



---

## GERRY WEBER INTERNATIONAL AG

### „Mode Tsunami“

---

Ein wenig unbeachtet vom Kapitalmarkt scheint das Unternehmen GERRY WEBER in Schrittgeschwindigkeit Richtung Abgrund zu steuern. Bei der letzten Telefonkonferenz zu den Quartalszahlen stellte lediglich ein einsamer Analyst zwei sehr dankbare Fragen.

Als mittelgroßes Modeunternehmen hat man es nicht einfach. Gerade nachdem man sich aus der ersten Welle, welche die Branche überrollte, wieder langsam nach oben gekämpft hatte, brettert die nächste Welle auf einen ein. Langsam wird die Luft knapp...

#### Welle 1: Fast Fashion

Mode war schon immer ein schnellebiges, wechselhaftes Geschäft. Das alte Model, bei dem sich ein paar kreative Schneider im Wesentlichen vier Kollektionen für Frühling, Sommer, Herbst und Winter überlegten und damit versuchten die Trends des Jahres zu treffen, ist lange vergessen. Heute müssen Modeunternehmen alle zwei Wochen ihre Kollektionen erneuern können. Wem es gelingt, dieses wahnwitzige Tempo von Konzeption, über die Fertigung bis zum Point-of-Sale einzuhalten, gewinnt. Die Speerspitze dieser Entwicklung sind Unternehmen wie Inditex, das mit seinen Marken wie Zara, Bershka und Pull & Bear dieses Konzept perfektioniert hat. Neben der Tatsache, dass man den Konsumenten ermuntert die Filialen immer wieder in kurzen Abständen aufzusuchen - da es ja immer wieder etwas Neues zu entdecken gibt – kriert man durch den hohen Kollektionsumschlag einen iterativen Prozess, der es Spielern wie Inditex erlaubt, extrem nah an den Kundenbedürfnissen zu sein. Während Modeunternehmer einst mit einigen wenigen großen Ideen versuchten, den Zeitgeist der Saison zu treffen, sieht die Realität heute anders aus. Mode ist ein wenig unromantischer geworden - zu einem rationalen, iterativen Prozess.

#### Welle 2: Online

Wer die Börsenkurse von Inditex und H&M prüft, merkt, dass die nächste Welle bereits über die Modebranche zu rollen scheint. Unternehmen mit großen Filialnetzen (auf Englisch sogenannte „Bricks & Mortar“ Businesses) haben auf lange Sicht einen erheblichen Kostennachteil gegenüber den großen Onlinependants wie bspw. Zalando oder About You. Unabhängig von der Auslastung der Filialen müssen die teuren Mieten für Innenstadtlagen und eine Verkaufsbelegschaft bezahlt werden. Während die Onlinespieler vor allem zu Beginn noch mit den Kosten durch die hohen Retourquoten zu kämpfen hatten, hat bspw. Zalando mittlerweile eine Größe erreicht, die das Geschäft profitabel werden lässt. Zusätzlich muss man davon ausgehen, dass insbesondere die für e-commerce so wichtige „Last-Mile“ Logistik zukünftig einer Preiserosion unterliegen wird, wenn man sich die massiven Investitionen in autonome,

drohnenbasierte Liefermethoden durch Amazon, Deutsche Post oder sogar dem Pizzaliefersdienst „Domino’s“ vor Augen hält. Alleine die Tatsache, dass ein Begriff wie „Sizelifting“ entstanden ist, macht den Ernst der Lage für stationäre Modeunternehmen deutlich. („Sizelifting“: Kleidung im Kaufhaus anprobieren, dann aber online nach günstigeren Preisen suchen und dort bestellen) E-Commerce Player haben außerdem noch Zugriff auf eine Datenvielfalt, von der stationäre Händler nur träumen können. Jeder Warenkorb kann mit Kundendaten zusammengeführt werden, woraus sich präzise Werbemaßnahmen ableiten lassen. In Anbetracht der kurzen Kollektionszyklen darf auch nicht unterschätzt werden, dass E-Commerce Player „Quasi“-Echtzeitanalysen zu Absatzzahlen und dem Erfolg von neuen Produktlinien durchführen können.

### **Tsunami 3: „Dämmerung der Marken“**

Eine der jüngsten Entwicklungen ist die abnehmende Macht der Marken. Während früher Einstimmigkeit darüber herrschte, dass eine gute Marke das höchste Gut eines Unternehmens ist, gehen die Expertenmeinungen heute stärker auseinander. Vor einiger Zeit schrieb der Journalist James Surowiecki einen einflussreichen Artikel im Magazin „The New Yorker“ mit dem Titel „Twilight of the Brands“ („Dämmerung der Marken“). Der Artikel zeigt auf, dass das Internet die Strahlkraft der Marken auf zwei Wegen langsam aber stetig aushöhlt.

1. Marken sind wichtig, um die Informationsasymmetrie zwischen Hersteller und Kunde zu überwinden. Sie können daher Signalwirkung für Qualität haben. Durch die hohe Verfügbarkeit von Kundenbewertungen und immer besseren Vergleichsmöglichkeiten im Internet wird diese Informationsasymmetrie aber nun auf anderem Wege abgebaut und Marken verlieren ihre Funktion.
2. Produktionsketten, sogenannte Supply Chains, sind nicht zuletzt durch Skandale bei Arbeitsbedingungen in das Blickfeld der Öffentlichkeit gelangt. Konsumenten verstehen, dass Hosen von Hugo Boss und H&M in der gleichen Fabrik in Bangladesch zusammengenäht werden und sich nur bezüglich des aufgestickten Emblems unterscheiden. Durch zunehmendes Outsourcing in einer Vielzahl von Industrien findet in den Köpfen der Konsumenten eine Neutralisierung der Hersteller statt, unabhängig davon welches Logo am Ende auf dem Produkt landet.

Das Onlineshopping Erlebnis schränkt ebenfalls die Möglichkeit der Hersteller ein, Markenerlebnisse zu erschaffen. Auf schlicht gehaltenen Webseiten wie Amazon oder Zalando, auf welchen in Hunderten von Kacheln nüchtern die Produkte nebeneinander dargestellt werden, ist es schwer hervorstechen. Zalando versteht es, genau diese Chance auszunutzen. Über die Tochter zLabels werden 17 Eigenmarken (Private Labels) betrieben, die die angesagten Schnitte und Trends zu Spottpreisen neben den Markenherstellern anbieten. Zweifelsfrei bestätigen Ausnahmen auch hier die Regel. Marken wie Chanel sind so stark und mächtig, dass man ihnen religionsartige Robustheit zusprechen kann. Diese Robustheit konnten aber insbesondere Modemarken im mittleren Segment nie aufbauen. Im Mittel ist die Verschiebung ins Internet schädlich für Markenhersteller.

### **Die Ertrinkenden**

Wer leidet am meisten unter der Mode-Tsunami? Wer über die letzten Jahrzehnte keine robuste High-End Marke aufgebaut hat, wird nur mit viel Zeit und sehr viel Kapital einen Aufholversuch starten können. Wenn die Flucht nach oben nicht gelingt, muss man dabei zusehen, wie sowohl Inditex und Zalando das untere Preissegment besetzen und sukzessive mit schlaueren, schnelleren Prozessen die Kundenbedürfnisse der Mittelschicht verstehen. Den Kampf im unteren und mittleren Segment gewinnt der Spieler mit dem längsten Atem. Das bedeutet langfristig finanziert zu sein und über die Fähigkeit zu verfügen, Profite für die nächsten Wachstumsschübe aufgeben zu können. Wer sich noch damit beschäftigt, ein großes Filialnetz zurückzubauen und ein unterentwickeltes Onlinegeschäft hat, kann diesen Kampf nicht mehr gewinnen. In der Theorie müssten die größten Opfer der sich im Wandel befindenden Branche, Modeunternehmen mit Filialnetzen sein, die im Nirvana zwischen Haute Couture am oberen Ende, und H&M am unteren Ende liegen. Die Filialen sind dann am besten noch mit halbgaren eigenen Marken gefüllt.

In der Praxis bestätigt sich dies. Alleine in Deutschland finden sich viele Beispiele für Insolvenzen oder Unternehmen, die zumindest in schwere Schieflage geraten sind und deren mittelfristige Zukunft noch nicht klar ist. Dazu zählen unter anderem die Basler Fashion (2017 Insolvenz), Wöhl (2016 Insolvenz), Strenesse (2014 Insolvenz), Adler Modemärkte, Tom Tailor oder auch GERRY WEBER.

Insbesondere der Fall Tom Tailor zeigt, wie gnadenlos die Bereitschaft zur Restrukturierung sein muss. Zahlreiche Eigenmarken und Auslandsfilialen wurden in kürzester Zeit gestrichen. Trotzdem musste man innerhalb von 7 Monaten zweimal frisches Geld am Kapitalmarkt einsammeln. Da hilft es enorm, dass im aktuellen Niedrigzinsumfeld sehr viel risikoaffine Liquidität zur Verfügung steht. Ohne einen chinesischen Ankeraktionär wie dem Investmenthaus Fosun - bei dem man sich öfters mal fragt, ob es darum geht Rendite zu erzielen, oder einfach nur Geld ins Ausland zu pumpen – wären die Kapitalerhöhungen wohl äußerst schwer geworden.

## GERRY WEBER

Zum Drama könnte die Geschichte GERRY WEBER noch werden. Die Familie Weber, die heute noch knapp 34% an der börsennotierten Gesellschaft hält und Anfang 2015 den Filius des Gründers als CEO installierte, scheint das Unternehmen mit ruhiger Hand Richtung Abgrund zu steuern. So wie viele in der Branche, hatte man über Jahre hinweg viele neue Filialen eröffnet, die sich im Nachhinein als nicht auslastbar herausstellten. Der organische Umsatzrückgang (-19% im letzten Quartal), ausgelöst durch härtere Konkurrenz im Modemarkt, schmerzt auf solch einer aufgeblähten Fixkostenstruktur doppelt. Beängstigend ist vor allem die Tatsache, dass wir uns in Deutschland aktuell im besten Konsumklima befinden. Man will sich nicht ausmalen was passieren könnte, wenn die Kauflaune ein wenig abflaut.

Eines unserer Firmenmottos hier bei CCA ist: „Numbers always tell the story“. Bei GERRY WEBER wird die Geschichte besonders gut von den Zahlen<sup>1</sup> erzählt. Über die letzten drei Jahre hinweg ist die EBITDA Marge von 15,1% auf zuletzt 6,2% abgeschmolzen. Im Januar 2015 wurden auf rollierender 12-Monats-Basis noch EUR 128,6m EBITDA erwirtschaftet. Im Januar 2018 liegt dieser Wert bei EUR 53,5m (58,4% Reduzierung). Ebenso beängstigend ist das Bild beim Management des Umlaufvermögens. Der sogenannte Cash Conversion Cycle (durchschnittliche Bindung des Kapitals in Forderungen/Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und Vorratsvermögen) hat sich von Januar 2015 bis Januar 2018 von 142,2 auf 160,5 Tage erhöht. Gerade bei Geschäftsmodellen, bei denen hart um Marge gekämpft werden muss, kann es sehr unangenehm sein, wenn Kapital unnötig lange im Unternehmen gebunden ist. In Anbetracht dieser Tatsache verwundert es nicht, dass die Verschuldungskennzahlen Leverage (Nettofinanzverschuldung / EBITDA) und Interest Cover (EBIT / Zinsaufwand) sich ebenfalls signifikant verschlechtert haben.

	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM
	Jan 15	Apr 15	Jul 15	Okt 15	Jan 16	Apr 16	Jul 16	Okt 16	Jan 17	Apr 17	Jul 17	Okt 17	Jan 18
EBITDA	128,6	116,3	99,4	103,0	98,4	88,6	93,7	71,5	72,7	71,2	65,9	61,3	53,5
EBIT	102,6	87,0	68,1	66,5	58,1	49,3	49,6	23,1	23,3	19,4	16,3	16,8	9,2
EBITDA %	15,1%	13,3%	11,3%	11,2%	10,4%	9,5%	10,1%	7,9%	8,1%	8,0%	7,5%	7,0%	6,2%
EBIT %	12,0%	10,0%	7,7%	7,2%	6,2%	5,3%	5,3%	2,6%	2,6%	2,2%	1,8%	1,9%	1,1%
Cash Conversion Cycle	142,2	142,2	155,0	127,4	147,4	147,3	160,0	138,3	161,7	148,5	153,7	134,9	160,5
Net Debt/ EBITDA	0,2x	1,6x	2,2x	1,7x	2,2x	2,5x	2,4x	2,9x	2,3x	2,4x	3,3x	3,1x	4,0x
EBIT / Zinsaufwand	30,7x	20,7x	13,3x	9,8x	7,5x	6,6x	6,5x	3,4x	3,6x	3,3x	3,1x	3,0x	1,7x

Der Aktienkurs hat diese schlechte Entwicklung schon recht gut abgebildet. Anfang 2015 stand der Kurs noch bei knapp €35 und liegt heute um die €8. Wir gehen aber davon aus, dass es noch ein paar Etagen

<sup>1</sup> Quelle aller Bilanzzahlen: S&P Capital IQ

tiefer gehen kann. Auf Basis der Analystenerwartungen für das Geschäftsjahr 2018 ist GERRY WEBER mit ca. 8-9x EV/EBITDA bewertet. Zum Vergleich: Dieser Wert liegt bei Tom Tailor und Adler Modermärkte bei 5x bzw. 3x. Sollte die Bewertung bei GERRY WEBER auf 6x EBITDA fallen, fällt der Aktienkurs um 50% auf ca. 4€. Da fällt einem nur noch der Scherz von David Einhorn ein: „Was ist eine Aktie, die um 90% gefallen ist? Eine Aktie, die zuerst um 80% gefallen war und dann nochmal halbiert wurde.“

Die Zeichen der Zeit scheint das GERRY WEBER Management auch so langsam erkannt zu haben und verabschiedete Anfang 2016 das Restrukturierungsprogramm „FIT4GROWTH“. In Anbetracht der jüngsten Finanzkennzahlen fragt man sich aber, was genau da restrukturiert wurde. Das Unternehmen scheint sich wohl die gleiche Frage zu stellen. Wer den Geschäftsbericht 2017 genau studiert findet auf S.78 den nüchternen, aber vielsagenden Satz:

*„Trotz der Umsetzung der vielfältigen Maßnahmen sowie der deutlichen Kostenreduzierungen ist es uns nicht gelungen, die Profitabilität der GERRY WEBER Gruppe kurzfristig signifikant zu verbessern.“*

Was nun? Möglicherweise verhindert die Aktionärs- und Managementstruktur der GERRY WEBER die Umsetzung der notwendigen Maßnahmen. Während bei familiengeführten Unternehmen der langfristige, auf Generationen angelegte Managementstil oft als Vorteil dient, kann eine familiäre Struktur auch verhindern, dass harte und persönliche Entscheidungen nicht mit der notwendigen Geschwindigkeit und Konsequenz getroffen werden. Das Unternehmen und die Familie sollten sich jedenfalls beeilen, denn wer weiß, wann sich die nächste Welle am Horizont aufbaut. Bei der aktuellen Verschuldung des Unternehmens (knapp das Vierfache des operativen Gewinns „EBITDA“) scheint man zumindest aus finanzieller Perspektive nicht mehr allzu viel Luft zum Atmen zu haben.

Frankfurt, 23. Mai 2018

## DISCLAIMERS

**No Offer or Advice.** The information contained herein has been prepared solely for informational purposes and is not an offer to sell or purchase or a solicitation of an offer to sell or purchase an interest in any securities. CCA reserves the right to change, modify, add or remove portions of any content at any time without notice and without liability. Those who access this do so at their own initiative. You acknowledge that the content of this document is for general, informational purposes only and is not intended to constitute an offer to sell or buy any securities or promise to undertake or solicit business, may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. We do not provide investment or other advice, and this is not to be deemed a recommendation that anyone buy, sell or hold any security or other investment or that you pursue any investment style or strategy. You should consult with your own advisers with respect to your individual circumstances and needs.

**No Warranties or Liability.** We are not responsible for any damages that result from your use of this information. We have compiled this in good faith and while we use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information, this is provided on an "as is" basis with no warranties of any kind. We do not warrant that the information is accurate, reliable, up to date or correct. Your use of this information is solely at your own risk.

**Confidentiality.** This information is confidential. Recipients may not disclose any of this information to any person or use it for any purpose other than those permitted by us in writing. Information in this document is exclusively directed towards professional investors domiciled in Germany according to section 31a of the Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG). Investment advice and investment brokerage according to section 1 paragraph 1a No. 1a German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG) will be provided for the account and under the liability of BN & Partners Capital AG according to section 2 paragraph 10 German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG). BN & Partners Capital AG has the required authorisation of Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) according to section 32 German Banking Act.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemittelung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese „WM“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen. Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Datum: 23. Mai 2018. Herausgeber: CCA GmbH / Hasengasse 21 / 60311 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erftstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.