

Douglas/Kirk Beauty

Schöne neue (Online-)Welt?

Text: Ottmar Wolf, Philipp Bieber, FAM
Frankfurt Asset Management AG

Bei der Parfümeriekette Douglas lief es zuletzt im Heimatmarkt nicht besonders gut. Insbesondere die unbesicherte Anleihe mit Fälligkeit 2023 ist dadurch erneut unter Druck geraten. So verspricht der Bond bei ordnungsgemäßer Zins- und Tilgungsleitung inzwischen eine jährliche Rendite von über 20%.

2013 mittels Squeeze-Out von der Börse genommen, stand die Douglas-Gruppe zwei Jahre später unmittelbar vor dem erneuten Going Public. Zur Überraschung der deutschen Investorenszene reichte der Mehrheitsgesellschafter und Finanzinvestor Advent International seine Anteile dann aber an CVC Capital Partners weiter. Während das Private Equity-Haus bzw. von ihm geführte Fonds seither mit 84,3% an der Konzernobergesellschaft Kirk Beauty beteiligt sind, liegen die restlichen 15,7% bei der Gründerfamilie Kreke.

Europäischer Marktführer

Mit einem Umsatz von 1,95 Mrd. Euro im 1. Halbjahr 2018/2019 (GJ: 01.10.–30.09.) ist Douglas europäischer Marktführer im Handel mit Beauty- und Kosmetikprodukten. Das Unternehmen bietet ein Multichannel-Angebot von 2.400 Parfümerie-Filialen in 21 Ländern Europas, Online-Shop und Mobile App mit einem Online-Sortiment von über 38.000 Artikeln im Beautymarkt. Die Wachstumsstrategie der Düsseldorfer basiert auf diesen Vertriebskanälen mit breitem Produktportfolio sowie in den beiden letzten Jahren auch auf der Nutzung von Akquisitionsoportunitäten, vorwiegend in Südeuropa. Durch die Erzielung günstigerer Einkaufspreise aufgrund der Marktmacht und das Heben von Synergien sollen die zunächst unterdurchschnittlichen Margen bei den neu erworbenen Firmen sukzessive gesteigert werden. Das Beauty Business ist ein eher saisonales Geschäft, so werden rund 50% des EBITDA zur Weihnachtszeit generiert.

Finanzierungsstruktur

Abgesehen vom Eigenkapital (938 Mio. Euro) ist die Firma im Wesentlichen durch befristete Darlehen (Term Loans) im Volu-

men von 1.670 Mio. Euro und eine Betriebsmittellinie in Höhe von 200 Mio. Euro (aktuell nicht genutzt), die jeweils vorrangig besichert sind, sowie zwei börsennotierte Schuldverschreibungen finanziert. Während die 6,25%-Douglas-Anleihe (300 Mio. Euro Emissionsvolumen) dabei ebenfalls besichert ist, handelt es sich bei der 8,75%-Kirk-Beauty-Anleihe (335 Mio. Euro) um einen Senior Unsecured Bond, womit sich gegenüber den anderen Verbindlichkeiten eine Nachrangigkeit ergibt.

Bilanz, GuV und Cashflow-Generierung

Douglas ist bis 2022 durchfinanziert. Das EBITDA fällt rund zweieinhalb Mal so hoch aus wie die jährlichen Zinskosten (2,5-facher Zinsdeckungsgrad). Mit 6,0x liegt der aktuelle Net Debt Leverage (Nettoverschuldungsgrad) noch in einem vertretbaren Bereich. Aufgrund von weiterhin hohen Investitionen zum Rebranding und zur Verjüngung der Filialen wird der freie Cashflow jedoch bis einschließlich 2020 niedrig ausfallen. Zudem ist die EBITDA-Marge aufgrund des intensiven Wettbewerbs unter Druck, wenngleich diese mit ca. 11% für den Gesamtkonzern immer noch auf einem soliden Niveau liegt. Der Leverage kann daher nur sinken, indem das EBITDA ansteigt, was auch der Unternehmensstrategie entspricht. Beim Firmenerwerb durch CVC im Jahr 2015 wurde das Unternehmen mit dem 9,9-fachen EBITDA bewertet. Nimmt man dies als Maßstab, so besteht aktuell aus Gläubigersicht noch ein deutlicher Puffer.

Gutes Weihnachtsgeschäft, schwaches 1. Quartal

Während das außergewöhnlich wichtige Weihnachtsquartal sehr gut verlaufen ist, sind die ersten drei Monate 2019 eher schwach ausgefallen. Dies gilt selbst bei Bereinigung um den Ostereffekt, der in diesem Jahr erst im April und nicht schon im März zum Tragen kam. Insbesondere die 8,75%-Kirk-Beauty-Anleihe mit Fälligkeit im Juli 2023 ist dadurch erneut unter Druck geraten.



Ottmar Wolf,
FAM Frankfurt Asset Management

Umkämpfter Heimatmarkt

Der deutsche Markt (35% Umsatzanteil) bereitet dem Management um CEO Tina Müller die größten Sorgen. Hier ist die Wettbewerbsintensität sowohl beim stationären als auch beim Online-Handel am größten (Stichwort „Rabattschlacht“). Beim stationären Handel versucht Douglas die Fehler der Vergangenheit, als zu viel Augenmerk auf Rabattaktionen lag, inzwischen zu vermeiden und fährt mit der Online-Marke Parfümdreams eine Zweimarkenstrategie beim E-Commerce. Mit rund 7% fällt die EBITDA-Marge im Heimatmarkt jedoch schwach aus.

Lichtblick E-Commerce

Insgesamt liegt der Online-Umsatzanteil bei ca. 17% und zeigt ein ordentliches organisches Wachstum von rund 15%. Damit ist Douglas auch bei Online-Bestellungen europäischer Marktführer im Beautysegment.

Bei Kursen im Bereich von ca. 65% weist die strukturell nachrangige Kirk-Beauty-Anleihe eine Endfälligkeitsrendite von rund 23% per annum auf. Somit preist der Markt hier eine hohe Ausfallwahrscheinlichkeit ein. Aktuell besteht eine solche Gefahr unseres Erachtens nicht, denn keiner der beiden Pleitegründe (Illiquidität, Überschuldung) ist derzeit gegeben. Die nächsten ein

bis zwei Jahre werden zeigen, wohin der Weg von Douglas führt. Das Gewinnen weiterer Marktanteile von der stationären und der Online-Konkurrenz ist fast schon Pflicht, um das EBITDA auszubauen. Dabei darf auch nicht zu viel Marketingaufwand betrieben werden, um einen ausreichenden Free Cash Flow übrig zu behalten. Wenn dies dem Management um Tina Müller gelingt, erscheinen eine Refinanzierung, der Verkauf an einen strategischen Investor oder gar ein IPO realistische Szenarien.

Achtung auf den Revolver

Da also ein operativer Erfolg nötig ist, um den dauerhaften Fortbestand von Douglas mit der aktuellen Finanzstruktur zu gewährleisten, ist der Kirk-Beauty-Bond nur für sehr mutige und risikofreudige Investoren geeignet und sollte auch immer nur einen geringen Anteil am Gesamtportfolio haben. Gleichzeitig ist es zwingend erforderlich, ein solches Investment permanent zu überwachen und etwaige auftauchende „Red Flags“ ggf. auch als Ausstiegssignal wahrzunehmen. Hierzu zählt unseres Erachtens die bislang noch ungenutzte Betriebsmittelkreditlinie (Revolving Credit Facility oder kurz „Revolver“). Das Unternehmen hat bislang immer betont, den Revolver in Höhe von 200 Mio. Euro nicht in Anspruch zu nehmen. Ebenfalls beobachtet werden muss die Like for like-Entwicklung der Store Sales. Hier konnte die jahrelange Abwärtsentwicklung in den letzten Quartalen immerhin gestoppt werden. Eine mögliche Red Flag wäre auch das weitere Abwärtsschieben der EBITDA-Marge.

Fazit

Douglas hat als europäischer Marktführer die kritische Größe und verfügt über erhebliche Kostenvorteile beim Produkteinkauf. Das Unternehmen hat auch den Shift hin zu Online eingeleitet. Sofern sich die Unternehmensplanung für 2019, die u.a. einen positiven Free Cash Flow beinhaltet, bewahrheiten wird, ist ein dauerhafter Fortbestand der Firma wahrscheinlich. Das FAM Credit Scoring Modell ermittelt für

die Kirk-Beauty-Anleihe auf dem aktuellen Kursniveau deshalb ein Aufwertungspotenzial. Sollte es wider Erwarten allerdings zu einer Restrukturierung kommen, ist unter Berücksichtigung der Finanzierungsstruktur mit einem sehr hohen Haircut bei diesem Bond zu rechnen.

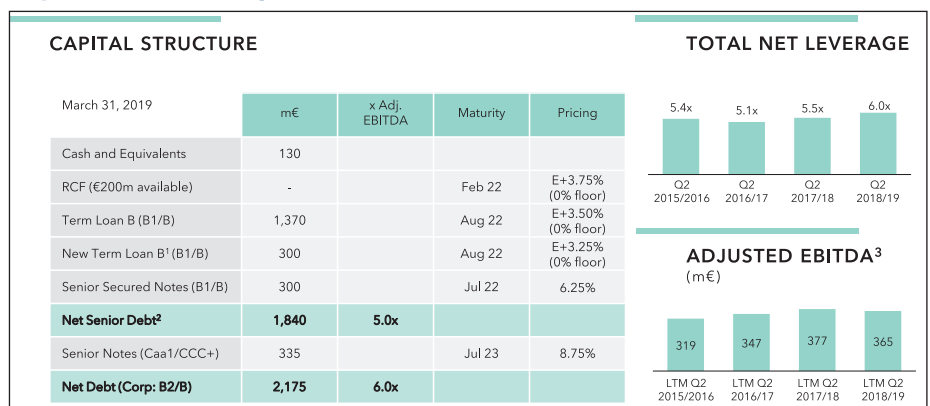
Die besicherte Anleihe bietet dagegen einen deutlich besseren Schutz im Falle einer Restrukturierung, da sie gleichauf mit den Bankkrediten ist. Das insgesamt bessere

Chance-Risiko-Profil sehen wir allerdings bei der Kirk Beauty – wie hier dargelegt natürlich nur für wirklich mutige und risikofreudige Anleger und in angemessener Dosierung.

Disclaimer

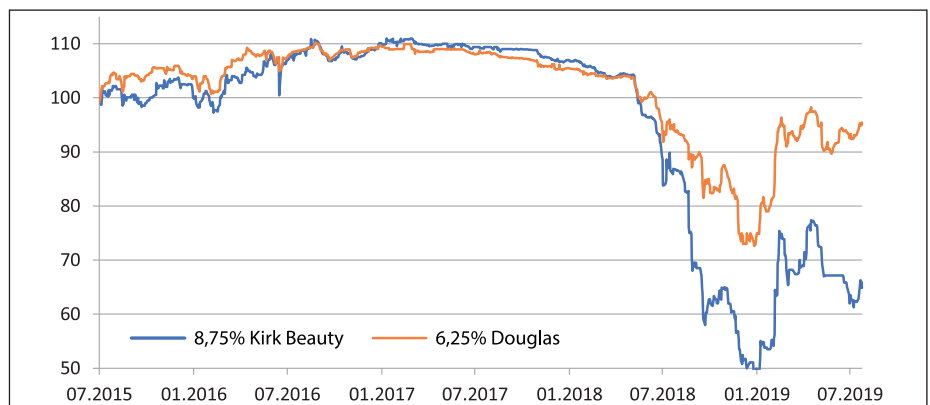
Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alle Angaben sind ohne Gewähr.

Kapitalstruktur Douglas



Quelle: Douglas

Kirk Beauty versus Douglas



Quelle: Bloomberg

Anleihekennzahlen

Name/Bezeichnung	WKN	Rating	Laufzeit	Kupon	Kurs	Rendite p.a.
Douglas Secured	A161MW	B/B1	15.07.2022	6,25%	95,47%	8,2%
Kirk Beauty Unsecured	A161WQ	CCC+/Caa1	15.07.2023	8,75%	64,87%	22,8%

Stand: 02.08.2019, Handelbarkeit für Privatanleger möglicherweise eingeschränkt, Stückelung: 100.000 €