012/13: positiver Trend

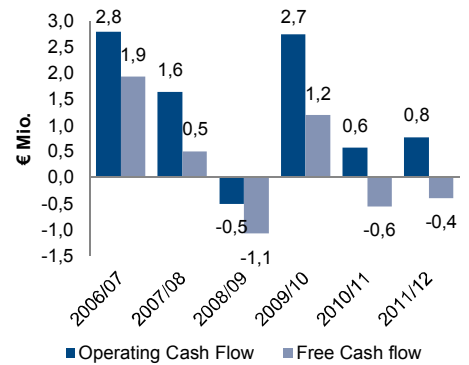
Im H1 2012/13 konnte RENÉ LEZARD den positiven Trend fortsetzen. Aufgrund der Bestandserhöhung um € 3,2 Mio. sank die Rohertragsmarge auf 53,6%. Das Unternehmen erzielte im ersten Halbjahr 2012/13 ein EBITDA von € 2,3 Mio. (Marge: 8,0%) sowie ein EBIT von € 1,5 Mio. (Marge: 5,5%). Der Konzernjahresüberschuss betrug € 0,7 Mio.

### Personalkostenquote und sbA



Quellen: RENÉ LEZARD, IKB Berechnung.

### Cash Flow



Quellen: RENÉ LEZARD, IKB Berechnung.

### Umsatzsteigerung in FY 2012/13 und positiver Ausblick

Laut einer Pressemitteilung vom 7. Mai 2013, hat RENÉ LEZARD im Geschäftsjahr 2012/13, wie vom Management prognostiziert, ein leichtes Umsatzplus verbuchen können. Der vorläufige Konzernumsatz beläuft sich auf € 52,2 Mio. (Vorjahr: € 51,9 Mio.). Bisher wurden keine Zahlen zum Ergebnis veröffentlicht, jedoch geht das Management von einem ähnlichen Ergebnis wie im Vorjahr aus.<sup>32</sup>

Die vorläufigen Zahlen stimmen das Management sehr zuversichtlich für die nächsten Jahre, insbesondere mit Blick auf die durch die Anleiheemission ausgeweiteten Spielräume zur Umsetzung der Marketing- und Expansionsziele.

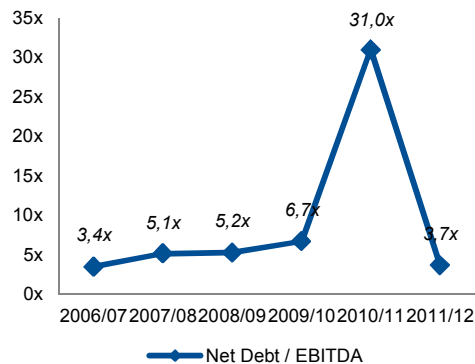
<sup>32</sup> RENÉ LEZARD Pressemitteilung vom 07.05.2013.

## Verschuldung und Anleiheemission

### Gesamtverschuldung

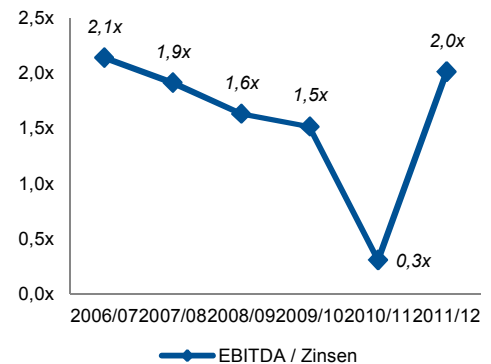
Zum Ende des Geschäftsjahres 2011/12 (31.03.2012) wies das Unternehmen eine Gesamtverschuldung von € 19,3 Mio. in der Bilanz aus. Diese setzte sich aus Bankkrediten i.H.v. € 13,2 Mio. mit einer Laufzeit bis März 2014, sowie Gesellschafterdarlehen i.H.v. € 6,1 Mio. zusammen.

### Nettoverschuldung / EBITDA



Quelle: René Lezard, IKB Analyse.

### EBITDA Zinsdeckung



Quelle: René Lezard, IKB Analyse.

### Gesellschafterdarlehen als Wirtschaftliches EK

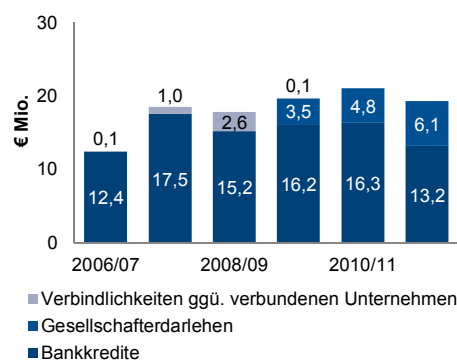
Die Gesellschafterdarlehen unterliegen in Gänze einer Rückzahlungssperre und einem Rangrücktritt während der Anleihezeit. Auch die bisherigen aufgelaufenen Zinsen sollen im Unternehmen stehen gelassen werden. Zinszahlungen (Zinssatz: 6%-7%) auf Gesellschafterdarlehen für den Zeitraum seit der Anleiheemission sind zulässig. Somit wird das Gesellschafterdarlehen als „Wirtschaftliches Eigenkapital“ betrachtet.

### Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten

Das Unternehmen hat noch signifikante Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten. Unsere Berechnung ergibt Verbindlichkeiten aus Operating Leasing i.H.v. € 16,2 Mio. Darüber hinaus besteht ein Bestellobligo von € 5,3 Mio. und ein Factoring Programm, welches zum 31.03.2012 um € 1,5 Mio. ausgenutzt wurde.

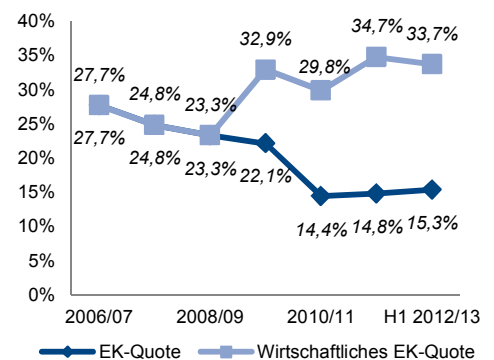
Seit 2009/10 nutzt RENÉ LEZARD zur Beschaffung liquider Mittel Sale-and-Lease-Back-Transaktionen. Die aktuellen Verträge haben Laufzeiten bis 2016. Die damit verbundenen Leasingaufwendungen betragen im Geschäftsjahr 2011/12 € 0,22 Mio.

### Zusammensetzung der Verschuldung



Quellen: RENÉ LEZARD, IKB Analyse.

### Eigenkapitalquote



Quellen: RENÉ LEZARD, IKB Analyse.

### EK-Quote

Aufgrund der erwirtschafteten Jahresüberschüsse konnte die Eigenkapitalquote in 2011/12 bzw. per 30.09.2012 auf 14,8% bzw. 15,3% gesteigert werden. Dennoch ist die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens immer noch als relativ schwach anzusehen.

Die Wirtschaftliche EK-Quote (Eigenkapital + Gesellschafterdarlehen) erreichte 34,7% per 31.03.2012 bzw. 33,75% per 30.09.2012.

**Erfolgreiche Anleihe-Begebung**

Im November 2012 hat das Unternehmen erfolgreich eine Anleihe über € 15 Mio. mit Kupon von 7,25% und einer Laufzeit von 5 Jahren im Entry Standard der Deutschen Börse AG in Frankfurt platziert.

**Verwendung des Nettoerlöses**

€ 7,5 Mio. vom Nettoerlös (€ 14,3 Mio.) dient der Rückführung von kurzfristigen Bankverbindlichkeiten (€ 7,5 Mio.). Bis zu € 3,8 Mio. sollen zur Markenstärkung verwendet werden. Die restlichen € 3,0 Mio. werden zur Expansion im In- und Ausland verwendet.

Das Unternehmen will die Rücklagen aus dem Cash Flow aufbauen, um die Anleihe zurückzuzahlen.

**Übersicht der Anleihe**

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis				
DE000A1PGQR1	RENÉ LEZARD MODE GMBH	15	7,25	25.11.2017	BB	Nicht kündbar	vorzeitig	93,2	9,07	806,7	Senior Unsecured	

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

## Key Financials RENÉ LEZARD Mode GmbH (FY Ende: 31.03., HGB)

Zusammenfassung GUV (€ Mio.)	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	LTM 30.09.2012 (Pro-Forma) <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	67,1	62,6	51,0	48,9	51,9	51,3
Gesamtleistung	69,0	60,0	48,9	48,8	51,8	53,0
y-o-y	3,1%	-13,0%	-18,5%	-0,2%	6,1%	2,3%
Rohertrag	33,69	31,48	26,16	27,10	29,90	30,00
Marge	48,9%	52,4%	53,4%	55,5%	57,7%	56,6%
EBIT	1,6	1,5	1,0	-1,0	1,8	2,4
Marge	2,3%	2,4%	2,1%	-2,0%	3,5%	4,6%
EBITDA	3,2	2,8	2,4	0,5	3,3	3,9
Marge	4,6%	4,7%	4,8%	1,0%	6,3%	7,4%
EBITDAR	7,6	7,3	6,8	5,2	7,9	8,6
Marge	11,1%	12,1%	13,8%	10,6%	15,2%	16,3%
<b>Cash Flow (€ Mio.)</b>						
FFO	1,3	0,4	(0,8)	(1,6)	1,2	1,8 <sup>(b)</sup>
Veränderung des Working Capitals	0,4	(0,9)	3,5	2,1	(0,4)	(0,4) <sup>(b)</sup>
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>1,6</b>	<b>(0,5)</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>
CAPEX	(1,1)	(0,6)	(1,5)	(1,1)	(1,2)	(1,2)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>0,5</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,2</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,2</b>
<b>Verschuldungsstruktur (€ Mio.)</b>						
<b>Verschuldungsstruktur</b>						
Anleihen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	17,5	15,2	16,2	16,3	13,2	14,1
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>17,5</b>	<b>15,2</b>	<b>16,2</b>	<b>16,3</b>	<b>13,2</b>	<b>29,1</b>
Zahlungsmittel	1,3	0,5	0,3	1,3	1,2	7,6
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>16,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>12,0</b>	<b>21,5</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0,0	0,0	3,5	4,8	6,1	6,3
Operating Leasing	18,1	14,4	15,3	15,5	16,2	16,2
Factoring	N.A.	N.A.	1,0	1,1	1,5	1,5
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>35,6</b>	<b>29,7</b>	<b>35,9</b>	<b>37,6</b>	<b>37,0</b>	<b>53,1</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>34,3</b>	<b>29,2</b>	<b>35,6</b>	<b>36,3</b>	<b>35,8</b>	<b>45,5</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung	7,9%	3,0%	-5,0%	-10,5%	9,9%	8,2%
Adj. FFO <sup>(c)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	3,7%	13,6%	8,4%	8,2%	5,9%	10,8%
Free Cash Flow / EBITDA	15,9%	-38,0%	50,4%	-114,1%	-12,2%	4,3%
Adj. Free Cash Flow <sup>(c)</sup> / EBITDAR	6,6%	33,8%	73,5%	60,3%	42,1%	45,0%
EBITDA Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	1,9x	1,6x	1,5x	0,3x	2,0x	2,2x
EBITDAR adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	4,6x	2,8x	2,7x	2,1x	3,0x	3,1x
Gesamtverschuldung / EBITDA	5,5x	5,4x	6,8x	33,6x	4,0x	7,4x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	4,7x	4,1x	5,3x	7,3x	4,7x	6,1x
Nettoverschuldung / EBITDA	5,1x	5,2x	6,7x	31,0x	3,7x	5,4x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	4,5x	4,0x	5,3x	7,0x	4,5x	5,3x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / Bilanzsumme	43,6%	43,4%	50,4%	52,9%	43,1%	84,6%
EK-Quote	24,8%	23,3%	22,1%	14,4%	14,8%	15,3%
Wirtschaftliches EK-Quote <sup>(e)</sup>	24,8%	23,3%	32,9%	29,8%	34,7%	33,7%

(a) IKB Pro-Forma Berechnung auf Basis von LTM. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach der Anleiheemission bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen. Wesentliche Annahmen: € 7,5 Mio. des Emissionserlöses dienen der Rückführung von Bankkrediten, € 6,8 Mio. bleiben vorerst als Kasse im Unternehmen.

(b) Sonstige operative Anpassungen sowie Veränderung Working Capital werden von IKB geschätzt bzw. gleich wie die Werte im GJ 2011/12 behandelt.

(c) Angepasst um Operating Leases.

(d) EBITDA durch cashwirksame Zinszahlungen. Ab Q4 2012 sind Zinsen auf Gesellschafterdarlehen i.H.v. ca. € 0,4 Mio. p.a. zahlungsunwirksam.

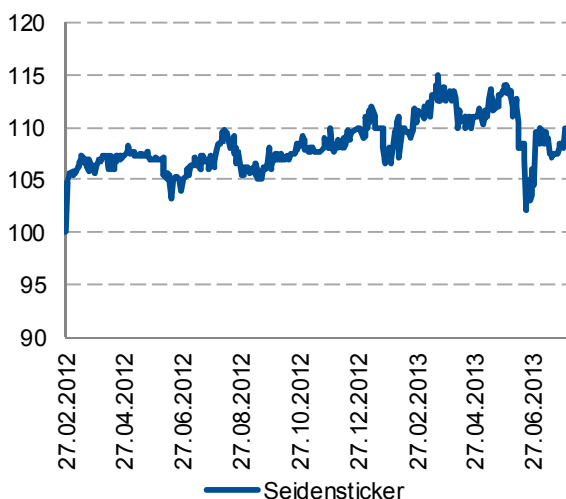
(e) Wirtschaftliches EK = bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen.

Quellen: René Lezard Jahresabschlüsse, IKB Analyse.

# Seidensticker

## Credit Summary – Starker Ausbau des Retailgeschäfts mit Fokus auf „Home of Shirts“ Formate

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	167,0	171,2
EBIT	12,7	8,8
EBITDA	15,9	12,2
EBITDA Zinsdeckung	6,1x	4,7x
FFO / Nettoverschuldung	37,8%	36,0%
Nettoverschuldung / EBITDA	1,8x	1,9x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	48,4%	52,9%
Eigenkapitalquote	10,3%	12,4%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	8,3%	11,0%

FY Ende: 30.04.

Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

### Termine

Oktober 2013	Jahresabschluss 2012/2013
Oktober 2013	1. Folgerating
Januar 2014	Halbjahresbericht 2013 / 2014
12.03.2014	2. Zinszahlung

- Die Seidensticker-Gruppe ist nach eigenen Angaben der europaweit größte Hemdenhersteller und belegt auch weltweit einen führenden Rang (Top 3). Das Unternehmen bietet über seine Multichannel-Strategie ein starkes Markenportfolio und ist in allen Preissegmenten vertreten.
- Branchenweit einzigartig ist die komplette Abdeckung der Wertschöpfungskette. Von der Entwicklung der Produkte und Kollektionen über die Beschaffung und Produktion (zum Teil in der eigenen Fabrik) bis hin zum Verkauf in eigenen Verkaufsstores.
- Die Umsätze des Unternehmens sanken zwischen 2008 und 2010 stark (von € 203 Mio. um ca. 27,5% auf € 147 Mio.). Eine Erholung setzt sich in 2011 und 2012 langsam fort.
- Auch im schwierigen Geschäftsjahr 2009/10 konnte Seidensticker ein positives operatives Ergebnis und einen soliden Cash Flow erzielen. Durch ein striktes Working Capital Management konnte im GJ 2011/12 der höchste Cash Flow der jüngeren Unternehmensgeschichte erzielt werden.
- Im Geschäftsjahr 2012/13 erwartet man ein Wachstum von ca. 20% im Retail-Bereich. Das Unternehmen rechnet mit einer verbesserten Rohertragsmarge und will an das gute Vorjahresergebnis anknüpfen.
- Aufgrund eines hohen Verlustvortrages liegt die Eigenkapitalquote mit ca. 12,6% im niedrigen Bereich.
- Zum Ausbau der Retailaktivitäten, bei denen das Unternehmen starkes Wachstumspotential sieht, sowie zur Umschuldung der zuvor hauptsächlich kurzfristig ausgerichteten Finanzierungsstruktur wurde im Februar 2012 eine Anleihe über 6 Jahre i.H.v. € 30 Mio. begeben.
- Der geplante Ausbau des Retailgeschäfts ist allerdings mit einem erhöhten Finanzierungsbedarf sowie hohen Anlaufkosten verbunden.
- Die Anleihe zeigte seit Einbezug in den Handel eine robuste Performance und handelt derzeit bei 110 (01.08.2013).

## Unternehmensprofil

**Marktposition:**  
europaweit der größte  
Hemdenanbieter,  
weltweit Rang 3

Das in Bielefeld ansässige Familienunternehmen Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG (zusammen mit den Tochterunternehmen die „Seidensticker-Gruppe“) ist nach eigenen Angaben europaweit der größte Hemdenanbieter und rangiert weltweit auf Rang 3. Das Unternehmen beschäftigt ca. 1.800 Mitarbeiter an 14 Standorten weltweit und produziert jährlich ca. 16 Mio. Hemden und Blusen.

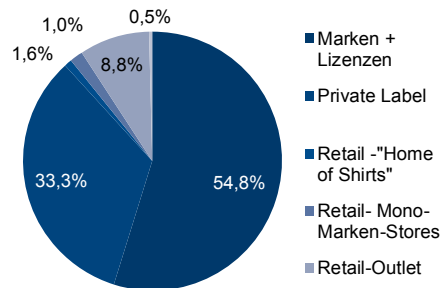
**Abdeckung der  
gesamten  
Wertschöpfungskette**

Ein wichtiger Aspekt des Geschäftsmodells und nach eigenen Angaben eine wesentliche Wettbewerbsstärke ist die Steuerung der gesamten Wertschöpfungskette: Von der Entwicklung der Produkte und Kollektionen über die Beschaffung und Produktion (zum Teil in der eigenen Fabrik) bis hin zum Verkauf in eigenen Verkaufsstores.

**Herstellung:  
hauptsächlich  
Lohnfertigung**

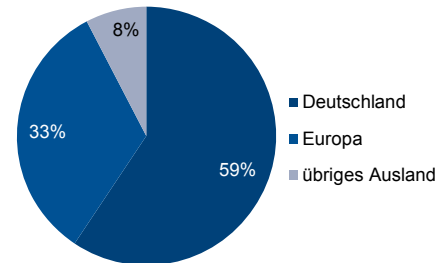
Die Herstellung der Waren erfolgt hauptsächlich in Lohnfertigung durch Dritte im Auftrag des Unternehmens, aber auch in eigenen Produktionsstätten. Die wesentlichen Beschaffungsmärkte liegen in Osteuropa und Asien. Der ostasiatische Teilkonzern Seidensticker Overseas Ltd. betreibt eine eigene Fertigungsstätte in Vietnam mit ca. 1.000 Mitarbeitern. Die Seidensticker-Gruppe verfügt über ein weltweites Vertriebsnetz, über welches sie ihre Produkte in ca. 76 Ländern vertreibt.

**Umsatz nach Segmenten (2010/11)**



Quelle: Seidensticker Wertpapierprospekt.

**Umsatz nach Absatzmärkten (2011/12)**

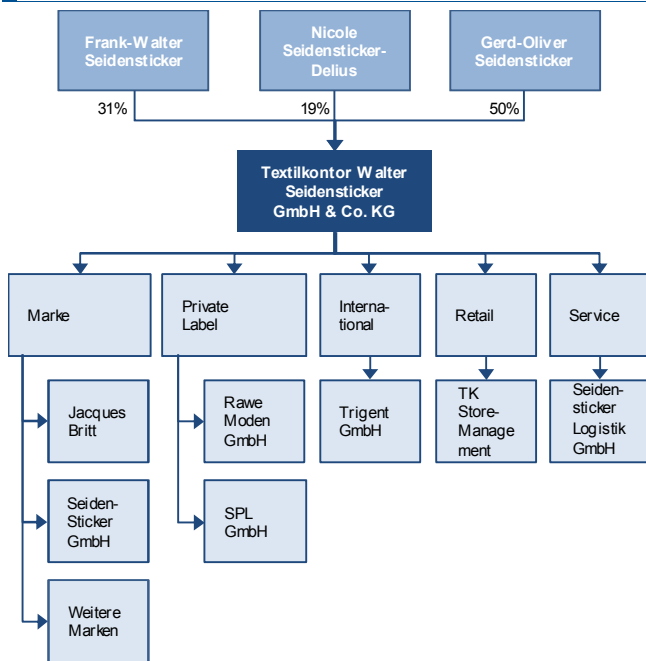


Quelle: Seidensticker Konzernabschluss FY 2012.

<b>Vertriebskanäle</b>	Seidensticker produziert pro Jahr ca. 16 Mio. Hemden und Blusen und bietet diese als Eigen- oder Lizenzmarke im Textileinzelhandel, ohne Markennennung im Auftrag großer Bekleidungsfilialisten als Private Label oder in eigenen Geschäften (Retail) zum Verkauf an.
<b>Marken + Lizenzen</b>	<p>Im Markengeschäft werden eigene und lizenzierte Marken im Einzel- und Großhandel vertrieben. Unter eigenen Marken bietet das Unternehmen Hemden und Blusen in allen Preissegmenten an, um eine breite Kundschaft anzusprechen. Der Schwerpunkt fällt hierbei auf die Marken Seidensticker und Jacques Britt im gehobenen Preissegment. Im unteren bis mittleren Preissegment sind es die Marken Dornbusch und Lorenzo Calvino.</p> <p>Darüber hinaus produziert Seidensticker Hemden aufgrund eingeräumter Lizenzen anderer Hersteller / Anbieter (u.a. Joop!, Strellson, Baldessarini, Men's Shirt, Bogner und camel active). Die Lizenzen werden regelmäßig für einen Zeitraum von 3 bis 4 Jahren eingeräumt.</p> <p>Das Lizenzgeschäft mit den Marken Joop! und Strellson als Voll-Lizenz endete per 31.03.2013. Im Juli 2012 ging die Seidensticker Private Label GmbH eine Lizenzpartnerschaft mit dem weltweit größten Hemdenhersteller Phillips-Van Heusen für Hemden unter der Marke Arrow auf dem europäischen Markt (außer Frankreich) ein. Erste Umsätze werden im Geschäftsjahr 2012/13 erwartet.</p>
<b>Lizenzvertrag mit camel active besonders wichtig</b>	Für die Marke „camel active“ besitzt Seidensticker die Masterlizenzrechte. Das Unternehmen nimmt die Rechte für Hemden und Strickwaren selbst wahr und vergibt Unterlizenzen für die übrigen Produktbereiche. Im Geschäftsjahr 2011/12 erzielte das Unternehmen knapp € 29 Mio. Umsätze (ca. 17% des Gesamtumsatzes) unter der Marke „camel active“.
<b>Private Label</b>	Das Private Label Geschäft richtet sich an große Abnehmer verschiedener Distributionskanäle und fertigt große Mengen nach Auftrag und nach Vorgaben der Kunden. Die Kunden reichen vom Kaufhauskonzern über Markenanbieter bis hin zu Discountern. Im diesem Segment betragen die Endverbraucher-Preise zwischen € 7,50 und € 39,00.
<b>Retail: Fokus des Wachstumsplans</b>	<p>Im Retailgeschäft werden die Produkte über Einzelhandelsgeschäfte in Innenstadtlagen und in Factory-Outlet-Centern verkauft. Dazu zählen 32 eigene Einzelhandelsgeschäfte in Deutschland, Frankreich, Österreich, Niederlande und Tschechien, davon 7 Einzelhandelsgeschäfte mit der Marke Seidensticker (sogenannte Mono-Markenstores), 7 Einzelhandelsgeschäfte mit dem Konzept „Home of Shirts“ (mehrere Marken der Seidensticker-Gruppe bei einer Preisstruktur von € 29,00 bis zu € 169,00) sowie 18 Einzelhandelsgeschäfte in Factory-Outlet-Centern.</p> <p>Erst seit 2007 ist die Seidensticker-Gruppe im Segment Retail tätig. Das Unternehmen betrachtet das Retailgeschäft als besonders wachstumsstark und dynamisch und will dieses entsprechend in den kommenden Jahren ausbauen. Allein für 2012 wurde die Eröffnung von 13 neuen Einzelhandelsgeschäften beschlossen. Per Oktober 2012 beläuft sich die Zahl der eigenen Geschäfte auf 45<sup>33</sup>. Für 2013 und 2014 ist die Eröffnung von jeweils zehn „Home of Shirts“ und fünf Outlet-Stores geplant.</p> <p>Daneben betreibt Seidensticker einen eigenen Onlineshop und Online-Shops auf Plattformen Dritter.</p>
<b>Breites Preisspektrum</b>	Nach eigener Einschätzung ist Seidensticker der einzige Anbieter mit einem Produktportfolio, das unterschiedliche Marken, Lizenzen und Labels in allen Preiskategorien abdeckt.
<b>Wettbewerber</b>	Wichtige Wettbewerber sind nach eigener Einschätzung im unteren Preissegment Katt (Casa Moda), im mittleren Preissegment eterna und Olymp sowie im gehobenen Preissegment van Laack, Boss Black, Hugo, Tommy Hilfiger und Gant.
<b>Rating</b>	Am 24.10.2012 bestätigte die Rating-Agentur Creditreform die Bewertung der Seidensticker-Gruppe mit BB+.

<sup>33</sup> Quelle: Creditreform Rating Summary, 24.10.2012.

## Unternehmensstruktur



Quelle: Seidensticker Wertpapierprospekt, vereinfachte Darstellung.

- Das 1919 von Walter Seidensticker gegründete Unternehmen firmiert heute als Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG und hat eine Holdingsstruktur. Persönlich haftende Gesellschafterin ist die Seidensticker Verwaltungs GmbH. Die Anteile und die Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung werden zu jeweils 50% von zwei Seidensticker Familienstämmen gehalten.
- Die Textilkontor Seidensticker Holding erbringt klassische Holding-Dienstleistungen, insbes. in den Bereichen Rechnungs- und Personalwesen, Grundstücksverwaltung und EDV.
- Die operativen Gesellschaften werden als Profit-Center geführt. Das operative Geschäft wird von 10 Geschäftsfeldleitern verantwortet. Bei den Geschäftsfeldern handelt es sich u.a. um die Bereiche Marken, Private Label und Retail.
- Der Teilkonzern Seidensticker Overseas Ltd., verfügt über eine eigene Beschaffungs- und Produktionsinfrastruktur. Die Trigent GmbH fungiert als Zwischenholding für die ausländischen Beteiligungen.

## Unternehmenszahlen FY 2012 sowie H1 2013

### Umsätze und Rothertragsmarge

In dem am 30.04.2012 zu Ende gegangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete das Unternehmen Nettoumsatzerlöse von € 171,2 Mio., davon entfielen 88% auf Hemden und 9% auf Blusen. Der Anstieg im Vergleich zum Vorjahr beträgt 2,4% (vs. Branchenumsatz der Bekleidungsindustrie 6%, Erzeugerpreise +2,1%). Während im Retailgeschäft mit eigenen Marken Umsatzsteigerungen stattfanden, war das Private Label Geschäft rückläufig.

### Heterogene Ertragslagen der Segmente

Gemäß Creditreform war das Segment „Private Label“ profitabel, während die Bereiche „Marken und Lizenzen“ sowie „Retail“ Verluste aufwiesen, welche zum Teil mit der Umsetzung der strategischen Expansion erklärt werden können.<sup>34</sup>

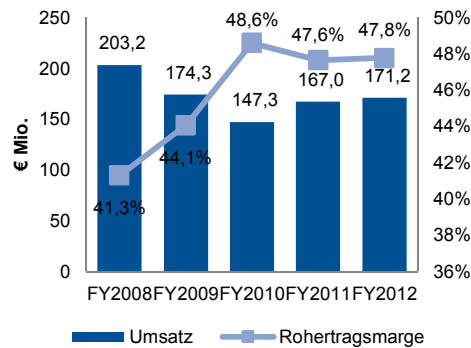
### Rothertragsmarge

Trotz sinkender Umsätze wurde die Rothertragsmarge von 2008 bis 2010 kontinuierlich verbessert. Die Rothertragsmarge stieg allein von 48,6% in 2011 auf 47,7 % in 2012.

### EBIT und EBITDA

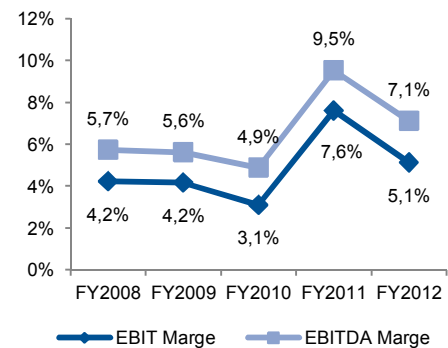
Bedingt durch höhere Personalkosten und sonstige betriebliche Aufwendungen, welche v.a. auf die Kosten für die Anleihebegebung (ca. € 1,0 Mio.) sowie höhere Lizenzaufwendungen zurückzuführen sind, fiel das EBITDA von € 15,9 Mio. in 2011 auf € 12,2 Mio. im GJ 2012. Dennoch lag die erzielte EBITDA-Marge von 7,1% auf einem guten Niveau. Das EBIT fiel von 12,7 Mio. im Vorjahr auf € 8,8 Mio.

### Umsatzerlöse / Rothertragsmarge



Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

### EBITDA- und EBT-Margen

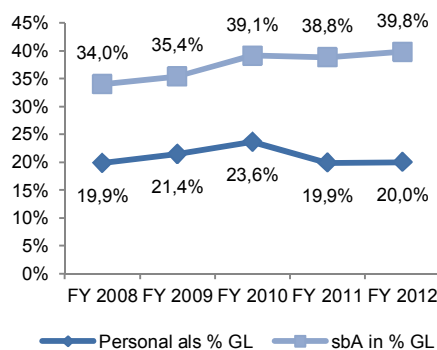


Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

### Cash Flows

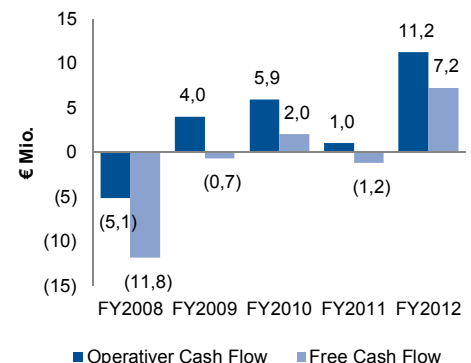
Der operative Cash Flow konnte aufgrund einer deutlichen Abnahme des Working Capitals von € 1,0 Mio. im Vorjahr auf € 11,2 Mio. zulegen. Trotz nahezu verdoppelter CAPEX-Ausgaben auf € 4,0 Mio. wurde im Geschäftsjahr 2012 ein deutlich positiver Free Cash Flow i.H.v. € 7,2 Mio. erwirtschaftet.

### Personalkostenquote und sbA



Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

### Operating und Free Cash Flow



Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

34 Quelle: Creditreform Rating Summary, 24.10.2012.

<b>H1 2012/13</b>	Im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2012/13 erzielte Seidensticker Umsätze von € 84,1 Mio., was einem Rückgang gegenüber der Vorjahresperiode von 6,8% entspricht. Im ersten Halbjahr erzielte Seidensticker ein EBITDA von € 5,6 Mio.
<b>Ausblick Gesamtjahr 2012/13</b>	Das Unternehmen gab bei der ersten Zinszahlung am 12.03.2013 bekannt, dass es im GJ 2012/13 den Retailumsatz um 20% steigern konnte. Der Gesamtumsatz wird allerdings aufgrund der Konsumzurückhaltung schwächer sein. Trotz hoher Investitionen im Retail-Bereich rechnet man mit einer verbesserten Rohertragsmarge. Für 2012/13 wird von einem mindestens vergleichbaren Niveau wie im Berichtsjahr 2011/12 ausgegangen.

## **Verschuldung und Anleiheemission**

<b>Anleiheemission</b>	Im Februar 2012 wurde von der Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG eine unbesicherte Anleihe im Gesamtvolumen von € 30 Mio. zu einem Zinssatz von 7,25% emittiert. Die Anleihe hat eine Laufzeit von 6 Jahren und wurde in den Handel im Segment „der mittelstandsmarkt“ an der Börse Düsseldorf einbezogen.
<b>Verwendung der Emissionserlöse</b>	Der Netto-Emissionserlös soll in erster Linie zum Ausbau der eigenen Retailaktivitäten insbesondere für die Errichtung weiterer Einzelhandelsgeschäfte (ca. € 12 Mio.) verwendet werden. Die restlichen finanziellen Mittel werden zur Rückführung kurzfristiger Schulden verwendet.
<b>Ausschüttungssperre</b>	Eine Besonderheit der Anleihe ist die Ausschüttungssperre bis zu 50% des Jahresüberschusses. Die Anleiheinvestoren haben darüber hinaus ein außerordentliches Kündigungsrecht u.a. bei Kontrollwechsel, Insolvenz, Zahlungseinstellung. Seidensticker verfügt über kein Kündigungsrecht.

**Finanzierungsstruktur**

Die Finanzierung der Seidensticker-Gruppe basierte bis zur Anleihe-Emission hauptsächlich auf kurzfristiger Bankenfinanzierung und Wechselfinanzierung. Durch die Anleihe wurde die Finanzstruktur nachhaltig verbessert und vor allem wurden kurzfristige Wechselverbindlichkeiten abgelöst. Die finanzielle Flexibilität hat sich durch die geänderte Kapitalstruktur verbessert. Gleichzeitig erhöhen sich Zinsaufwendungen (LTM per 31.10.2012 betragen Zinsaufwendungen € 4,4 Mio.).

Zum 30.10.2012 nutzte Seidensticker zudem noch lang- und mittelfristige Bankdarlehen von € 6,3 Mio. sowie kurzfristige Kredit- und Akkreditivlinien i.H.v. € 26,6 Mio.

Das Unternehmen verfügte zum 30.10.2012 über einen Kassenbestand von € 33,2 Mio. Diesen nutzt das Unternehmen für den sukzessiven Ausbau des Retail-Geschäfts.

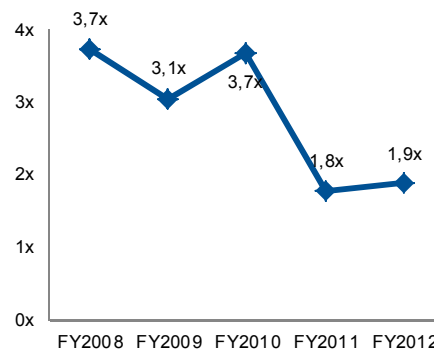
**Immobilien Sale and Lease-Back**

Mit Wirkung zum 29.04.2008 hat die inländische Seidensticker-Gruppe ihr Immobilienvermögen im Rahmen einer Sale and Lease-Back-Transaktion an die Melilith Grundstückverwaltungs GmbH & Co. Vermietungs KG verkauft, an der die Gesellschafter von Seidensticker zusammen 51,7% des Kommanditkapitals halten. Die daraus resultierten Einzahlungen von rund € 12 Mio. dienen der Rückführung von Finanzkrediten. Das Geschäft hat eine Laufzeit von 20 Jahren und bis 2018 ergeben sich für Seidensticker feste Zahlungsverpflichtungen i.H.v. € 1,75 Mio. p.a. Das Unternehmen wies zum 30.04.2012 insgesamt Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten aus Miet-, Leasings- und Wartungsverträgen in Höhe von € 51,4 Mio. aus.

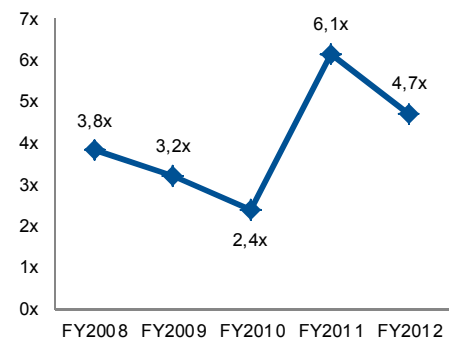
**Pensionsverbindlichkeiten**

Darüber hinaus bestehen Pensionsverbindlichkeiten i.H.v. € 11,5 Mio. per 31.03.2012.

**Net Debt / EBITDA**



**EBITDA Zinsdeckung**



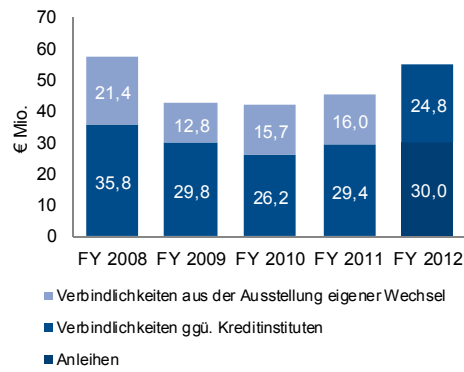
Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

**Eigenkapital**

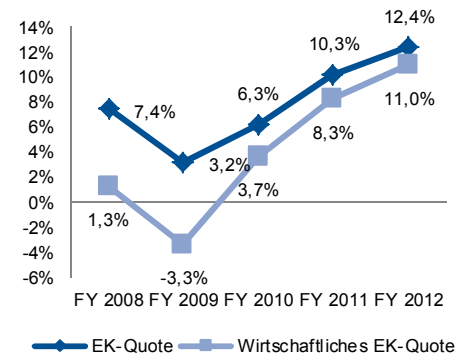
Das Eigenkapital von Seidensticker ist durch Gewinnthesaurierung per 30.04.2012 auf € 13,1 Mio. (Vj.: € 9,9 Mio.) angestiegen, was einer Eigenkapitalquote von 12,4% (Vj.: 10,3%) entspricht. Dennoch befindet sich die EK-Quote im niedrigen Bereich. Die von uns bereinigte Eigenkapitalquote (bilanzielles EK – Forderungen ggü. Gesellschafter (€ 5,1 Mio.) + Verbindlichkeiten ggü. Gesellschafter (€ 3,1 Mio.) fällt noch etwas niedriger aus.

**Bilanzielle Verschuldungsstruktur**



Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

**EK Quote / WEK Quote**



Quellen: Seidensticker, IKB Analyse.

**Übersicht der Anleihe**

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis				
DE000A1K0SE5	Textilkontor Walter Seidensticker GmbH & Co. KG	30	7,25	11.03.2018	BB+		Nicht callable		110	4,88	381,9	Senior Unsecured

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

## Key Financials Seidensticker Konzern (FY Ende: 30.04, HGB, in € Mio.)

Zusammenfassung	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	LTM 30.10.2012 Pro-Forma <sup>(a)</sup>
<b>Zusammenfassung GuV</b>						
Umsatzerlöse	203,2	174,3	147,3	167,0	171,2	165,4
y-o-y		-14,2%	-15,5%	13,4%	2,5%	
Rohertrag	83,6	76,2	71,6	79,6	81,8	80,8
Marge	41,3%	44,1%	48,6%	47,6%	47,8%	48,8%
EBITDA	11,6	9,8	7,2	15,9	12,2	11,4
Marge	5,7%	5,6%	4,9%	9,5%	7,1%	6,9%
EBIT	8,6	7,3	4,6	12,7	8,8	7,8
Marge	4,2%	4,2%	3,1%	7,6%	5,1%	4,7%
EBITDAR <sup>(b)</sup>	20,4	18,0	16,0	24,3	20,8	20,0
Marge	10,0%	10,3%	10,8%	14,6%	12,1%	12,1%
<b>Zusammenfassung Cash Flow</b>						
FFO	(1,0)	2,1	0,2	10,7	8,2	5,9
Veränderung des Working Capitals	(4,1)	1,9	5,7	(9,7)	3,0	(2,5)
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>(5,1)</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>	<b>1,0</b>	<b>11,2</b>	<b>3,4</b>
CAPEX	(6,7)	(4,7)	(3,9)	(2,2)	(4,0)	(4,8)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(11,8)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>(1,2)</b>	<b>7,2</b>	<b>(1,4)</b>
<b>Verschuldungsstruktur</b>						
Anleihe	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	30,0
Anleiheverzinsung						1,4
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	35,8	29,8	26,2	29,4	24,8	32,9
Verbindlichkeiten aus Wechsel	21,4	12,8	15,7	16,0	0,0	0,0
Darlehen von Nicht-Kreditinstituten	0,0	0,0	0,3	0,9	1,0	1,0
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>57,3</b>	<b>42,6</b>	<b>42,2</b>	<b>46,3</b>	<b>55,7</b>	<b>65,3</b>
Zahlungsmittel	13,7	12,6	15,9	18,0	32,9	33,2
<b>Nettoverschuldung nach Bilanz</b>	<b>43,5</b>	<b>29,9</b>	<b>26,4</b>	<b>28,2</b>	<b>22,9</b>	<b>32,0</b>
Forderungen ggü. Gesellschaftern	7,0	5,7	6,1	5,5	5,1	5,3
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	0,0	0,0	3,8	3,6	3,6	3,6
Operating Lease <sup>(c)</sup>	36,9	40,3	43,2	41,5	42,2	42,2
Pensionsrückstellungen	15,1	15,8	11,9	11,7	11,5	11,5
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>102,3</b>	<b>93,0</b>	<b>95,0</b>	<b>97,5</b>	<b>107,9</b>	<b>117,2</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>88,5</b>	<b>80,4</b>	<b>79,1</b>	<b>79,5</b>	<b>75,1</b>	<b>84,0</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung	-2,2%	6,9%	0,9%	37,8%	36,0%	18,5%
Adj. FFO <sup>(d)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	6,3%	9,8%	8,1%	20,9%	19,0%	14,2%
Free Cash Flow / EBITDA	-101,7%	-7,0%	28,3%	-7,7%	59,2%	-11,9%
Adj. Free Cash Flow <sup>(d)</sup> / EBITDAR	-25,9%	28,3%	51,5%	19,4%	63,9%	23,5%
EBITDA Zinsdeckung	3,8x	3,2x	2,4x	6,1x	4,7x	3,4x
EBITDAR Adj. Zinsdeckung <sup>(e)</sup>	3,9x	3,3x	2,8x	4,8x	4,1x	3,4x
Gesamtverschuldung / EBITDA	4,9x	4,3x	5,9x	2,9x	4,6x	5,7x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	5,0x	5,2x	5,9x	4,0x	5,2x	5,9x
Nettoverschuldung / EBITDA	3,7x	3,1x	3,7x	1,8x	1,9x	2,8x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	4,3x	4,5x	5,0x	3,3x	3,6x	4,2x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / EK-Quote	50,1%	48,9%	46,5%	48,4%	52,9%	57,8%
EK-Quote	7,4%	3,2%	6,3%	10,3%	12,4%	13,6%
Wirtschaftliches EK-Quote <sup>(f)</sup>	1,3%	-3,3%	3,7%	8,3%	11,0%	12,1%

(a) IKB Pro-Forma Berechnung. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt das LTM GuV Ergebnis zwischen 01.11.2011 und 31.10.2010 und Bilanzen zum 31.10.2012. LTM Cash Flow geschätzt durch IKB.

(b) Die Aufwendungen für Operating Miet- und Leases werden durch IKB geschätzt.

(c) IKB Berechnung auf NPV Basis. Annahme: Die finanziellen Verpflichtungen aus Leasing- und Mietverträgen sind innerhalb 6 Jahren in gleichen Raten fällig. Der Diskontierungszinssatz beträgt 6,0%.

(d) IKB Anpassung um Operating Leases.

(e) Berücksichtigt nur die cash-relevanten Zinszahlungen. Die adj. Zinsen sind angepasst um Zinsanteil von Operating Miete und Leases.

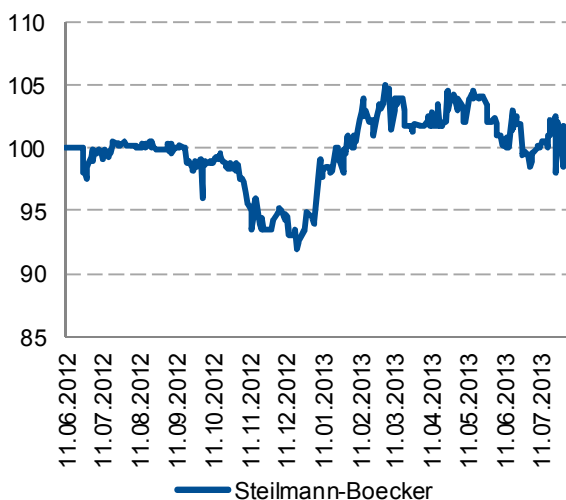
(f) Wirtschaftliches EK = Bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen – Forderungen gegenüber Gesellschaftern.

Quellen: Seidensticke Konzernabschlüsse, IKB Analyse.

# Steilmann-Boecker

## Credit Summary – der Konsolidierer im noch sehr fragmentierten Fashionmarkt

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	55,9	63,4
EBIT (bereinigt)	2,7	3,5
EBITDA (bereinigt)	3,2	4,0
EBITDA Zinsdeckung	5,7x	4,1x
FFO / Nettoverschuldung	-219,5%	44,6%
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,4x	1,6x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	0,0%	46,1%
Eigenkapitalquote	53,1%	32,8%
Wirtschaftliche Eigenkapitalquote	68,2%	32,8%

FY Ende: 31.12.

Quellen: Steilmann-Boecker, IKB Analyse.

### Termine

September 2013	Halbjahresbericht zum 30.06.2013
----------------	----------------------------------

- Die Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG („Steilmann-Boecker“) ist die Retail-Sparte der Steilmann Holding AG („Steilmann Holding“). Steilmann-Boecker betreibt 16 Modehäuser im gehobenen mittleren Preissegment (davon 11 Boecker-Filialen und 5 Outlets) in Top innerstädtischen Lagen.
- Als ein voll integriertes Tochterunternehmen der Steilmann Holding kann Steilmann-Boecker auf konzernübergreifende Funktionen wie z.B. Administration, Logistik, Controlling und EDV der Konzernmutter zurückgreifen und genießt Kostenvorteile in der Beschaffung und Sortimentsgestaltung.
- Steilmann-Boecker konnte seinen Umsatz in den vergangenen 3 Jahren im zweistelligen Prozentbereich steigern und dabei stets ein positives Ergebnis erwirtschaften.
- Im Juni 2012 begab Steilmann-Boecker eine Anleihe zur Wachstumsfinanzierung i.H.v. € 25,6 Mio. Im Juni 2013 erfolgte die Aufstockung der Anleihe auf € 30,6 Mio. Die in den Anleihebedingungen enthaltene Erfüllungübernahme der Steilmann Holding erhöht die Sicherheit für Anleiheinvestoren.
- Mit einem Umsatz von € 580 Mio. und einem EBIT von € 32 Mio. (GJ 2012) rangiert die Steilmann Holding unter den führenden Textilkonzernen in Europa. Das Unternehmen verfügt über langjährige Erfahrung und einen erfolgreichen Track-Rekord im Textileinzelhandelsmarkt.
- Nach der Mehrheitsübernahme der ADLER Modemärkte AG („ADLER“) in 2013 peilt das Management einen Gesamtumsatz von über € 1,2 Mrd. und ein EBITDA von € 80 Mio. an<sup>35</sup>.
- Durch die Übernahme der Mehrheit an ADLER vergrößert Steilmann Holding die Anzahl der Kunden und erweitert das Filialnetz (PoS) des Konzerns. Das Unternehmen kann Synergien aus der Übernahme von ADLER heben (u.a. bessere Einkaufskonditionen aufgrund der Größe). Damit wird die Stellung als Konsolidierer auf dem fragmentierten Textileinzelhandelsmarkt weiter gefestigt.

<sup>35</sup> Going Public Interview mit Dr. Michele Puller, 16.06.2013.

## Unternehmensprofil - Steilmann Holding (Mutter)

### Übersicht

Die Steilmann Holding AG („Steilmann Holding“, vormals Miro Radici AG), mit Sitz in Bergkamen, Nordrhein-Westfalen, ist einer der führenden multinationalen Textilkonzerne in Europa. Steilmann Holding ist in den Geschäftsbereichen Fashion und Home Textile tätig. Das Unternehmen ist vertikal voll integriert und deckt in beiden Bereichen die gesamte Wertschöpfungskette ab: Vom Kollektionsdesign über Einkauf, Produktion und Logistik bis hin zum Betreiben von Einzelhandelsfilialen.

### 3 Geschäftsbereiche: Multilabel Retail, Global Player Business Unit und Fashion

Nach der Übernahme von ADLER hat sich die Steilmann Holding neu aufgestellt. Derzeit gliedern sich die Aktivitäten in die folgenden 3 Bereiche:

- **Multilabel Retail:** Steilmann-Boecker inkl. ADLER.
- **Global Player Business Unit:** Dieses Segment umfasst die Home Textile Aktivitäten, sowie Mode mit Fokus auf Unterwäsche, Schlafanzüge / Nachtwäsche und Active Wear.
- **Fashion:** bestehend aus der Apanage Fashion Group und der Steilmann Fashion Group. Im Fashion Bereich werden die Aktivitäten der Marke Apanage, Kapalua, Kirsten, Steilmann, sowie weitere Modemarken im Premium und Value Segment gebündelt.

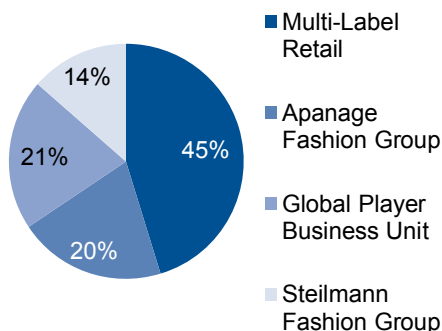
### Finanzdaten

Mit weltweit rund 7.000 Mitarbeitern in 40 Ländern, davon rund 1.900 in Deutschland, erzielte die Steilmann Holding im Geschäftsjahr 2012 einen Umsatz von € 580 Mio. und ein EBIT von € 32 Mio. (Marge: 5,5%). 2011 belief sich die Nettoverschuldung der Steilmann Holding (exkl. Finanzierungsleasing und Off-Balance Sheet Verschuldung) auf € 170,8 Mio. (4,0 x EBITDA). Die Eigenkapitalquote<sup>36</sup> liegt seit 2008 stabil bei etwas über 22%.

### 2013 Gesamtumsatz > € 1 Mrd.

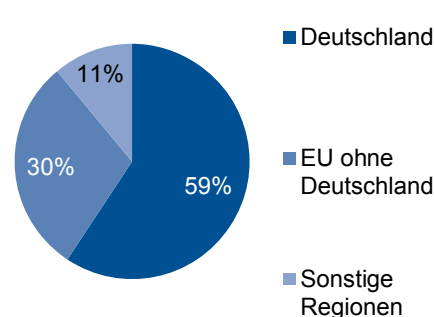
Nach der Mehrheitsübernahme der ADLER Modemärkte AG („ADLER“) in 2013 wird ein Gesamtumsatz von über € 1,2 Mrd. und ein EBITDA von € 80 Mio. angepeilt<sup>37</sup>.

Umsatz nach Bereichen (2013E)



Quelle: Steilmann Holding.

Umsatz nach Regionen (2011)



Quelle: Steilmann Holding.

<sup>36</sup> Mit Minderheitsanteilen. EK-Quote bereinigt um Minderheitsanteile betrug zum 31.12.2011 15,7%.

<sup>37</sup> Going Public Interview mit Dr. Michele Puller, 16.06.2013.

## Unternehmensprofil - Steilmann Boecker (Emittentin)

Steilmann Boecker: Retail-Sparte	Die Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG („Steilmann-Boecker“) ist die Retail-Sparte der Steilmann Holding AG („Steilmann Holding“). Ende 2004 übernahm die Miro Radici AG die Assets der damals defizitären Marke Boecker und startete mit 4 Boecker-Filialen in 2005. 2006 wurde die Klaus Steilmann GmbH & Co. KG übernommen und in das Unternehmen integriert.
16 Bekleidungs­geschäfte	Als traditionsreiches deutsches Modeunternehmen betreibt Steilmann-Boecker aktuell 16 Bekleidungs­geschäfte, davon 11 als „Boecker-Filialen“ (32.960m <sup>2</sup> ) und fünf als Outlets (Factory-Stores, 3.500m <sup>2</sup> ), in denen die Waren der Vorsaison zu günstigeren Preisen verkauft werden.  Die einzelnen Geschäfte werden als Profit-Center geführt. Alle aktuellen und zukünftigen Verkaufsflächen werden gemietet.
Fokus auf die Stammregion NRW	Insgesamt verfügt das Unternehmen über eine Gesamtverkaufsfläche von 36.460 m <sup>2</sup> in Nordrhein-Westfalen, Niedersachsen, Rheinland-Pfalz und Baden-Württemberg. Der geographische Fokus liegt in der Stammregion Nordrhein-Westfalen, wo das Unternehmen einen hohen Bekanntheitsgrad und eine gute Reputation genießt. Alle Geschäfte befinden sich auf den Top-Einkaufsstraßen in der Stadtmitte oder in attraktiven Einkaufszentren und Passagen mit sehr guten Verkehrsanbindungen.
Vielfalt an Premiummarken	Charakteristisch für das Steilmann-Boecker Konzept ist eine große Vielfalt an Premiummarken (Eigenmarken, Lizenzmarken und Fremdlables) für die Zielgruppe der finanzstarken und qualitätsbewussten über 35-Jährigen, die zu einem etwas niedrigeren Preis gegenüber der Konkurrenz angeboten werden.
Starke Kundenbindung durch Kundenkarten	Nahezu 70% des Gesamtumsatzes wird mit Besitzern der Boecker-Kundenkarten generiert. Per Juni 2012, bestand der Pool aus rund 200.000 aktiven Kundenkarten. 43% der Kartenbesitzer tätigen nach eigenen Angaben mindestens 3 Einkäufe pro Jahr. Rund 65% der Kundenkarten-Besitzer sind älter als 45 Jahre alt.
Einbindung in den Steilmann Holding Konzern bietet Wettbewerbsvorteile	Steilmann-Boecker erachtet das starke Markenangebot, die hohe Servicequalität und die Integration in die Steilmann Holding als wichtige Erfolgsfaktoren. Als Teil der Steilmann Holding hat Steilmann-Boecker den uneingeschränkten Zugriff auf die Ressourcen der Konzernmutter, die die gesamte Wertschöpfungskette der Bekleidungs­wirtschaft abdeckt. Die konzernübergreifenden Funktionen wie Administration, Logistik, Controlling und EDV werden von der Konzernmutter übernommen.  Aus diesen Gründen hat Steilmann-Boecker eindeutige Kostenvorteile in der Beschaffung und in der Sortimentsgestaltung. Dies versetzt das Unternehmen in die Lage, gleiche Sortimente zu einem etwas niedrigeren Preis als die meisten Wettbewerber anzubieten und schneller als der Markt zu wachsen. Diese Wettbewerbsvorteile möchte Steilmann-Boecker konsequent zum weiteren Wachstum nutzen.
Übernahme von ADLER - Eckpunkte der Transaktion	Am 21.03.2013 gab Steilmann Holding AG die beabsichtigte Übernahme von ADLER, gemeinsam mit der Private Equity Gesellschaft Equinox, bekannt. Das Bieterkonsortium, bestehend aus der Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG sowie Excalibur (Mehrheit gehalten durch Equinox), erwarb 49,96% der Aktienanteile von bluO, dem Großaktionär von ADLER, zu einem Kaufpreis von € 5,75 pro Aktie. Im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots wurden weitere 3,93% der Aktien angedient. Unter Anrechnung der von ADLER gehaltenen eigenen Aktien von 4,8% auf das Bieterkonsortium halten Steilmann und Equinox gemeinsam nun 58,69% an ADLER. Steilmann-Boecker beabsichtigt derzeit nicht, die restlichen Anteile an ADLER zu erwerben.
Kaufpreis	Der Kaufpreis für die Aktienanteile wird auf insgesamt € 57,75 Mio. geschätzt (davon entfallen € 28 Mio. auf Steilmann-Boecker).

**Faktische Kontrolle übernommen**

Auf der Hauptversammlung vom 13.06.2013 wurde der Aufsichtsrat von ADLER neu besetzt. Dr. Michele Puller, Paola Viscardi-Giazzi (beide im Vorstand der Steilmann Holding AG), zwei Vertreter von Equinox sowie ein Vertreter von G&C Holding, wurden in den sechsköpfigen Aufsichtsrat gewählt. Dr. Michele Puller wurde als Aufsichtsratsvorsitzender gewählt. Somit gelang Steilmann die faktische Kontrolle über ADLER.

**Dividendenzahlung durch ADLER**

Nach der Hauptversammlung zahlte ADLER eine Dividende von € 0,40 pro Aktie an die Aktionäre aus. Steilmann-Boecker flossen Dividendenzahlungen von etwa € 2,2 Mio. im Juni 2013 zu.

**Finanzierung der Übernahme**

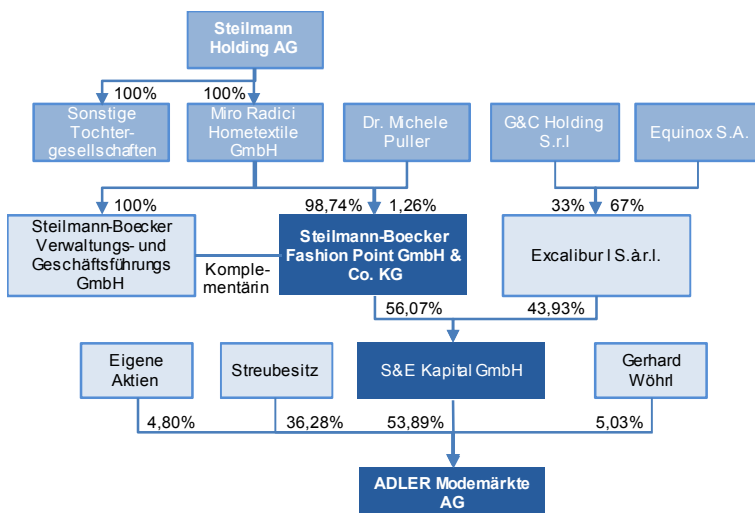
Die Finanzierung der Übernahme erfolgt zum größten Teil aus Anleihemitteln und über Bankkredite.

**Konsolidierer auf dem fragmentierten Retail-Markt**

Das Unternehmen ist weiterhin auf der Suche nach gezielten Übernahmemöglichkeiten. Dabei wird besonders Wert auf die Lage sowie auf das Mietniveau gelegt. Aufgrund der langjährigen Branchenerfahrung und der guten Vernetzung im Markt, werden dem Management von Steilmann-Boecker häufig Übernahmekandidaten vorgestellt. Mit Unterstützung der Konzernmutter kann Steilmann-Boecker damit als Konsolidierer auf dem fragmentierten Textil-Einzelhandelsmarkt agieren.

Steilmann-Boecker beabsichtigt, unter Nutzung der Wettbewerbsvorteile durch die Integration in die Steilmann Holding sowie des erfolgreichen Konzeptes, das Unternehmenswachstum durch Expansion zu beschleunigen. Das geplante Wachstum wird vor allem durch die Akquisition neuer Verkaufsflächen sowie durch die Eröffnung neuer Filialen erfolgen.

**Unternehmensstruktur**



Quellen: Steilmann Holding, IKB Analyse.

- Die bis 2012 noch unter dem Namen Miro Radici AG tätige Steilmann Holding ist zu 100% im Besitz der Miro Radici Hometextile GmbH, der 98,74% der Anteile an Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG gehören. Die restlichen 1,26% der Anteile sind Dr. Michele Puller, dem CEO der Steilmann Holding, der ebenfalls als Geschäftsführer der Steilmann-Boecker agiert, zuzurechnen. Als Komplementärin fungiert die Steilmann-Boecker Verwaltungs- und Geschäftsführungs-GmbH.
- Durch die über die Steilmann-Boecker in Partnerschaft mit Equinox und G&C Holding erfolgte Übernahme der Mehrheit an der ADLER Modemärkte AG, werden die ADLER Abschlüsse zukünftig im Konzernabschluss der Steilmann Holding AG konsolidiert.

## Unternehmenszahlen Steilmann-Boecker (FY 2012)

Eingeschränkte Vergleichbarkeit aufgrund der Umstellung auf IFRS

In 2012 hat Steilmann-Boecker im Zuge der Übernahme von ADLER Modemärkte AG den Jahresabschluss vorwegnehmend erstmals nach IFRS erstellt. Die 2011 Zahlen wurden nachträglich nach IFRS angepasst. Der wesentliche Unterschied ggü. dem HGB-Abschluss besteht in der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten. Diese umfassen v.a. die im Zuge der Übernahme neuer Standorte erworbenen vorteilhaften Mietverträge sowie Kundenstämme. Diese Vermögenswerte werden nach IFRS aktiviert und in späteren Geschäftsjahren abgeschrieben. Aufgrund der Umstellung sind die 2012 Zahlen durch IFRS-spezifische Sondereffekte geprägt. Die Umstellung auf IFRS schränkt die Vergleichbarkeit der Unternehmenskennzahlen (2011/2012) mit den Zahlen aus den Jahren vor 2011 stark ein.

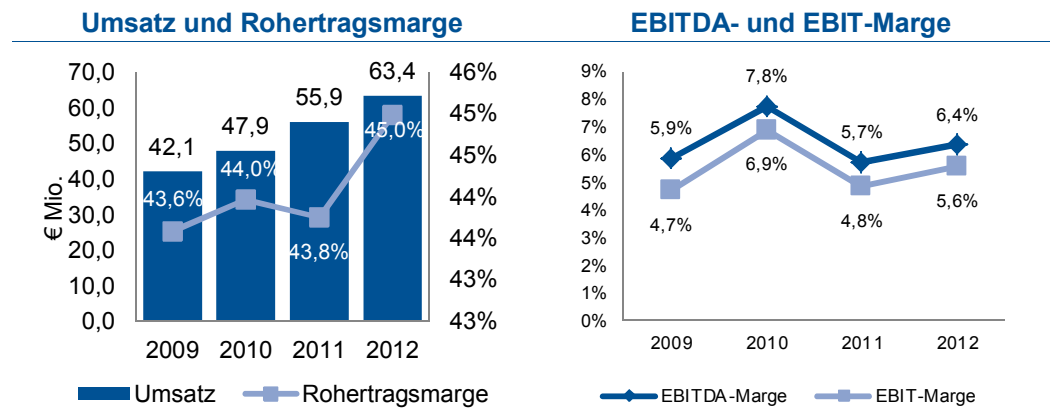
Positive Umsatzentwicklung: +13,4%, auf vergleichbarer Fläche (Like-for-Like) 2%

2012 konnte Steilmann-Boecker den Umsatz um 13,4% auf € 63,4 Mio. steigern. Das Wachstum ist vor allem auf die übernommenen Standorte in Göttingen und Koblenz (Neueröffnung im November 2011) sowie Hagen (Neueröffnung im September 2012) zurückzuführen. Auf vergleichbarer Fläche wurde ein Zuwachs von 2% erzielt. Demgegenüber verzeichnete die Bekleidungsbranche in Deutschland insgesamt ein Umsatzminus von etwa 2,1%<sup>38</sup>, was die erfolgreiche Strategie und starke Positionierung von Steilmann-Boecker unterstreicht.

Verbesserte Rohertragsquote

Die Rohertragsquote verbesserte sich von 43,8% in 2011 auf 45,0% in 2012. Dies lag vor allem daran, dass das Unternehmen Synergie- und Skaleneffekte aus dem Ausbau des Verkaufnetzes sowie mehr Skontovorteile genutzt hat.

Das um Effekte der IFRS-Umstellung bereinigte EBITDA beträgt in 2012 € 4,0 Mio. (Marge: 6,4%).



Anmerkung: 2009 /2010 Zahlen sind nach HGB, 2011/2012 Zahlen nach IFRS. Die Vergleichbarkeit ist eingeschränkt.  
Quellen: Steilmann-Boecker, IKB Analyse.

Cash Flows

Da Steilmann-Boecker im November 2011 die Filialen Göttingen und Koblenz übernommen hat und im September 2012 die Filiale Hagen, stiegen die Personalkosten in 2012 von € 7,2 Mio. auf € 7,7 Mio. an. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen von € 14,5 Mio. auf € 18,6 Mio. an, was auf einmalige Sonderaufwendungen (u.a. Kosten der Anleiheemission, Eröffnungskampagnen und der Sortimentsumstellung) zurückzuführen ist.

Ausblick 2013 / 2014

Die Geschäftsführung plant für die Geschäftsjahre 2013 und 2014 ein weiteres Umsatzwachstum und eine positive Ergebnisentwicklung.

Finanzzahlen Steilmann Holding Konzern

Im Geschäftsjahr 2012 erzielte Steilmann Holding (nach vorläufigen Zahlen) einen Gesamtumsatz von € 580,1 Mio. (Vj.: € 696,1 Mio.). Der Rückgang ist nach Angaben des Managements vorwiegend auf witterungsbedingte Faktoren im Bereich Home Textile zurückzuführen. Trotzdem konnte ein EBIT i.H.v. € 32,1 Mio. erwirtschaftet werden, was einer EBIT-Marge von 5,5% entsprach.

<sup>38</sup> Quelle: Gesamtverband textil + mode, Konjunkturübersicht 2005-2012.

**Finanzzahlen ADLER** Im Geschäftsjahr 2012 erzielte ADLER einen Umsatz von € 506 Mio. und ein EBITDA von € 35,5 Mio. (Marge: 7,0%). Das EBIT stieg auf € 20,5 Mio. (Marge: 4,0%).

Der Operating Cash Flow betrug € 30,7 Mio. und der Free Cash Flow belief sich auf € 19,2 Mio. Das Unternehmen ist frei von Bankschulden. Zum Stichtag 31.12.2012 wies ADLER Finanzschulden i.H.v. € 19,7 Mio. aus (davon: € 4,1 Mio. ggü. METRO Finance und € 15,6 Mio. aus der ADLER Kundenkarte). Daneben bestanden € 48,7 Mio. an Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing. Angesichts der Kassenposition von € 42,1 Mio. betrug die Nettokasse € 26,3 Mio. Unsere NPV-Berechnung ergibt Verbindlichkeiten aus Operating Leasing i.H.v. € 206,6 Mio.<sup>39</sup>

## Verschuldung und Anleiheemission

**Gesamtverschuldung** Vor der Anleiheplatzierung wurde Steilmann-Boecker in das Cash-Pooling System der Steilmann Holding aufgenommen. Deshalb wies das Unternehmen bis 2011 per Jahresende lediglich etwas über € 1,0 Mio. an Liquidität aus. Die Finanzverbindlichkeiten in den Jahren 2009 bis 2011 bezogen sich auf Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern bzw. ggü. verbundenen Unternehmen. Es bestanden keine Verbindlichkeiten gegenüber den Banken.

Nach der Anleiheplatzierung wurde Steilmann-Boecker vom Cash-Pooling ausgenommen, um mit den entstehenden Cash Flows die Zinsen und die Rückzahlung der Anleihe finanzieren zu können und zudem mehr finanzielle Unabhängigkeit zu erlangen. Daraufhin stieg das Bankguthaben per 31.12.2012 auf € 19,1 Mio.

**Anstieg der Verschuldung aufgrund der Anleihe** Aufgrund der Anleiheemission ist die Gesamtverschuldung von Steilmann-Boecker stark angestiegen. Die Gesamtverschuldung nach Bilanz betrug in 2011 € 4,9 Mio. und lag zum 31.12.2012 bei € 26,5 Mio.

Durch die ebenfalls deutliche Zunahme der Barmittel auf € 19,1 Mio. betrug die Nettoverschuldung (ohne Berücksichtigung der Verpflichtungen aus Operating Leases) zum 31.12.2012 € 7,4 Mio.

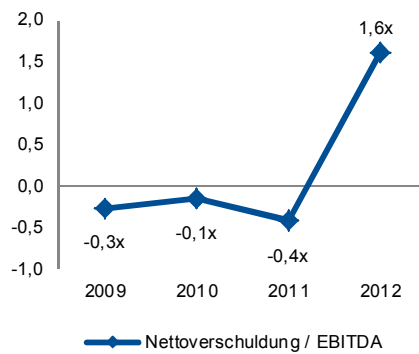
**Off-Balance Sheet Verbindlichkeiten** Neben den in der Bilanz aufgeführten Schulden hat das Unternehmen Verbindlichkeiten aus Operating Lease Verträgen, welche im Wesentlichen Immobilien aber auch Fahrzeuge sowie IT betreffen. Der Barwert der Mindestleasingzahlungen aus Operating Lease Verträgen lag 2012 bei € 39,6 Mio. (2011: € 35,6 Mio.)<sup>40</sup> und die Aufwendungen für Operating Leases betragen € 6,2 Mio. (2011: € 5,0 Mio.). Die Operating Leases erhöhen deutlich die bereinigten Zinsaufwendungen, aber gleichzeitig auch das EBITDA bzw. EBIT.

**EK-Quote** Ziel der Kapitalsteuerung des Unternehmens ist es ein starkes Rating und eine gute Eigenkapitalquote sicherzustellen. Aufgrund der Gewinnrücklage ist das Eigenkapital in 2012 von € 17,3 Mio. auf € 18,2 Mio. gestiegen. Jedoch wurde die Eigenkapitalquote, wie erwartet, durch die Anleiheemission gedrückt. Zum 31.12.2012 betrug die Eigenkapitalquote 32,8%, (2011: 53,1%). Die Eigenkapitalquote auf Basis der um die Nettokasse-Position (€ 19,1 Mio.) bereinigten Bilanzsumme beträgt dennoch 50,0%. Damit verfügt Steilmann-Boecker weiterhin über eine überdurchschnittlich hohe Eigenkapitalausstattung.

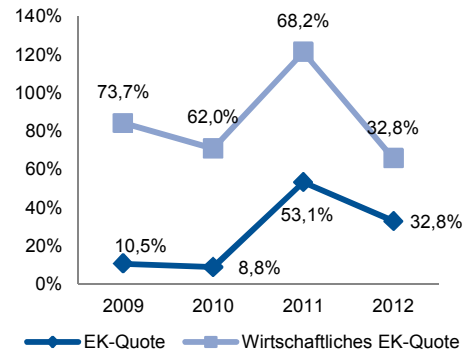
<sup>39</sup> Annahmen: Zinssatz: 6,0%. Gleiche Leasingzahlungen zwischen den Jahren 2 und 5.

<sup>40</sup> Annahmen IKB Berechnung: Zinssatz: 6,0%; gleiche Leasingzahlungen in den Jahren 2 und 5.

### Nettoverschuldung / EBITDA



### EK-Quote



Quelle: Steilmann-Boecker.

Quelle: Steilmann-Boecker.

#### Erfolgreiche Anleihe-Begebung

Im Juni 2012 hat die Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG erstmals in der Unternehmensgeschichte eine Anleihe begeben. Diese Senior unsecured Anleihe ist mit einem Kupon von 6,75% verzinst und hat eine Laufzeit von 5 Jahren. Die Anleiheinvestoren erhalten als zusätzliche Sicherheit eine Erfüllungsübernahme der Muttergesellschaft Steilmann Holding AG. Das Papier konnte je zur Hälfte bei institutionellen Anlegern und Privatinvestoren platziert werden.

#### Verwendung des Nettoerlöses

Die Mittel aus der Anleiheemission wurden hauptsächlich für die Übernahme der ADLER Modemärkte AG sowie den weiteren Filialausbau verwendet.

#### Aufstockung im Juni 2013

Im Juni 2013 erfolgte die Aufstockung der Anleihe auf € 30,6 Mio. im Rahmen einer Privatplatzierung ausschließlich an institutionelle Investoren, vorwiegend im europäischen Ausland. Die zufließenden Mittel werden überwiegend zur Refinanzierung der mehrheitlichen Übernahme von ADLER verwendet.

### Übersicht der Anleihe

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			Yield (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform	Datum	Preis	Preis				
DE000A1PGWZ2	Steilmann-Boecker Fashion Point	30,6	6,75	27.06.2017	BBB		Nicht callable	101	6,49	556,8	Senior Unsecured	

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

## Key Financials Steilmann-Boecker GmbH (FY Ende: 31.12, 2009-2010 HGB, danach IFRS, in € Mio.)

Zusammenfassung GUV	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY 2012 Post-Money Pro-Forma <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	42,1	47,9	55,9	63,4	63,4
y-o-y		13,9%	16,7%	13,4%	
Rohrertrag	18,3	21,1	24,5	28,5	28,5
Rohrertragsmarge	43,6%	44,0%	43,8%	45,0%	45,0%
EBITDA (bereinigt)	2,5	3,7	3,2	4,0	4,0
Marge	5,9%	7,8%	5,7%	6,4%	6,4%
EBIT (bereinigt)	2,0	3,3	2,7	3,5	3,5
Marge	4,7%	6,9%	4,8%	5,6%	5,6%
EBITDAR	5,6	7,2	8,2	10,3	10,3
Marge	13,3%	15,1%	14,7%	16,2%	16,2%
<b>Zusammenfassung Cash Flow</b>					
FFO	2,0	2,6	3,0	3,3	3,3
Veränderung des Working Capitals	(3,0)	(0,8)	(1,4)	(1,9)	(1,9)
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>(1,1)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
CAPEX	(0,1)	(2,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Verschuldungsstruktur</b>					
Anleihen	0,0	0,0	0,0	25,6	30,6
Zinsen auf Anleihe				0,9	0,9
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>26,5</b>	<b>31,5</b>
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	0,6	0,5	1,4	19,1	24,1
<b>Nettoverschuldung nach Bilanz</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern bzw. verbundenen Unternehmen	7,8	8,8	4,9	0,0	0,0
Finanzierungsleasing				0,2	0,2
Operating Leases	22,0	25,0	35,6	39,6	39,6
Pensionen und ähnliches	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>29,9</b>	<b>33,9</b>	<b>40,6</b>	<b>66,4</b>	<b>71,4</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>29,3</b>	<b>33,4</b>	<b>39,2</b>	<b>47,3</b>	<b>47,3</b>
<b>Kennzahlen</b>					
FFO / Nettoverschuldung	-307,1%	-479,0%	-219,5%	44,6%	44,6%
Adj. FFO / Adj. Nettoverschuldung	12,9%	13,9%	15,0%	15,1%	7,0%
Free Cash Flow / EBITDA	-48,1%	-10,0%	38,6%	26,5%	26,5%
Adj. Free Cash Flow / EBITDAR	10,6%	22,9%	50,1%	47,8%	10,5%
EBITDA Zinsdeckung	0,8x	12,1x	5,7x	4,1x	2,2x
EBITDAR adj. Zinsdeckung <sup>(b)</sup>	3,5x	4,3x	3,4x	3,5x	5,6x
Gesamtverschuldung / EBITDA	0,0x	0,0x	0,0x	6,3x	7,6x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	5,4x	4,7x	4,9x	6,5x	7,0x
Nettoverschuldung / EBITDA	-0,3x	-0,1x	-0,4x	1,6x	1,6x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	5,2x	4,6x	4,8x	4,6x	4,6x
Gesamtverschuldung nach Bilanz / Bilanzsumme	0,0%	0,0%	0,0%	46,1%	55,1%
EK Quote	10,5%	8,8%	53,1%	32,8%	32,8%
Wirtschaftliches EK-Quote <sup>(c)</sup>	73,7%	62,0%	68,2%	32,8%	32,8%

(a) IKB Pro-Forma Berechnung. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach der Anleiheaufstockung im Juni 2013 bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen (ohne Konsolidierung von ADLER). Wesentliche Annahmen: Die Mittel aus der Anleiheaufstockung bleibt vorerst als Kasse im Unternehmen.

(b) Zinsen um kalkulatorische Zinsen aus Operating Leases angepasst.

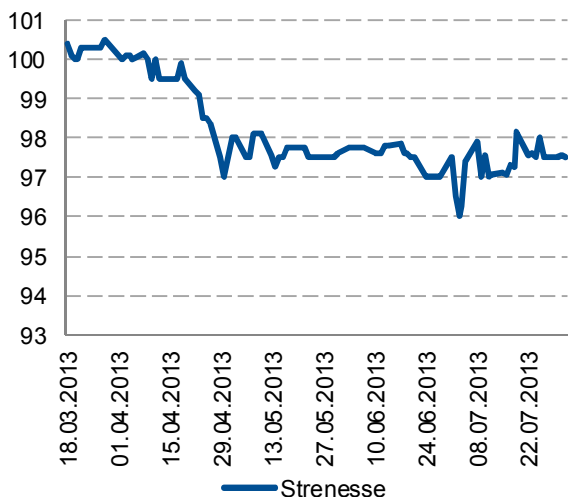
(c) Wirtschaftliches EK = bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen.

Quellen: Steilmann-Boecker Abschlüsse, IKB Analyse.

# Strenesse AG

## Credit Summary: Neue Geschäftsausrichtung nach Generationswechsel

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	67,6	66,5
EBIT	0,3	2,0
EBITDA	2,2	2,9
EBITDA Zinsdeckung	1,7x	2,4x
FFO / Nettoverschuldung	35,6%	-1,1%
Nettoverschuldung / EBITDA	4,6x	3,2x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	37,3%	36,4%
Eigenkapitalquote	12,4%	14,3%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	23,7%	27,0%

FY Ende: 31.05.

Quellen: Strenesse IKB Analyse.

### Termine

15.03.2014	Laufzeitende der Anleihe
------------	--------------------------

- Als Premium-Modeanbieter sah sich die inhabergeführte Strenesse AG („Strenesse“) in den letzten Jahren mit rückläufigen Umsätzen konfrontiert. Im Geschäftsjahr 2011/12 (31.05.2012) führte jedoch ein Umsatzanstieg von 5,4% zu einem positiven Konzernüberschuss von € 1,7 Mio. Dagegen fiel der Konzern-Überschuss in 2012/13 mit lediglich € 0,1 Mio. eher bescheiden aus. Ein langfristiger Aufwärtstrend muss sich erst noch zeigen.
- Seit 2012 übernahm Luca Strehle, Sohn des Mehrheitsaktionärs Gerd Strehle, die Unternehmenssteuerung. Luca Strehle hat einen neuen Wachstumsplan für das Unternehmen erarbeitet, der v.a. den Ausbau des Filialnetzes in Deutschland vorsieht.
- Die Banken haben im Geschäftsjahr 2011/12 die Kreditlinien zum 28.02.2013 verlängert, waren jedoch nicht bereit, den Kreditrahmen zu erweitern<sup>41</sup>. Um eine langfristige finanzielle Aufstellung des Unternehmens zu ermöglichen, sind die Aktionäre und das Unternehmen auf der Suche nach Investoren. Bisher blieben die Gespräche noch ohne Erfolg.
- Strenesse hat im März 2013 im Rahmen einer Privatplatzierung an institutionelle Investoren in der EU und der Schweiz eine einjährige Anleihe (Kupon: 9%) über € 12,0 Mio. begeben.
- Der Emissionserlös dient vorrangig der Ablösung von Finanzverbindlichkeiten, der Forcierung der strategischen Neuausrichtung sowie der Wachstumsfinanzierung.
- In den letzten Unternehmenszahlen (zum 31.05.2013) gab das Unternehmen bekannt, dass es aufgrund der Eurokrise sowie schlechten Auftragszahlen mit einem negativen Ergebnis für 2012/13 plant. Hinzu kommt noch die höhere Zinsbelastung aus der Anleihe.
- Eine Lösung, wie das Unternehmen seine Unternehmensanleihe (fällig im März 2014) zurückführen wird, wurde noch nicht kommuniziert.
- Ende Juli meldete das Unternehmen eine starke Nachfrage nach seiner Frühjahr / Sommer Kollektion unter der Leitung der neuen Kreativdirektorin Natalie Acatrini.
- Nach anfänglichen Kursgewinnen verlor die Anleihe ab April 2013 an Wert und notiert seitdem zwischen 96% und 98%.

<sup>41</sup> Quelle: Augsburger Allgemeine Zeitung, Problemschuh will sich Strenesse nicht anziehen, 25.04.2013.

## Unternehmensprofil

<b>Historie</b>	<p>Die Strenesse AG („Strenesse“) mit Sitz in Nördlingen ist ein in der dritten Generation familiengeführtes Unternehmen mit Schwerpunkt auf Premium-Modelabel. Das bereits 1949 als Wohlfahrt &amp; Co. durch die Familie Strehle gegründete Unternehmen führte das Label Strenesse bereits im Jahr 1969 ein. In den 90er Jahren wurde die Premium-Marke Strenesse durch den Namenszusatz der Chefdesignerin Gabriele Strehle personalisiert und die Linie Strenesse Blue kreiert.</p> <p>Seit 2002 bietet das Unternehmen auch Herrenmode unter dem Label Strenesse Men an. Zwischen 2006 und 2013 war Strenesse offizieller Ausstatter der deutschen Fußballnationalmannschaft. Allerdings entschied das Unternehmen Mitte 2013 gegen die Verlängerung des Vertrages, um sich stärker auf Frauen-Mode konzentrieren zu können.</p>
<b>Marke und Zielgruppe</b>	<p>Derzeit vertreibt das Unternehmen die Marke „Strenesse Gabriele Strehle“ und „Strenesse Blue“. „Strenesse Gabriele Strehle“ zielt auf die moderne Frau, welche einen gehobenen Status und gesellschaftliche und berufliche Verpflichtungen hat und nach stilicherer Kleidung verlangt. Demgegenüber ist „Strenesse Blue“ für eine jüngere Kundschaft und lässiger ausgelegt.</p> <p>Ab der kommenden Saison (Herbst/Winter 2013/14) werden die Linien „Strenesse Gabriele Strehle“ und „Strenesse Blue“ unter der Marke „Strenesse“ zusammengeführt. Auch die Kollektionen sollen von 600 auf 400 Teile gestrafft werden.</p> <p>Die Marke Strenesse ist im Premium-Segment positioniert und liegt, was die Exklusivität betrifft, etwa auf einer Ebene mit den deutschen Modeunternehmen BOSS und RENÉ LEZARD.</p>
<b>Absatzmärkte</b>	<p>Wichtigster Markt für das Unternehmen ist der deutschsprachige Raum, wo das Unternehmen derzeit 2/3 der Umsätze über Handelspartner auf Strenesse eigenen Verkaufsflächen generiert.</p> <p>Darüber hinaus liegen die Kernmärkte in Italien, Japan, den USA und Osteuropa/Russland, wobei in Zukunft weitere asiatische Märkte und der arabische Raum erschlossen werden sollen. In Japan konnte ein neuer Vertragspartner gewonnen werden, von dem sich das Unternehmen ein größeres Wachstumspotential verspricht. Der Exportanteil im Wholesale-Geschäft belief sich im Geschäftsjahr 2011/12 auf 20,7%, was leicht unter dem Vorjahreswert von 21,2% liegt.</p>
<b>Vertikale Ausrichtung, Ausweitung der Retailaktivitäten</b>	<p>Insgesamt zielt Strenesse auf eine stärkere vertikale Ausrichtung, um den Anforderungen des Marktes und der Kunden besser gerecht zu werden. International liegt der Fokus auf der Entwicklung von Franchise Shops, Shop-in-Shop Konzepten und Verkaufsflächen mit Handelspartnern und Multilabel-Kaufhäusern.</p> <p>Ein weiteres wichtiges Standbein der Vertriebsstrategie ist die Ausweitung der eigenen Retailaktivitäten, was sich auch in der Eröffnung neuer Monostores in Wiesbaden und Düsseldorf in 2011/12 widerspiegelt.</p> <p>Neben der Retail-Expansion setzt das Unternehmen auch auf eine kontrollierte Forcierung der Outlet-Strategie und plant neue Standorte zu eröffnen. Darüber hinaus nimmt der Bereich E-Commerce eine zunehmend wichtigere Rolle ein.</p>
<b>Auftragsbezogene Produktion</b>	<p>Strenesse produziert auftragsbezogen. Hiermit wird sowohl eine frühzeitige Einschätzung der künftigen Geschäftsentwicklung als auch eine marktgerechte Reaktion auf eine unterschiedliche Marktnachfrage ermöglicht.</p> <p>Strenesse verfolgt die Strategie, die Produktionsbetriebe zu kontrollieren und die Ware vor Ort in Asien und Südeuropa während der Fertigung zu begleiten. Insgesamt beschäftigte Strenesse zum 31.05.2012 408 Mitarbeiter.</p> <p>Europa ist der Hauptproduktionsstandort für Strenesse. Das Zentrum für die Entwicklung des Produktions-Know-hows befindet sich in der Firmenzentrale in Nördlingen, wo etwa 200 Mitarbeiter in der Produktion arbeiten. Die Stoffe für die Produktion kommen größtenteils aus Italien.</p>

**Management und andere Schlüsselpersonen**

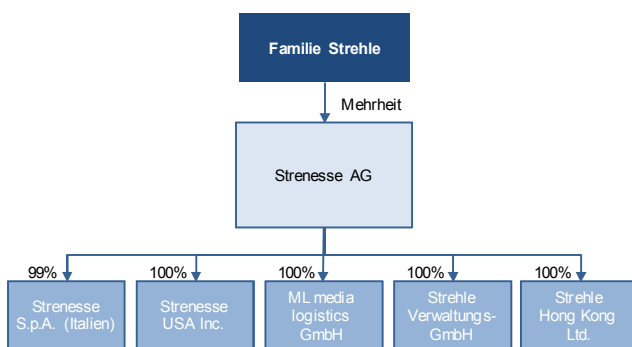
In 2012 kam es zu einem Führungswechsel bei Strenesse. Luca Strehle, Sohn des Mehrheitsaktionärs Gerd Strehle, übernahm die CEO Position. Gerd Strehle wechselte in den Aufsichtsrat.

Einen wichtigen strategischen Unternehmensschritt stellt das Ausscheiden der Chefdesignerinnen Gabriele und Viktoria Strehle (verantwortlich für die Linie Strenesse Blue) aus dem Unternehmen dar. Zum 1. Februar 2013 wurde Natalie Acatrini, u.a. als Exklusive Freelancerin in der Vergangenheit für Labels wie Boss Women und ESCADA AG tätig, zur Kreativdirektorin bestellt. Sie soll vor allem die Frühjahrs- und Sommerkollektion 2014 im Hause Strenesse entwickeln.

**Neue strategische Ausrichtung**

Unter der Leitung von Luca Strehle wird das Unternehmen strategisch neu ausgerichtet. Die Zahl der Filialen in Deutschland soll sich bis 2017 auf ca. 40 verdreifachen. Die verschiedenen Marken werden unter „Strenesse“ zusammengeführt und die Kollektionen sollen aus Kostengründen gestrafft werden.

**Unternehmensstruktur**



Quellen: Strenesse Konzernabschluss 2011/12, IKB Analyse.

- Die Anteile an der Strenesse AG werden mehrheitlich von der Familie Strehle gehalten.
- Zum Konzern gehört auch die italienische Vertriebstochter Strenesse S.p.A. in Mailand und die Vertriebstochter in New York, Strenesse USA Inc.
- Darüber hinaus hält Strenesse 100% der Anteile an der ML media logistics GmbH, der Strenesse Verwaltungs-GmbH sowie an der Strenesse Hong Kong Ltd., die nicht in den Konzernabschluss einbezogen sind.
- In Japan arbeitet Strenesse mit Sanki Shoji Co. Ltd. als Vertriebspartner zusammen.

## Unternehmenszahlen 2011/12 (Strenesse-Konzern, FY Ende: 31.05.)

Leichter Umsatzrückgang und niedrigere Rohertragsmarge

Nach einer Erholung der Umsätze im Jahr 2010/11 auf € 67,6 Mio. gingen die Umsätze in 2011/12 wieder leicht um 1,6% auf € 66,5 Mio. zurück. Nach Unternehmensangaben ist dies hauptsächlich auf die Schließung eines Shops im Retail-Business sowie die Zusammenlegung mehrerer Kollektionen zurückzuführen. Zudem leitete das Unternehmen unter Kaufzurückhaltung in Südeuropa, vor allem in Italien. Im Retailgeschäft wurde flächenbereinigt ein Umsatzplus von 1,3% erzielt. Die Rohertragsmarge fiel mit 53,2% im Vergleich zum Vorjahr etwas schwächer aus, lag aber bei einem für die Bekleidungsindustrie guten Wert.

EBITDA / EBIT

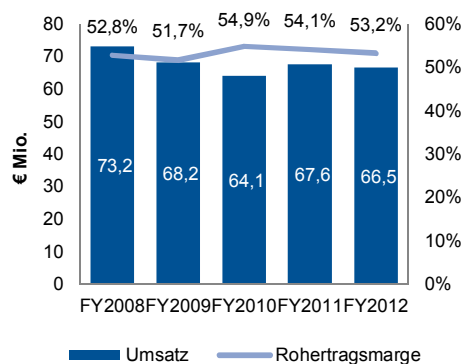
Das Ergebnis im Vorjahr (2010/11) wurde durch liquiditätswirksame Sondereffekte wie z.B. sonstige betriebliche Erträge durch Auflösung eines bestehenden Mietvertrages i.H.v. € 2,9 Mio. beeinflusst. Ohne diese würde das Unternehmen ein leicht negatives operatives Ergebnis ausweisen.

Im Geschäftsjahr 2011/12 erzielte das Unternehmen ein EBITDA von € 2,9 Mio. (Vj.: € 5,1 Mio. unbereinigt) und ein EBIT von € 2,0 Mio. (Vj.: € 3,2 Mio. unbereinigt). Rechnet man die Sondereffekte in 2010/11 heraus, hat sich die operative Marge ggü. dem Vorjahr deutlich verbessert.

Nettoergebnis

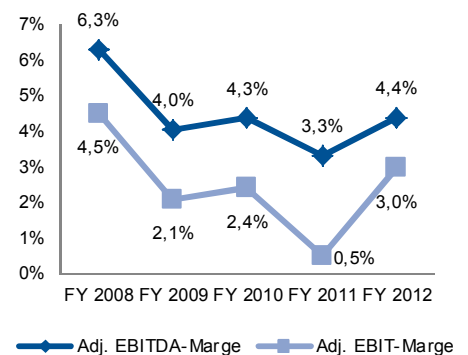
Das Konzerngesamtergebnis fiel von € 1,7 Mio. in 2010/11 auf € 0,1 Mio.

Umsatz und Rohertragsmargen



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

Adj. EBITDA- und EBIT-Marge

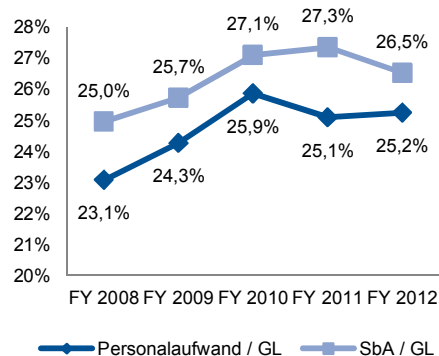


Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

Cash Flow

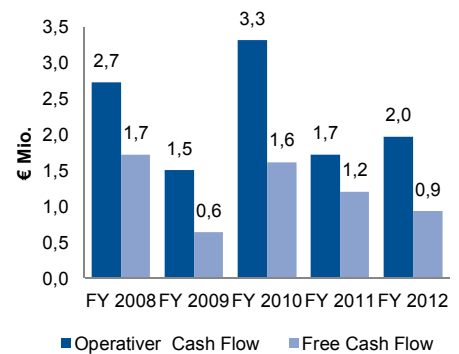
Der operative Cash Flow konnte im Geschäftsjahr 2011/12 wieder zulegen und betrug € 2,0 Mio. (Vorjahr: € 1,7 Mio.). Aufgrund der gestiegenen CAPEX-Auszahlungen betrug der Free Cash Flow lediglich € 0,9 Mio. (Vj.: € 1,2 Mio.).

Personal- und sbA-Quote



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

Cash Flow



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

**Auftragslage**

Im Geschäftsjahr 2011/12 konnte der Vorordereingang für die Herbst/Winter-Kollektion den Vorjahreswert um 5,9% übertreffen. Da die Nach- und Lagerorder nahezu stabil blieben, fiel die Auftragsbilanz positiv aus.

**Ausblick für das  
Geschäftsjahr 2012/13**

Nach dem Geschäftsbericht 2011/12 zeigt der Auftragseingang für die Kollektion Herbst / Winter 2012/13 ein deutliches Auftragsminus (-9,4%) zum Vorjahr. Strenesse plant vor dem Hintergrund der unsicheren Konsum- und Konjunkturaussichten des Marktes für 2012/13 mit einem negativen Ergebnis. Erst im Geschäftsjahr 2013/14 sowie 2014/15 rechnet man mit einer Umsatzsteigerung.

**Starke Nachfrage nach  
der neuen Kollektion  
von Nathalie Acatrini**

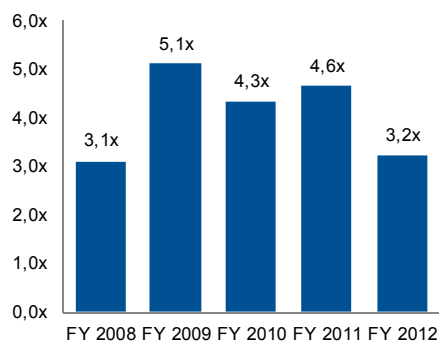
Ende Juli 2013 meldete das Unternehmen eine starke Nachfrage nach seiner Frühjahr / Sommer-Kollektion 2014, der ersten unter Leitung der neuen Kreativdirektorin Natalie Acatrini. So haben große Kaufhäuser in den USA die neue Kollektion wieder in ihr Sortiment aufgenommen. Auch das italienische Geschäft verbucht deutliche Orderzuwächse.

In den kommenden Monaten wird Strenesse zwei weitere Stores in Deutschland eröffnen.

## Verschuldung (Strenesse Konzern)

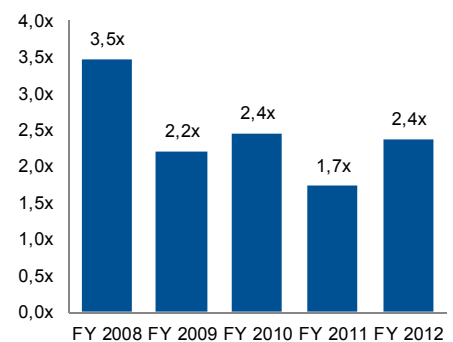
<b>Bilanzielle Verschuldung</b>	Per 31.05.2012 besteht die Unternehmensfinanzierung aus drei wesentlichen Komponenten: Neben den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten besteht ein nachrangiges Gesellschafterdarlehen von Gerd Strehle i.H.v. € 3,5 Mio. sowie ein Mezzaninekapital i.H.v. € 5,0 Mio. von der Bayerischen Beteiligungsgesellschaft, welches im Geschäftsjahr 2007/08 aufgenommen wurde.  Zwischen 2008 und 2012 hat das Unternehmen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten kontinuierlich reduziert. Lag die Verschuldung zum Ende FY 2008 noch bei € 9,2 Mio. , betrug sie im Geschäftsjahr 2011/12 nur noch € 5,0 Mio.
<b>Gescheiterte Investorsuche</b>	Zur Umsetzung des Wachstumsplans benötigte das Unternehmen Finanzierungen. Die von den Banken gewährten Kreditlinien wurden bis zum 28.02.2013 prolongiert. Allerdings waren die Banken nicht bereit, den Kreditrahmen zu erweitern <sup>42</sup> . Um eine langfristige Lösung anzustreben, haben die Aktionäre und das Unternehmen Investoren gesucht. Bisher blieben die Gespräche ohne Erfolg.
<b>Spezifikationen der Anleihe</b>	Das Unternehmen hat im März 2013 eine einjährige unbesicherte Anleihe begeben, mit einem Kupon von 9,0%. Im Rahmen einer Privatplatzierung an institutionelle Investoren aus der EU und der Schweiz konnten € 12 Mio. platziert werden. Strenesse zahlt den Kupon vierteljährlich und hat die Möglichkeit die Anleihe frühzeitig zurückzuzahlen.
<b>Verwendung der Emissionserlöse</b>	Mit den Emissionserlösen sollen die Bankverbindlichkeiten zurückgezahlt werden. Die restlichen Emissionserlöse plant das Unternehmen zur internationalen Expansion und sonstigen Wachstumsfinanzierung sowie zur Forcierung der strategischen Neuausrichtung zu verwenden.
<b>Off-Balance Verschuldung</b>	Neben der bilanziellen Verschuldung hat das Unternehmen Verbindlichkeiten aus Miet- und Leasingverträgen. Die Aufwendungen für Miet- und Leasingverträge betragen im Geschäftsjahr 2011/12 € 5,2 Mio.

**Nettoverschuldung / Adj. EBITDA<sup>43</sup>**



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

**Adj. EBITDA Zinsdeckung<sup>44</sup>**



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

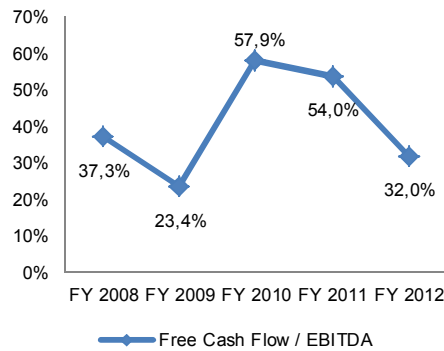
<b>Eigenkapitalausstattung</b>	Durch die Nettoverluste in den Geschäftsjahren 2004/05 (€ 2,0 Mio.) sowie 2005/06 (€ 7,6 Mio.) wurde das Eigenkapital aufgezehrt, so dass das Unternehmen zum 31.05.2006 ein negatives Eigenkapital i.H.v. € 2,2 Mio. auswies.  Durch die Thesaurierung der Gewinne konnte die Eigenkapitalbasis in der Zwischenzeit wieder langsam aufgebaut werden. Per 31.05.2012 betrug das bilanzielle Eigenkapital € 3,9 Mio., was einer EK-Quote von 14,3% entspricht. Die wirtschaftliche Eigenkapital-Quote (bilanzielles EK plus € 3,5 Mio. nachrangige Gesellschafterdarlehen) betrug 27,0%.
--------------------------------	---

<sup>42</sup> Quelle: Augsburger Allgemeine Zeitung, Problemschuh will sich Strenesse nicht anziehen, 25.04.2013.

<sup>43</sup> Nettoverschuldung ohne Gesellschafterdarlehen. 2011 EBITDA bereinigt um die Einmaleffekte i.H.v. € 2,9 Mio.

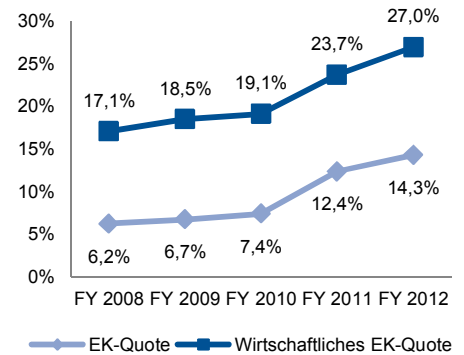
<sup>44</sup> 2011 EBITDA bereinigt um die Einmaleffekte i.H.v. € 2,9 Mio.

**Free Cash Flow / EBITDA**



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

**Eigenkapital-Quote<sup>45</sup>**



Quellen: Strenesse, IKB Analyse.

**Übersicht Anleihe**

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			Yield (%)	Z-Spread	Rang
					Creditreform		Datum	Preis	Preis			
DE000A1TM7E4	Strenesse AG	12	9,00	15.03.2014	N.A.		NA	NA	97,5	12,43	1214,1	NA

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

<sup>45</sup> Wirtschaftliches Eigenkapital = Eigenkapital nach Bilanz + Gesellschafterdarlehen.

## Key Financials (FY Ende: 31.05., HGB)

Zusammenfassung GUV (€ Mio.)	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2012 (Pro-Forma) <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	73,2	68,2	64,1	67,6	66,5	66,5
y-o-y		-6,7%	-6,0%	5,4%	-1,6%	
Rohertrag	39,0	34,9	35,4	36,9	35,4	35,4
Marge	52,8%	51,7%	54,9%	54,1%	53,2%	
EBIT	3,3	1,4	1,5	0,3	2,0	2,0
Marge	4,5%	2,1%	2,4%	0,5%	3,0%	3,0%
EBITDA	4,6	2,7	2,8	2,2	2,9	2,9
Marge	6,3%	4,0%	4,3%	3,3%	4,4%	4,4%
EBITDAR	9,1	7,3	7,9	7,8	8,1	8,1
Marge	12,3%	10,8%	12,3%	11,5%	12,1%	12,1%
<b>Zusammenfassung Cash Flow (€ Mio.)</b>						
FFO	5,2	(0,8)	1,6	3,7	(0,1)	(0,9)
Veränderung des Working Capitals	(2,5)	2,3	1,7	(2,0)	2,1	2,1
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>
CAPEX	(1,0)	(0,9)	(1,7)	(0,5)	(1,0)	(1,0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>
<b>Verschuldungsstruktur (€ Mio.)</b>						
Anleihe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	10,0	9,2	7,7	6,5	5,0	0,0
Mezzanine-Kapital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>15,0</b>	<b>14,2</b>	<b>12,7</b>	<b>11,5</b>	<b>10,0</b>	<b>17,0</b>
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	0,6	0,4	0,6	1,1	0,6	7,0
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>12,1</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>
Gesellschafterdarlehen	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Operating Leases <sup>(b)</sup>	35,7	36,9	41,0	44,6	41,3	41,3
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>54,2</b>	<b>54,6</b>	<b>57,3</b>	<b>59,6</b>	<b>54,8</b>	<b>61,8</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>53,6</b>	<b>54,2</b>	<b>56,6</b>	<b>58,5</b>	<b>54,2</b>	<b>54,8</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung	36,3%	-6,0%	13,3%	35,6%	-1,1%	-8,9%
Adj. FFO <sup>(c)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	15,3%	4,1%	8,9%	12,7%	6,2%	4,7%
Free Cash Flow / EBITDA	37,3%	23,4%	57,9%	54,0%	32,0%	5,2%
Adj. Free Cash Flow <sup>(c)</sup> / EBITDAR	51,7%	50,6%	63,6%	63,0%	54,2%	44,5%
EBITDA Zinsdeckung	3,5x	2,2x	2,4x	1,7x	2,4x	1,4x
EBITDAR adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	3,2x	2,6x	2,8x	2,5x	2,7x	2,2x
Gesamtverschuldung / EBITDA	3,2x	5,2x	4,6x	5,1x	3,4x	5,8x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	6,0x	7,5x	7,2x	7,6x	6,8x	7,7x
Nettoverschuldung / EBITDA	3,1x	5,1x	4,3x	4,6x	3,2x	3,4x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	5,9x	7,4x	7,1x	7,5x	6,7x	6,8x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	46,5%	47,8%	42,7%	37,3%	36,4%	61,6%
Eigenkapital-Quote	6,2%	6,7%	7,4%	12,4%	14,3%	14,3%
Wirtschaftliches Eigenkapital-Quote <sup>(e)</sup>	17,1%	18,5%	19,1%	23,7%	27,0%	27,0%

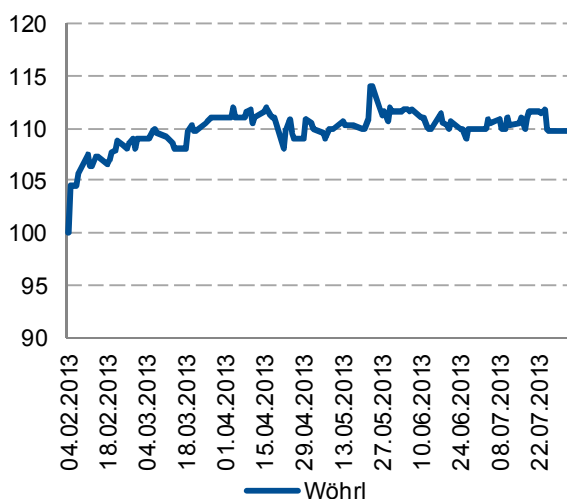
- (a) IKB Pro-Forma Berechnung. Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach der Anleiheemission im März 2013 bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen. Wesentliche Annahmen: Aus dem Nettoerlös von € 11,4 Mio. (geschätzte Transaktionskosten: 5%) werden € 5 Mio. für die Tilgung von Bankkrediten verwendet. Der verbleibende Betrag von € 6,4 Mio. bleibt vorerst als Kasse im Unternehmen.
- (b) IKB Schätzung. Annahme: Verbindlichkeiten aus Operating Leases = Leasing- und Mietaufwand für Immobilien x 8.
- (c) Angepasst um Operating Leases.
- (d) Dabei handelt es sich um das um Operating Leasing angepasste Zinsergebnis (Zinsaufwand + Mietaufwendungen / 3).
- (e) Wirtschaftliches EK setzt sich aus bilanziellem Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen zusammen.

Quellen: Strenesse Konzernabschlüsse, IKB Analyse.

# Wöhl

## Credit Summary – Chancen und Risiken in Verbindung mit der Übernahme von SinnLeffers

### Anleihe Kursentwicklung seit Emission



Quelle: Bloomberg.

### Key Financials und Ratios

(in € Mio.)	FY2011	FY2012
Umsatzerlöse	287,9	271,1
EBIT	11,0	6,9
EBITDA	16,1	11,5
EBITDA Zinsdeckung	5,7x	4,6x
FFO / Nettoverschuldung	204,2%	23,2%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,4x	1,8x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	23,3%	39,0%
Eigenkapitalquote	23,8%	12,5%
Wirtschaftliches Eigenkapitalquote	42,0%	28,8%

FY Ende: 31.03.

Quellen: Rudolf Wöhl AG, IKB Analyse.

### Termine

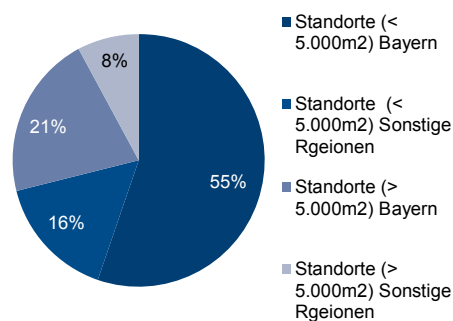
August 2013	1. Folgerating
30. September 2013	Zwischenabschluss zum 30. Juni 2013
9. Oktober 2013	1. Zinszahlung

- Die Rudolf Wöhl AG betreibt 38 Modehäuser in Deutschland (davon: 31 in Bayern). Das Unternehmen ist fest in Deutschland verwurzelt und blickt auf eine traditionsreiche Unternehmensgeschichte zurück.
- Trotz jüngster Abschwächung des Ergebnisses aufgrund des Umsatzrückganges erwirtschaftete das Unternehmen in FY 2011/12 ein solides Ergebnis und einen positiven Operating Cash Flow.
- Im Januar 2013 übernahm die Familie Wöhl über die Beteiligungsgesellschaft WLSB die SinnLeffers GmbH. Die Wöhl AG befindet sich derzeit in Abstimmung eines Optionsvertrages zum Erwerb der SinnLeffers GmbH von der Familie.
- Nach erfolgreichem Kauf, würde sich die Wöhl Unternehmensgruppe auf 4.000 Mitarbeiter mit 60 Modehäusern und einem Gesamtumsatz von über € 600 Mio. deutlich vergrößern, was in dem von Verdrängungsdynamiken geprägten Bekleidungsmarkt ein Vorteil ist. Der geographische Footprint wird außerdem deutlich vergrößert.
- SinnLeffers hat sich erst im Geschäftsjahr 2009/10 im Rahmen eines Planinsolvenzverfahrens saniert und im Geschäftsjahr 2009/10 erstmals schwarze Zahlen geschrieben. Die Nachhaltigkeit des Turnarounds muss sich also erst zeigen.
- Zur Wachstumsfinanzierung (u.a. Übernahme von Modeunternehmen) und Modernisierung bestehender Standorte, sowie der Rückführung von Finanzverbindlichkeiten hat Wöhl im Februar 2013 eine mit 6,5% verzinste Unternehmensanleihe begeben, die seit Handelsbeginn eine sehr starke Performance aufweist.

## Unternehmensprofil

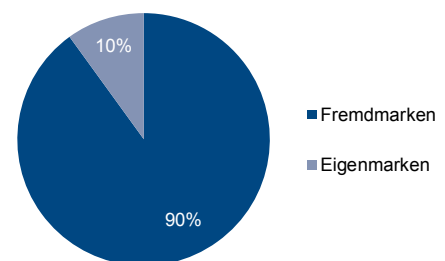
Familiengeführtes Unternehmen	Die Rudolf Wöhrl AG („Wöhrl“) mit Sitz in Nürnberg wurde 1933 gegründet und firmiert seit 2002 als Aktiengesellschaft. Gerhard Wöhrl übernahm 2004 die Aktienmehrheit und hielt somit 70% der Anteile. 2011 erwarb er zusätzliche Anteile von seinem Bruder Rudolf Wöhrl und hält seitdem über mehrere Gesellschaften 100% der Anteile des Unternehmens.
Standorte: Stärkung der Dezentralität	Die Wöhrl Gruppe betreibt mit 2.420 Mitarbeitern insgesamt 38 Filialen in Süd- und Ostdeutschland mit Schwerpunkt Bayern. Dabei werden vorrangig Geschäfte in Städten mittlerer Größe und Großstädten betrieben. Die Standorte sind in verschiedenen Gesellschaften organisiert und werden eigenständig geführt. Insbesondere sind die Modehäuser in den mittelgroßen Städten überdurchschnittlich rentabel <sup>46</sup> . Neben Modehäusern unter dem Namen „Wöhrl“ wird am Standort Nürnberg noch ein ESPRIT Franchise betrieben und in Würzburg ein Damenbekleidungshaus unter dem Namen „Völk“.
12 Immobilien im Familienbesitz, jedoch nicht in Konzern konsolidiert	Alle Immobilien werden gemietet und die Verkaufsflächen liegen im Einzelnen zwischen 1.500 qm und 18.500 qm, wobei 11 Häuser über eine Fläche von mehr als 5.000 qm verfügen. Zwölf der insgesamt 38 Immobilien stehen im Eigentum der TETRIS Grundbesitz GmbH & Co. KG <sup>47</sup> , welche sich im Besitz von Mitgliedern der Familie Wöhrl befinden, aber nicht Teil des Konzerns sind.
Produkte	Das Unternehmen vertreibt in seinen Modehäusern ein vielfältiges und ausgewogenes Angebot an bekannten Marken des Luxussegments (120 Marken). So werden führende Modemarken angeboten, u.a. Hugo Boss, Strellson, Tommy Hilfiger, Gerry Weber, Strenesse, Eterna, Olymp, Marc O'Polo, s.Oliver, Esprit, Tom Tailor, Adidas, Nike und Schöffel.
Sortiment angepasst an regionale Bedürfnisse	Wöhrl bietet ein an die regionalen Bedürfnissen angepasstes Sortiment in fünf Fachabteilungen an: Herren- und Damenbekleidung, Kinderkonfektion, Sportmode und Young Fashion. Ca. 90% der angebotenen Ware bezieht Wöhrl von Markenherstellern und ca. 10% der Waren sind Eigenmarken (z.B. Rudolf's, James B. Cook und Caranby's), die für Wöhrl exklusiv hergestellt werden.
Kunden	Zielkunden für Wöhrl sind markenbewusste Frauen und Herren mit einem Durchschnittsalter von etwa 50 Jahren, die auf Qualität achten und gehobene Ansprüche haben. Die Kundenloyalität wird als sehr hoch eingestuft. Das Unternehmen erwirtschaftet bereits etwa zwei Drittel seiner Umsätze mit Stammkunden.
Stylecard: 1,5 Mio. Karteninhaber	Seit 1992 hat Wöhrl ein Kundenbindungsprogramm genannt „stylecard“, das als Grundlage für kundengruppenspezifische Ansprache dient. Aktuell hat Wöhrl ca. 1,5 Mio. Karteninhaber sowie mehr als 600.000 aktive Mitglieder.

### Standorte nach Größen und Regionen



Quellen: Wöhrl Wertpapierprospekt, IKB Analyse.

### Fremd- und Eigenmarken



Quellen: Wöhrl Wertpapierprospekt, IKB Analyse.

<sup>46</sup> Euler Hermes, Zusammenfassung des Ratingberichtes, 16.01.2013.

<sup>47</sup> An TETRIS sind Kinder von Gerhard Wöhrl: Oliver Wöhrl, Victoria Florence Fritsch und Ann-Christine Wöhrl zu knapp 46% beteiligt. Die Mehrheit (54,4%) der Kommanditanteile an der TETRIS hält Hans Rudolf Wöhrl, Bruder von Gerhard Wöhrl.

<b>Wettbewerber</b>	<p>Direkte Wettbewerber sind u.a. andere Modehäuser wie z.B. Peek &amp; Cloppenburg, Breuninger, Sport Scheck, welche die von Wöhl angebotenen Marken zu großen Teilen auch vertreiben, sowie Modeeinzelhandelsketten (z.B. Zara, H&amp;M) und Stores von Herstellern, deren Marken Wöhl anbietet (z.B. Esprit, Gerry Weber, Tom Tailor). Häufig haben Wettbewerber Verkaufsflächen in unmittelbarer Nähe zu den Modekaufhäusern von Wöhl.</p> <p>Vor dem Hintergrund des schnell wachsenden Online-Vertriebs sieht sich Wöhl auch mit Onlinehändlern wie z.B. Zalando und Amazon sowie den Onlineshops der Markenhersteller im Wettbewerb.</p>
<b>Diversifizierte Lieferantenbasis</b>	<p>Wöhl arbeitet mit ca. 1.500 Lieferanten zusammen, wobei das Unternehmen mit diesen keine langfristigen Lieferverträge abgeschlossen hat. Mit den 30 größten Lieferanten erzielte Wöhl im Geschäftsjahr 2011/12 ca. 61% des Gesamtumsatzes.</p>
<b>50% der Waren werden auf Kommissionsbasis bezogen</b>	<p>Im Geschäftsjahr 2011/12 wurden ca. 50% der Waren auf Kommissionsbasis oder als Depotwaren bezogen. Dabei beteiligen sich die Lieferanten partnerschaftlich am Absatzrisiko, was die Kapitalbindung von Wöhl gesenkt. Der Rest der eingekauften Waren ist sog. Own-Buy-Ware, d.h. Wöhl trägt das alleinige Absatz- und Verwertungsrisiko.</p>
<b>Strategie</b>	<p>Der strategische Fokus der Wöhl Gruppe zielt auf die Erhöhung der Flächenproduktivität. Dabei stehen die folgenden Maßnahmen im Vordergrund:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ein weiterer Ausbau der Kundenzufriedenheit und eine genaue Sortimentsanpassung auf die regionalen Kundenbedürfnisse.</li> <li>▪ Eine weitere organische Steigerung des Umsatzes und der Erträge durch den Ausbau von Verkaufsflächen und die Eröffnung weiterer Modehäuser. So sollen ca. fünf weitere Modehäuser bis 2017 eröffnet werden.</li> <li>▪ Eventueller Erwerb von SinnLeffers (mehr siehe unten).</li> <li>▪ Modernisierung der Verkaufsräume und Erhöhung des Anteils der margenstärkeren Eigenmarken von aktuell 10% auf bis zu 20% in den nächsten Jahren.</li> </ul>

**SinnLeffers Übernahme** Zum 4. Januar 2013 hat die Familie Wöhl (über die WSL Beteiligungs GmbH, München) die Übernahme der SinnLeffers GmbH bekanntgegeben.

Die Rudolf Wöhl AG befindet sich derzeit in Abstimmung eines Optionsvertrages zum Erwerb der SinnLeffers GmbH von der Familie (WSLB). Der Entwurf des Optionsvertrages sieht vor, dass die Annahme des Angebots zum Erwerb von SinnLeffers bis zum 31.01.2015 erklärt werden kann und der Kaufpreis durch die WSLB bestimmt wird.

**SinnLeffers  
Unternehmensprofil**

SinnLeffers betreibt 22 Modehäuser mit Schwerpunkt in Nordwesten Deutschlands und ist bekannt als Anbieter von Eigen- und Fremdmarken im gehobenen mittleren Preissegment. Mit rund 1.200 Mitarbeitern erwirtschaftete das Unternehmen im Geschäftsjahr 2010/11 einen Gesamtumsatz von € 257,2 Mio. und ein EBITDA von ca. € 7,9 Mio. (Marge: 3,1%). Die EK-Quote betrug per Ende Juli 2011 55,6%.

Von 2001 bis 2005 gehörte SinnLeffers zum KarstadtQuelle-Konzern, bis es von der Deutschen Industrie Holding (DIH)<sup>48</sup> übernommen wurde. Im August 2008 beantragte SinnLeffers die Eröffnung eines Insolvenz-Planverfahrens. Im Februar 2009 wurden im Rahmen des Sanierungskonzeptes zahlreiche Filialen geschlossen, v.a. diejenigen mit teureren Mieten. Am 08.05.2009 wurde das Insolvenzverfahren aufgehoben.

Die historischen Finanzdaten zeigen, dass SinnLeffers 2008 bzw. 2009 operativ Verluste erwirtschaftete. Im Geschäftsjahr 2009/10 wurde erstmals ein positives EBITDA von € 6,0 Mio. erwirtschaftet. Zahlen für das Geschäftsjahr 2011/12 sind nicht verfügbar. Ob SinnLeffers es schafft, in der Zukunft nachhaltig profitabel zu sein, ist noch offen. Die EBITDA-Marge 2010/11 liegt unter der von Wöhl. Da das Unternehmen aus der Insolvenz kam, bestanden zum 31.07.2011 keine nennenswerten Bankschulden.

**Ausgewählte Financials SinnLeffers (HGB, FY Ende: 31.07.)**

(€ Mio.)	2009/10	2010/11
Umsatzerlöse	248,7	257,2
Rohertrag	112,9	116,7
Marge	45,4%	45,4%
EBITDA	6,0	7,9
Marge	2,4%	3,1%
EBIT	0,0	2,1
Marge	0,0%	0,8%
Operating Cash Flow	(1,4)	9,4
Free Cash Flow	(2,3)	4,1
Eigenkapitalquote	53,9%	55,6%

*Quellen: SinnLeffers Jahresabschlüsse, IKB Analyse.*

**Kombination von Wöhl  
und SinnLeffers**

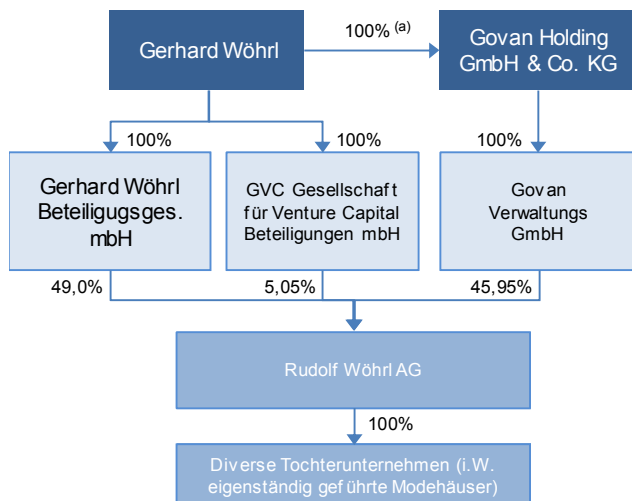
Nach der Übernahme von SinnLeffers würde Wöhl auf knapp 4.000 Mitarbeiter mit 60 Modehäusern und einem Gesamtumsatz von über € 600 Mio. wachsen. Die regionale Präsenz von Wöhl würde deutlich erweitert. Aufgrund der vergleichbaren Zielgruppe und einem ähnlichen Geschäftsmodell wären Synergiepotenziale im Bereich Einkauf, Logistik, Verwaltung und Marketing zu heben.

**Rating**

Seit dem ersten Rating vom 19.04.2012 besitzt Wöhl von Euler Hermes ein BB Rating mit stabilem Ausblick. Das Rating wurde erneut am 16. Januar 2013 bestätigt und unterliegt dem laufenden Monitoring.

<sup>48</sup> Eigentümer von DIH ist Peter Zühldorff, der 18 Jahre lang Chef von Wella war.

## Unternehmensstruktur



(a) Gerhard Wöhl hält über die GOVAN Beteiligungs GmbH 100% der Komplementär-Anteile an GOVAN Holding GmbH & Co. KG, deren Kommanditisten seine Kinder Olivier Wöhl, Victoria Florence Fritsch und Ann-Christine Wöhl sind.

Quelle: Wöhl Wertpapierprospekt.

- Die aktuelle Konzernstruktur entstand im September 2011 durch Verschmelzung der Rudolf Wöhl AG auf die ehemalige Wöhl Holding AG, die danach in Rudolf Wöhl AG umbenannt wurde.
- Herr Gerhard Wöhl hält 100% der Anteile an der Gerhard Wöhl Beteiligungsgesellschaft und der GVC Gesellschaft für Venture Capital Beteiligungen mbH. Dadurch hält er mittelbar 54,05% an der Rudolf Wöhl AG.
- Aufgrund eines ihm eingeräumten Nießbrauchs an der Mehrheit der Stimmrechte an der GOVAN Holding GmbH & Co. KG kann er sämtliche Stimmrechte an der Emittentin ausüben.
- Die Rudolf Wöhl AG ist als Linienorganisation aufgebaut. Die AG ist als Obergesellschaft Gruppe zugleich auch Emittentin der Anleihe. Sie erbringt alle zentralen Dienstleistungen (wie z.B. Einkauf, IT, Finanz- und Rechnungswesen, Logistik, Personalverwaltung etc.).
- Die einzelnen Modehäuser werden im Wesentlichen eigenständig geführt.

## Unternehmenszahlen GJ 2011/12 (FY: 31.03.) und 9 Monate 2012/13 (31.12.2012)

Eingeschränkte Vergleichbarkeit aufgrund der Verschmelzung

Die Geschäftszahlen FY 2012 (01.04.2012 bis 31.03.2013) sind nur eingeschränkt vergleichbar, da im September 2011 die Rudolf Wöhl AG und die Wöhl Holding verschmolzen wurden. Da die vormalige Wöhl Holding GmbH keinen nennenswerten Geschäftsbetrieb hatte, wurden als Vergleichszahlen die Rudolf Wöhl AG Zahlen angegeben.

FY 2011/12

Im Geschäftsjahr 2011/12 sind die Umsätze um 5,8% auf € 271 Mio. gesunken. Flächenbereinigt gingen die Umsätze um 3,8% zurück.

Dadurch ist auch der Rohertrag um € 9,2 Mio. auf € 128,1 Mio. zurückgegangen. Allerdings sank die Rohertragsmarge nur leicht auf 47,2% (Vj.: 47,7%).

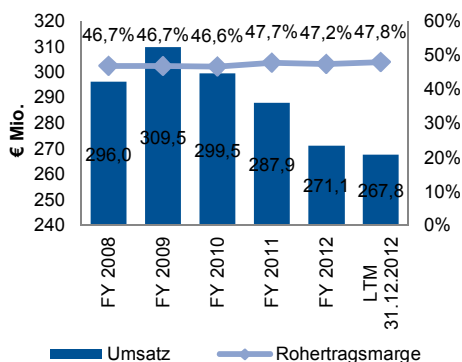
Neben den Aufwendungen für Waren und Personal sind die operativen Kosten geprägt durch die hohen Mietaufwendungen für die Modehäuser, welche nach Angaben von Euler Hermes in 2011/12 € 30,2 Mio. betragen.

EBIT

Das EBIT fiel auf € 6,9 Mio. (Vj.: € 11,0 Mio.) und die Marge verringerte sich auf 2,6% (Vj.: 3,8%).

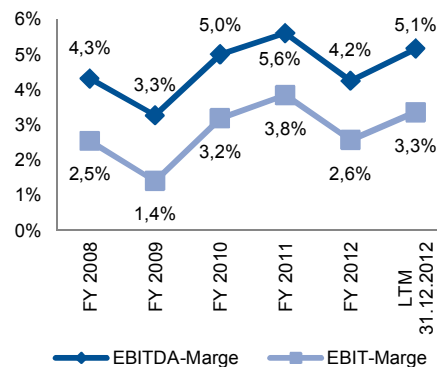
Wie auch in den vergangenen Jahren, konnte Wöhl einen positiven Jahresüberschuss erwirtschaften: Allerdings fiel dieser mit € 2,7 Mio. deutlich geringer aus als im Vorjahr (€ 5,5 Mio.).

### Umsatz und Rohertragsmarge



Quellen: Wöhrl, IKB Research.

### EBITDA- und EBIT-Marge



Quellen: Wöhrl, IKB Research.

#### Rückgang des Cash Flows

Aufgrund der schwächeren Geschäftslage sank der operative Cash Flow auf € 4,2 Mio. (Vj.: € 12,1 Mio.). Die Investitionen wurden deutlich erhöht. So investierte das Unternehmen € 8,3 Mio. (Vj.: € 0,9 Mio.) vor allem in den Ladenausbau und dabei insbesondere in die bestehende Filiale Ingolstadt. Das Unternehmen berichtete folglich einen negativen Free Cash Flow i.H.v. € -4,1 Mio. Die liquiden Mittel haben sich dadurch auf € 7,4 Mio. (Vj.: € 12,1 Mio.) verringert.

#### Investitionen

Das Unternehmen will im *aktuellen* Geschäftsjahr die Investitionen in den Ladenausbau wieder erhöhen und geht auf Basis der aktuellen Kostenstrukturen von einem positiven Ergebnis im Geschäftsjahr 2012/13 aus.

#### Bilanzzahlen durch Verschmelzung beeinflusst

Durch die Verschmelzung der Rudolf Wöhrl AG auf die vormalige Wöhrl Holding AG, haben sich starke Veränderungen in den Bilanzzahlen ergeben und eine Vergleichbarkeit mit den Vorjahreszahlen ist nur eingeschränkt möglich: So haben sich vor allem die Bankverbindlichkeiten um € 12,2 Mio. auf € 30 Mio. erhöht. Davon wurden allein € 9,2 Mio. durch die Verschmelzung verursacht.

#### 9-Monatszahlen (01.04. bis 31.12.2012)

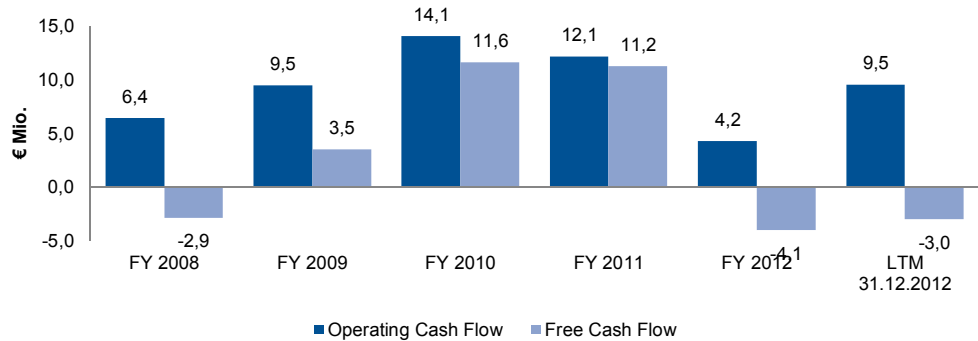
Im 9-Monats-Zeitraum (01.04. 2012 bis zum 31.12.2012) sind die Umsätze im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 1,6% auf € 204,7 Mio. zurückgegangen. Jedoch entwickelte sich der Geschäftsgang im 3. Quartal und insbesondere im Dezember besser. Für das gesamte Kalenderjahr 2012 belaufen sich die Umsätze auf € 267,8 Mio.

Die Rohertragsmarge konnte außerdem gegenüber dem Vorjahr um knapp 1% auf 48% gesteigert werden. Es wurde ein EBITDA von € 9,6 Mio. (Vj.: € 7,3 Mio.) erzielt. Die EBITDA-Marge konnte sich im Neunmonatszeitraum auf 4,7% verbessern (Vj.: 3,5%).

Die Cash Flows konnten nach dem deutlichen Rückgang im Geschäftsjahr 2011/12 wieder zulegen und der operative Cash Flow betrug € 13,1 Mio., was zu einem großen Teil auf geringere Vorräte und gestiegene Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen ist. Nach dem Abzug der Investitionen von € 7,8 Mio. ergibt sich ein Free Cash Flow von € 5,2 Mio.

Auf LTM Basis betragen der Operative Cash Flow und Free Cash Flow jeweils € 9,5 Mio. bzw. € -3,0 Mio.

### Cash Flow



Quellen: Wöhrl, IKB Analyse.

## Verschuldung

### Verschmelzung

Die Verschmelzung der Rudolf Wöhrl AG mit der Wöhrl Holding AG hatte eine Reduzierung der Eigenkapitalausstattung und der Barmittel, bei gleichzeitigem Anstieg der Finanzschulden zu Folge.

### Darlehen ggü. Kreditinstituten

Zum 31.12.2012 hatte Wöhrl sieben Darlehen mit verschiedenen Kreditinstituten in Höhe von € 25 Mio. ausstehen. Sechs der Darlehen enthalten Kündigungsrechte, die von der Einhaltung von Finanzkennzahlen abhängen. Zu den Covenants zählen u.a. die Steigerung des wirtschaftlichen Eigenkapitals der bereinigten Bilanzsumme auf € 35 Mio. zum 31.03.2015 sowie einen dynamischen Verschuldungsgrad von weniger als 3,0x.

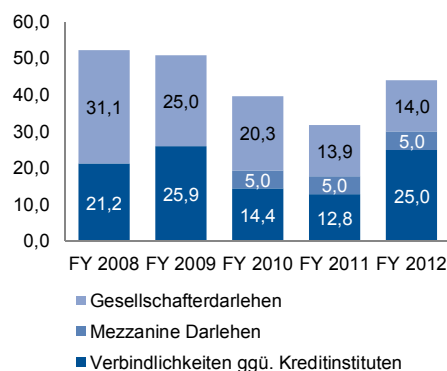
Im Geschäftsjahr 2011/12 nahm Wöhrl ein Investitionsdarlehen (€ 5,0 Mio.) und weitere Bankverbindlichkeiten in Höhe von € 7,2 Mio. auf, wodurch sich im Zuge der Verschmelzung die Finanzverschuldung deutlich erhöhte.

Ferner besteht ein Mezzanine-Darlehen in Höhe von € 5 Mio., welches im testierten Abschluss dem Fremdkapital zugeordnet wurde.

### Gesellschafterdarlehen

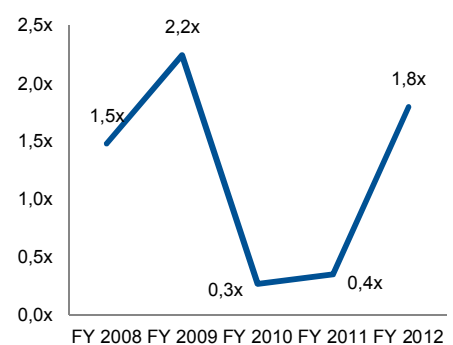
Zudem haben die Gesellschafter GVC sowie GOVAN Holding Darlehen an die Rudolf Wöhrl AG gereicht, die zum 31.12.2012 in Höhe von jeweils € 7,8 Mio. und € 6,0 Mio. valuierten. Beide Darlehen sind mit 7% zu verzinsen und können durch jede Vertragspartei schriftlich mit 3 Monaten Kündigungsfrist in Tranchen zu jeweils 20% der Darlehenssumme gekündigt werden. Der Anspruch auf Rückzahlung tritt im Rang bis zum Maximalbetrag von € 40 Mio. hinter die Forderungen der finanzierenden Banken zurück.

### Zusammensetzung der Verschuldung



Quellen: Wöhrl, IKB Analyse.

### Nettoverschuldung / EBITDA<sup>49</sup>



Quellen: Wöhrl, IKB Analyse.

<sup>49</sup> Nettoverschuldung exkl. Gesellschafterdarlehen.

**Eigenkapital-Quote**

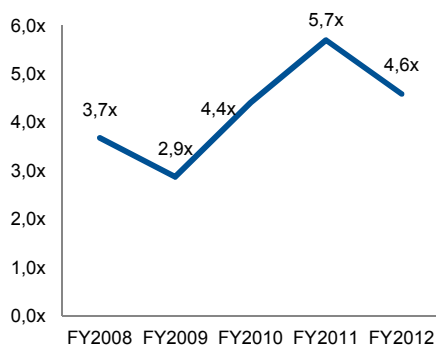
Das Eigenkapital fiel im Rahmen der Verschmelzung auf € 10,2 Mio. und entspricht einer Eigenkapitalquote von 12,5% per 31.12.2012. Die wirtschaftliche Eigenkapital Quote (Bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen – Forderungen ggü. Gesellschaftern) beträgt 28,8%.

Zum 31.12.2012 konnte das Unternehmen seine Nettofinanzverschuldung auf € 16 Mio. reduzieren. Unsere Pro-forma Berechnung mit Berücksichtigung der Anleihe ergibt eine Nettofinanzverbindlichkeiten von € 17,3 Mio.

**Mietverpflichtungen**

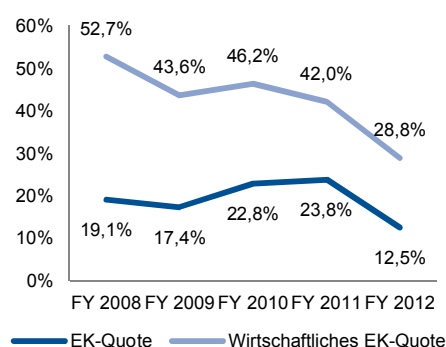
Die nicht in den Jahresabschlüssen aufgeführten Mietverpflichtungen belaufen sich nach Schätzung von Euler Hermes, auf etwa € 300 Mio. (€ 30 Mio. pro Jahr über die nächsten 10 Jahre).

**EBITDA Zinsdeckung**



Quellen: Wöhrl, IKB Analyse.

**Eigenkapitalquote**



Quellen: Wöhrl, IKB Analyse.

**Anleihe 2013**

**Emission**

Im Februar 2013 hat Wöhrl eine Anleihe über € 30 Mio. begeben, die eine Laufzeit von 5 Jahren hat und mit 6,5% verzinst ist.

**Verwendung des Emissionserlöses**

Nach Abzug der Emissionskosten erhielt die Wöhrl Gruppe einen Nettoemissionserlös von etwa € 28,7 Mio.<sup>50</sup>, welche das Unternehmen primär zur Wachstumsfinanzierung nutzen möchte. Dazu gehören vor allem der Erwerb von Modeunternehmen bzw. der Erwerb und die Modernisierung von Modehäusern.

Wöhrl will darüber hinaus ein Drittel der Erlöse zur Rückführung bestehender Verbindlichkeiten (u.a. das Mezzanine Darlehen i.H.v. € 5 Mio.) nutzen.

**Keine Covenants**

Die Anleihebedingungen enthalten keine Klauseln zu Ausschüttungssperren oder Verfügungseinschränkungen.

**Übersicht der Anleihe**

ISIN	Emittent	Volumen (€ Mio.)	Kupon (%)	Fälligkeit	Rating		Nächstes Call			YTM (%)	Z-Spread	Rang
					Euler Hermes		Datum	Preis	Preis			
EJ530619	Corp RUDOLF WOEHRL AG	30	6,5	2/12/2018	BB		N.A.		109,8	4,04	298,5	Senior Unsecured

Quellen: Bloomberg (01.08.2013), IKB Analyse.

<sup>50</sup> Wöhrl Wertpapierprospekt über € 30 Mio. vom 24. Januar 2013

## Key Financials Rudolf Wöhrl AG (FY Ende: 31.03., HGB, in € Mio.)

Zusammenfassung GUV	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	LTM 31.12.2012 (Pro-Forma) <sup>(a)</sup>
Umsatzerlöse	296,0	309,5	299,5	287,9	271,1	267,8
y-o-y		4,6%	-3,2%	-3,9%	-5,8%	
Rohertrag	138,3	144,4	139,4	137,2	128,1	128,1
Marge	46,7%	46,7%	46,6%	47,7%	47,2%	47,8%
EBIT (Unternehmen)	7,5	4,3	9,5	11,0	6,9	9,0
Marge	2,5%	1,4%	3,2%	3,8%	2,6%	3,3%
EBITDA (Unternehmen)	12,7	10,1	14,9	16,1	11,5	13,8
Marge	4,3%	3,3%	5,0%	5,6%	4,2%	5,1%
EBITDAR <sup>(b)</sup>	42,7	40,1	44,9	46,1	41,5	43,8
Marge	14,4%	12,9%	15,0%	16,0%	15,3%	16,4%
<b>Zusammenfassung Cash Flow</b>						
FFO	9,3	5,6	9,4	11,5	4,8	8,0
Veränderung des Working Capitals	(3,0)	3,8	4,7	0,6	(0,5)	1,5
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>6,4</b>	<b>9,5</b>	<b>14,1</b>	<b>12,1</b>	<b>4,2</b>	<b>9,5</b>
CAPEX	-9,3	-6,0	-2,5	-0,9	-8,3	-12,5
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,0</b>
<b>Verschuldungsstruktur</b>						
Anleihen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0
Mezzanine Darlehen	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	21,2	25,9	14,4	12,8	25,0	16,6
<b>Gesamtverschuldung nach Bilanz</b>	<b>21,2</b>	<b>25,9</b>	<b>19,4</b>	<b>17,8</b>	<b>30,0</b>	<b>46,6</b>
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	2,4	3,3	15,4	12,1	9,4	29,4
<b>Nettoverschuldung</b>	<b>18,8</b>	<b>22,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>20,6</b>	<b>17,3</b>
Verbindlichkeiten ggü. Gesellschaftern	31,1	25,0	20,3	13,9	14,0	13,9
Operating Lease <sup>(c)</sup>	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0	240,0
Pensionsrückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Adj. Gesamtverschuldung</b>	<b>292,4</b>	<b>291,0</b>	<b>279,8</b>	<b>271,8</b>	<b>284,0</b>	<b>300,7</b>
<b>Adj. Nettoverschuldung</b>	<b>290,0</b>	<b>287,7</b>	<b>264,4</b>	<b>259,7</b>	<b>274,7</b>	<b>271,3</b>
<b>Kennzahlen</b>						
FFO / Nettoverschuldung	49,5%	24,9%	234,9%	204,2%	23,2%	40,4%
Adj. FFO <sup>(d)</sup> / Adj. Nettoverschuldung	129,0%	127,6%	117,9%	120,8%	115,2%	9,9%
Free Cash Flow / EBITDA	-22,6%	34,4%	77,6%	69,8%	-35,3%	-29,2%
Adj. Free Cash Flow <sup>(d)</sup> / EBITDAR	40,1%	58,6%	70,3%	67,8%	38,4%	36,5%
EBITDA Zinsdeckung	3,7x	2,9x	4,4x	5,7x	4,6x	3,9x
EBITDAR adj. Zinsdeckung <sup>(d)</sup>	3,2x	3,0x	3,4x	3,6x	3,3x	3,2x
EBIT Zinsdeckung	2,2x	1,2x	2,8x	3,9x	2,8x	2,5x
Gesamtverschuldung / EBITDA	1,7x	2,6x	1,3x	1,1x	2,6x	3,4x
Adj. Gesamtverschuldung / EBITDAR	6,8x	7,3x	6,2x	5,9x	6,8x	12,6x
Nettoverschuldung / EBITDA	1,5x	2,2x	0,3x	0,4x	1,8x	1,3x
Adj. Nettoverschuldung / EBITDAR	6,8x	7,2x	5,9x	5,6x	6,6x	6,2x
Gesamtverschuldung / Bilanzsumme	22,9%	27,2%	22,4%	23,3%	39,0%	34,3%
Eigenkapital-Quote	19,1%	17,4%	22,8%	23,8%	12,5%	13,2%
Wirtschaftliches Eigenkapital-Quote <sup>(e)</sup>	52,7%	43,6%	46,2%	42,0%	28,8%	60,1%

Anmerkung: Die Geschäftszahlen FY 2012 sind nur eingeschränkt vergleichbar, da im September 2011 die Rudolf Wöhrl AG und die Wöhrl Holding verschmolzen wurden. Allerdings hatte die vormalige Wöhrl Holding GmbH keinen nennenswerten Geschäftsbetrieb.

- (a) IKB Pro-Forma Berechnung auf Basis von LTM (01.01.2012 bis 31.12.2012). Die Pro-Forma-Berechnung berücksichtigt die neue Finanzierungsstruktur nach der Anleiheemission im Februar 2013 bei ansonsten gleichbleibenden operativen Ergebnissen. Wesentliche Annahmen: Aus dem Nettoerlös von € 28,7 Mio. werden € 5 Mio. für die Rückführung des Mezzaninekapitals und € 5 Mio. für die Tilgung von Bankkrediten verwendet. Der verbleibende Betrag i.H.v. € 18,7 Mio. verbleibt vorerst als Kasse im Unternehmen.
- (b) Quelle: Euler Hermes. IKB schätzt die Operating Mietaufwendungen auf € 30 Mio. p.a. im Betrachtungszeitraum.
- (c) IKB Schätzung.
- (d) Angepasst um Operating Miete und Leases.
- (e) Wirtschaftliches EK = bilanzielles EK + Gesellschafterdarlehen – Forderungen gegenüber Gesellschaftern.

Quellen: Wöhrl Konzernabschlüsse, IKB Analyse.

## Disclaimer

---

Diese Werbe- bzw. Marketingmitteilung und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG („IKB“) ausschließlich für (potenzielle) professionelle Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland und Österreich bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands und Österreichs ist eine Verbreitung untersagt, dies umfasst insbesondere Japan, Kanada, Australien und die Vereinigten Staaten von Amerika. Eine Verbreitung im Ausland kann zudem gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Werbe- bzw. Marketingmitteilung stellen weder eine Anlageberatung noch eine individuelle Anlageempfehlung oder eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Werbe- bzw. Marketingmitteilung wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Werbe- bzw. Marketingmitteilung dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Werbe- bzw. Marketingmitteilung. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Werbe- bzw. Marketingmitteilung zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Werbe- bzw. Marketingmitteilung oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Die jeweiligen individuellen Verhältnisse eines Kunden oder Investors, besonders seine finanzielle und wirtschaftliche Situation, werden in diesen Informationen nicht berücksichtigt. In der Werbe- bzw. Marketingmitteilung genannte Konditionen sind als unverbindliche Indikationen zu verstehen. Für einen eventuellen Abschluss gelten die dann aktuellen Konditionen, die vom Marktgeschehen zum Abschlusszeitpunkt abhängen. Eine Anlage in etwa erwähnte Finanzinstrumente beinhaltet gewisse spezifische Risiken, darunter Kapital-, Zins-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert-, Produkt-, Branchen- und Marktrisiken und ist nicht für alle Anleger geeignet. Ein möglicher Investor muss feststellen, ob der Erwerb etwa erwähnter Finanzinstrumente sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt, mit allen darauf anwendbaren Vorgaben und Einschränkungen übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der benannten Risiken, die mit einer Anlage in das etwa erwähnte Finanzinstrument einhergehen. Mögliche Investoren sollten die Informationen, die in dem möglicherweise veröffentlichten Wertpapierprospekt enthalten sind, einschließlich und insbesondere des Abschnitts „Risikofaktoren“ sorgfältig prüfen und eine Investitionsentscheidung gegebenenfalls erst nach einem ausführlichen Beratungsgespräch durch einen Anlageberater treffen.

Die vorliegende Werbe- bzw. Marketingmitteilung ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbe- bzw. Marketingmitteilung ist untersagt. Eine Verwendung der Werbe- bzw. Marketingmitteilung für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ersteller:

*Marion, Scherzinger (Head of Capital Structure Research)*

*Haiyan, Ding (Senior Capital Structure Analyst)*

IKB Deutsche Industriebank AG

Capital Structure Research

Wilhelm-Bötzkens Straße 1

40474 Düsseldorf

**Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

**40474 Düsseldorf**

**Wilhelm-Bötzkens-Straße 1**

**Telefon +49 211 8221-0**

**Capital Structure Research**

**Telefon +49 69 79599-9632**

**Institutional Sales**

**Telefon +49 211 8221-3208**

**Trading**

**Telefon +49 211 8221-3083**

**Herausgeber:**

**IKB Deutsche Industriebank AG**

**Rechtsform: Aktiengesellschaft**

**Sitz: Düsseldorf**

**Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130**

**Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer**

**Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler**

**Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann**

**Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin), Bonn / Frankfurt**