

VEDES AG

Deutschland, Großhandel



Corporate profile

Die in Nürnberg ansässige Vedes AG („die Vedes“ oder „der Konzern“) ist ein führender Großhändler von Spiel-, Freizeit- und Familienprodukte in Europa.

Vedes agiert als Intermediär zwischen produzierenden Lieferanten und den entsprechenden Verkaufsstellen. Dabei beliefert der Konzern rund 800 Fachhändler (ca. 1.000 Fachgeschäfte) in Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien, Niederlanden, Luxemburg, Ungarn und Belgien. Im Jahr 2013 übernahm Vedes seinen direkten Wettbewerber im Großhandel, Hoffmann Spielwaren GmbH & Co. KG („Hoffmann“). Das Geschäft des Konzerns ist auf den europäischen Markt fokussiert und verzeichnete Umsätze in Höhe von EUR 132,7 Mio. im Jahr 2015.

Ratings

Corporate Rating	B+
Senior Secured Corporate Bond (7,125%, 2014/19)	B+
Outlook	Stable

Rating rationale

Scope Ratings bewertet die vorrangig besicherte Unternehmensanleihe (2014/19) der deutschen Vedes AG mit B+. Das Rating der Emittentin (Corporate Issuer Credit Rating CICR) ist B+. Der Ausblick ist Stabil.

Das B+ Rating der Vedes wird positiv durch das Geschäftsrisikoprofil beeinflusst, welches die geringe Zyklizität des deutschen Spielwarenmarktes und die solide Positionierung des Konzerns innerhalb seines Kernmarktes reflektiert. Das Rating ist beschränkt durch Vedes' mäßige Key Credit Ratios. Dies ist primär durch die umfangreichen Integrationsmaßnahmen im Zuge der Akquisition der Hoffmann Gruppe bedingt.

Die Entwicklung des deutschen Spielwarenmarktes wirkt unterstützend für Vedes' Geschäftsrisikoprofil. Insgesamt zeichnet sich dieser Nischenmarkt unseres Erachtens durch ein hohes Level an Stabilität aus. Letzteres wird durch ein unzyklisches und robustes Wachstum pro Jahr von 3% (CAGR 2005 bis 2015) verdeutlicht.

Vedes ist eine führende Verbundgruppe von Spiel-, Freizeit- und Familienprodukten in Europa. Im Jahr 2015 konnte der Konzern einen hohen Marktanteil von etwa 18% (basierend auf Außenumsätzen) in seinem Kernmarkt Deutschland ausweisen. Nichtsdestotrotz sind Vedes Mitglieder bzw. Kunden aufgrund des stark wachsenden e-Commerce-Business durch sog. Pure Online Player einem hohen Wettbewerbsdruck ausgesetzt. Nach Ansicht von Scope wird Vedes' Marktpositionierung durch einen Verlust an Marktanteilen durch die erwartet starke Zunahme des Online-Handels geschwächt.

Scope bewertet Vedes' allgemeine Diversifizierung als limitiert und negativ für das Geschäftsrisikoprofil des Konzerns. Der Konzern agiert ausschließlich im europäischen Markt und weist eine starke Abhängigkeit zu Deutschland auf (~80% der Großhandelsumsätze in 2015). Vedes' Profitabilität ist im Einklang mit ihrem Geschäftsrisiko. Aufgrund von Integrationsaufwendungen, Verlust existierender Mandate und einer Harmonisierung der IT- und Infrastruktur-Logistik im Zuge der Übernahme der Hoffmann-Gruppe, sank die adjustierte EBITDA-Marge unter 5% in 2015. Scope erwartet einen erhöhten Anteil vom hochprofitablen Zentralregelungs-Geschäft und eine Verbesserung der Profitabilität im Großhandels-Segment, in Folge greifender Integrationsmaßnahmen. In der Konsequenz erwarten wir eine Verbesserung der EBITDA-Marge für die Folgejahre.

Analyst

Timo Schilz
+49 30 27891 254
t.schilz@scoperatings.com

Back-up Analyst

Sebastian Zank, CFA
+49 30 27891 225
s.zank@scoperatings.com

Team Leader

Olaf Tölke
+49 30 27891 261
o.toelke@scoperatings.com

Scope Ratings AG

Headquarters

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Bloomberg: SCOP

Scope beurteilt Vedes' Finanzrisikoprofil als schwächer als das Geschäftsrisikoprofil. Basierend auf unseren Erwartungen von leicht verbesserten operativen Ergebnissen (EBITDA), bei gleichbleibender Finanzverschuldung, erwarten wir den Verschuldungsgrad („Leverage“) von Scope-adjustierter Verschuldung („SaD“)/EBITDA von 5,7x bzw. FFO/Scope-adjustierter Verschuldung („SaD“) von 10,2% auf weiterhin hohem Niveau in 2016. Vedes wies im Jahr 2015 negative freie Cashflows in Höhe von EUR 5,6 Mio. aus. In unserem Rating-Szenario erwarten für das Jahr 2017 erstmals leicht positive freie Cashflows. Unserem Rating-Szenario liegt die Annahme einer Erholung der operativen Ertragskraft und normalisierenden Investitionsausgaben („Capex“) nach umfangreichen Integrationsmaßnahmen (vor allen Dingen Harmonisierung IT-Infrastruktur und Ausbau des Standorts Lotte) zugrunde. Vedes' Liquidität ist aufgrund der geringen Refinanzierungsnotwendigkeit für die nächsten zwei Jahre solide und unterstützend für dessen Finanzrisikoprofil. Eine substantielle Refinanzierung steht erst im Jahr 2019 mit der Fälligkeit der Unternehmensanleihe in Höhe von EUR 20 Mio. an.

Unternehmensanleihe

Das B+ Rating der vorrangig besicherten Unternehmensanleihe basiert auf dem Emittentenrating von B+ und reflektiert „durchschnittliche“ Recovery-Aussichten (30% bis 50%). Ausstehende Verbindlichkeiten des Konzerns (hauptsächlich Kreditlinien und Finance Leases) sind über dingliche Assets besichert (gewährte Sicherheiten gegenüber Kreditinstituten beinhalten z.B. Globalzession der Forderungen aus LuL bzw. Sicherungsübereignung der Warenvorräte) und sind pari passu zur besicherten Unternehmensanleihe. Scope bewertet die Werthaltigkeit (recoverability) und Verwertbarkeit (processability) der Anleihe-Besicherung (nach deutschem Recht verpfändbare Rechte an der Marke „VEDES“) im potentiellen Insolvenzscenario als limitiert.

Outlook

Der Stabile Ausblick reflektiert unsere Erwartung, dass es Vedes gelingt trotz des hohen Wettbewerbsdrucks durch e-Commerce Marktteilnehmer stetig verbesserte EBITDA-Margen zu generieren. Für die nächsten Jahre erwartet Scope positive Funds from Operations, positive freie Cashflows ab dem Jahr 2017 und keine schuldenfinanzierten Übernahmen.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen, wenn sich der Verschuldungsgrad des Konzerns durch eine verlangsamte operative Erholung und negativer Funds from Operations auf einen SaD/EBITDA von > 7,0x bzw. FFO/SaD von < 5% verschlechtert oder sich die Liquiditätslage wesentlich anspannt.

In Anbetracht des hoch-kompetitiven Marktes hält Scope die Möglichkeiten einer positiven Anpassung des Ratings zum jetzigen Zeitpunkt für begrenzt.

Rating drivers

Positive	Negative
Positives Industrieumfeld: Deutscher Spielwarenmarkt mit vitalem Wachstum von 3,0% (CAGR) innerhalb der letzten 10 Jahre	Geringe Visibilität im schnell-wachsendem e-Commerce Segment gefährdet Marktpositionierung und Profitabilität
Positionierung als Verbundgruppe mit hohem Marktanteil im Kernmarkt Deutschland	Auf Europa begrenzte geografische Diversifizierung mit hoher Abhängigkeit zu Deutschland
„Zentralregulierung“ ist integraler Bestandteil des Konzerns und trägt wesentlich zur Profitabilität bei	Hoch-kompetitiver Markt mit Druck auf Profitabilität durch reine Online- und Direktanbieter
Keine wesentlichen Schuldenfälligkeiten bis zum Jahr 2019 begründet solide Liquidität	Unterdurchschnittlicher Verschuldungsgrad mit SaD/EBITDA >5.0x
	Durch Integrationsmaßnahmen negative freie Cashflows in der Vergangenheit werden erst 2017 positiv erwartet

Rating-change drivers

Positive	Negative
In Anbetracht des hoch-kompetitiven Marktes sind Möglichkeiten eines Rating-Upgrades begrenzt	Dauerhafte Verschlechterung des Verschuldungsgrads auf Level von SaD/EBITDA von > 7,0x bzw. FFO/SaD von < 5%
	Wesentliche Verschlechterung der Liquiditätslage



Scope credit ratios	2015	Scope Schätzung		
		2016E	2017E	2018E
EBITDA/Zinszahlungen	1,9	2,4	2,4	2,5
Scope-adjustierte Verschuldung (SaD)/EBITDA	6,9	5,7	5,4	5,3
Scope-adjustierter FFO/SaD	7,9%	10,2%	10,7%	11,0%
FCF/SaD	-12,2%	-0,5%	0,3%	0,4%

Scope-adjustiertes EBITDA in EUR Mio.	2015	Scope Schätzung		
		2016E	2017E	2018E
EBITDA	1,2	2,8	3,1	3,3
plus: Operating Lease-Zahlung	5,2	5,2	5,2	5,2
plus einmalige Integrationsaufwendungen	0,1	0,0	0,0	0,0
Scope-adjustiertes EBITDA	6,6	8,1	8,4	8,5

Scope funds from operations (FFO) in EUR Mio.	2015	Scope Schätzung		
		2016E	2017E	2018E
EBITDA	1,2	2,8	3,1	3,3
minus: gezahlte Zinsen (netto)	-1,9	-2,2	-2,2	-2,2
minus: gezahlte Steuern	0,2	0,0	-0,1	-0,1
minus: Zinszahlungen Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0
plus: Abschreibungskomponente Op. Leases	4,0	4,1	4,1	4,1
plus: erhaltene Dividenden von @equity	0,0	0,0	0,0	0,0
plus: einmalige Integrationsaufwendungen	0,1	0,0	0,0	0,0
Scope funds from operations (FFO)	3,6	4,7	4,9	5,0

Scope-adjustierte Verschuldung in EUR Mio.	2015	Scope Schätzung		
		2016E	2017E	2018E
Ausgewiesene Finanzverschuldung	22,0	24,9	24,9	24,8
minus: Barmittel und Barmitteläquivalente	-3,1	-5,7	-5,9	-6,0
plus: nicht verfügbare Barmittel	1,6	1,6	1,6	1,6
plus: Adjustierung Pensionen	1,4	1,4	1,4	1,4
plus: Adjustierung Operating Leases	23,5	23,5	23,5	23,5
Scope-adjustierte Verschuldung (SaD)	45,5	45,7	45,6	45,4

Ein führender Großhändler für Spiel-, Freizeit- und Familienprodukte in Europa

Intermediär für über 800 Fachhändler in Europa

Geschäftsaktivitäten umfassen primär Großhandels- und Zentralregulierungsaktivitäten

Ratingobjekt ist Holdinggesellschaft des Konzernverbundes

Business Risk Profile

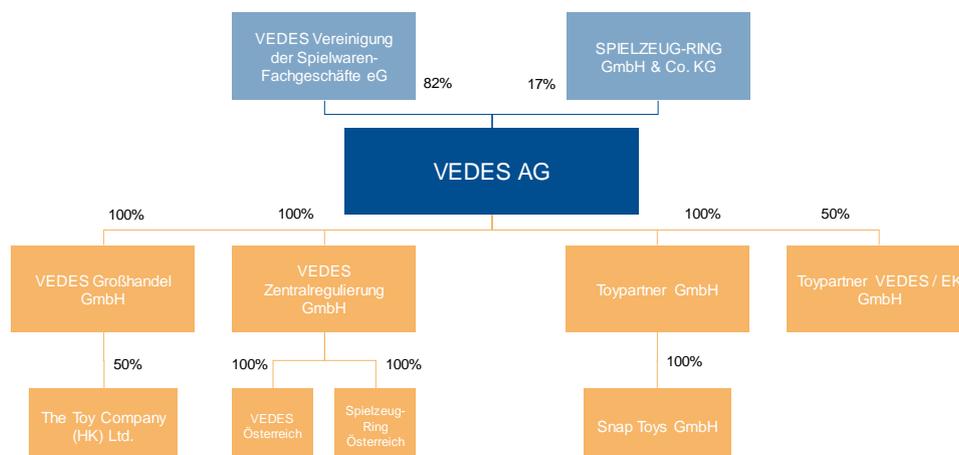
Die in Nürnberg ansässige Vedes AG („die Vedes“ oder „der Konzern“) ist ein führender Großhändler von Spiel-, Freizeit- und Familienprodukte in Europa. Der Konzern wurde 1904 als Einkaufsgenossenschaft mittelständischer Spielwarenhändler gegründet. Die Verbundgruppe organisiert die Verbunde VEDES / Vedes point, Spielzeug-Ring und Spiel & Spass.

Vedes agiert als Intermediär zwischen Spielzeugproduzenten und den entsprechenden Verkaufsstellen. Dabei beliefert der Konzern rund 800 Fachhändler (ca. 1.000 Fachgeschäfte) in Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien, Niederlanden, Luxemburg, Ungarn und Belgien. Im Jahr 2013 übernahm Vedes seinen direkten Wettbewerber im Großhandel, Hoffmann Spielwaren GmbH & Co. KG (‘Hoffmann’). Das Geschäft des Konzerns ist auf den europäischen Markt fokussiert und verzeichnete im Jahr 2015 Umsätze in Höhe von EUR 132,7 Mio.

Die Geschäftsaktivitäten des Konzerns können in die Segmente „Großhandel“, „Zentralregulierung“ und „Sonstiges“ eingeteilt werden. Im Großhandelssegment werden typischerweise Einkaufs- und Logistikaktivitäten der Gruppe zur Verfügung gestellt und koordiniert. Das Zentralregulierungsgeschäft (nur für Mitglieder der VEDES- und Spielzeug-Ring-Verbundes) findet über ein bankverbürgtes Delkredere statt und wird in Zusammenarbeit mit der DZB Bank GmbH durchgeführt. Im Segment „Sonstiges“ sind sowohl die Dienstleistungen für Holdingaktivitäten und zusätzliche Dienstleistungen im Rahmen der Kooperation mit der EK/servicegroup enthalten.

Das Ratingobjekt „Vedes AG“ agiert als Holdinggesellschaft im Konzernverbund. Wesentliche operative Einheiten sind die VEDES Großhandel GmbH (Großhandelsgeschäft) und die VEDES Zentralregulierung GmbH (Zentralregulierungsgeschäft). Zusätzlich betreibt die Vedes ein 50/50 Joint Venture mit dem Bielefelder Mehrbranchenverband EK/servicegroup. Haupteigentümer der Vedes AG sind die Verbundgesellschaften Vedes (VEDES Vereinigung der Spielwaren-Fachgeschäfte eG, 82%), sowie Spielzeug-Ring (SPIELZEUG-RING GmbH & Co. KG, 17%). Die restlichen Aktien befinden sich in Streubesitz.

Abbildung 1: Konzernstruktur



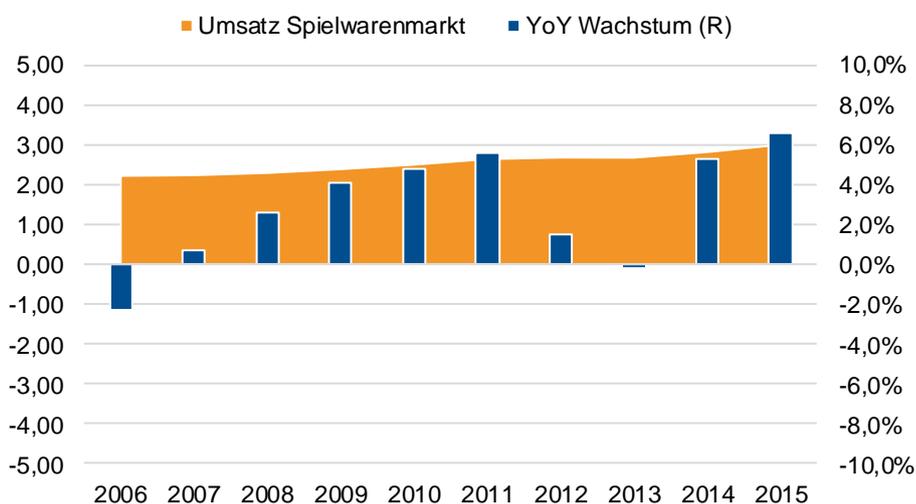
Quelle: Vedes, Scope

Industrierisiken

„Niedrige“ Zyklizität

Grundsätzlich weist der Großhandel mit Verbrauchs- und Konsumgütern eine „niedrige“ Zyklizität gemäß Scopes Corporate Rating Methodik aus. Wesentliche Treiber der Industrie sind Verbraucherstimmung, Arbeitslosenquote, Verschuldung der privaten Haushalte, Konsumausgaben und die Verfügbarkeit von Konsumentenkrediten. Basierend auf diesen Determinanten sieht Scope die Großhandelsindustrie als weniger anfällig für einen Rückgang der Konsumausgaben (z.B. in Folge einer Rezession) aufgrund der Diskretion ihres breiten Produktportfolios. Nach unserer Meinung ist insbesondere der Nischenmarkt für Spielwaren durch eine hohe Stabilität gekennzeichnet. Sieht man von dem marginalen Rückgang im Jahr 2013 ab (minus 0,15% YoY), wächst Vedes' Kernmarkt konstant seit 2007 mit einstelligen Wachstumsraten. Insgesamt zeigt der Nischenmarkt ein unzyklisches und robustes Wachstum pro Jahr von 3% (CAGR 2005 bis 2015).

Abbildung 2: Entwicklung des deutschen Spielwarenmarktes (EUR Mrd.)



Quelle: Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V., Scope

Markteintrittsbarrieren sind „medium“

Die Markteintrittsbarrieren im Großhandel mit Verbrauchs- und Konsumgütern werden im Einklang mit unserer Corporate Rating Methodik als „medium“ eingestuft. Es sind substantielle Investitionen – primär in eine adäquate Infrastruktur – notwendig, um Wettbewerbsfähigkeit im Großhandel zu erlangen. Das beinhaltet ein leistungsfähiges Distributionsnetz, Bestell-, Verkaufs- und Vorrätmanagement, um einen Wertschöpfungsbeitrag zwischen Produzenten und dem Endhandel zu generieren. Die Profitabilität in dieser grundsätzlich margenschwachen Industrie wird oft über die Einkaufskraft des Händlers determiniert (economies of scale). Der Konsolidierungsprozess der vergangenen Jahre führte zu weniger, aber insgesamt stärkeren Marktteilnehmern. Insgesamt weist Scope darauf hin, dass in den meisten Untersegmenten des Großhandels mit Verbrauchs- und Konsumgütern keine regulatorischen Vorgaben existieren, was die Eintrittsbarrieren teilweise abmildert.

Substitutionsrisiken „medium“ bis „hoch“

Scope stuft die Substitutionsrisiken der Industrie als „medium“ bis „hoch“ ein. Die ökonomische Funktion des Großhändlers als Intermediär wird durch den Trend, dass Produzenten in Eigenfunktion die Vermarktung und Bereitstellung ihrer Produkte an die betreffenden Endmärkte durchführen, zunehmend gefährdet. Ausgeprägte Lizenzvermarktungsmodells, in der Produzenten den Zugang zu ihren Endprodukten selektieren, bestätigen diesen Trend. Nichtsdestotrotz ist Scope der Meinung, dass langfristig die ökonomische Funktion des Großhändlers als „One-Stop-Shop“-Anbieter für vor allen Dingen mittelständische Einzelhändler behalten wird.

Wettbewerbsposition

Scope bewertet die Wettbewerbsposition der Vedes anhand folgender Treiber:

- Marktposition
- Diversifizierung
- Profitabilität

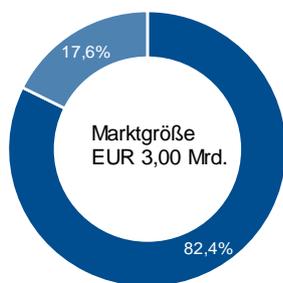
Marktposition

Vedes ist eine führende Verbundgruppe von Spiel-, Freizeit- und Familienprodukte in Europa. Im Jahr 2015 konnte der Konzern einen hohen Marktanteil von etwa 18% (basierend auf Außenumsätzen) in seinem Kernmarkt Deutschland ausweisen.

Marktanteil in Deutschland bei 18% im Jahr 2015

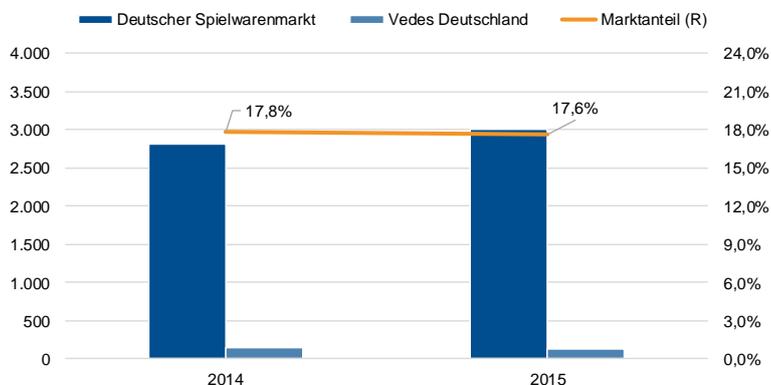
Abbildung 3: Deutscher Spielwarenmarkt 2015

■ Deutscher Spielwarenmarkt ■ Mitglieder von Vedes



Quelle: Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V., Vedes, Scope

Abbildung 4: Marktanteile Deutscher Spielwarenmarkt

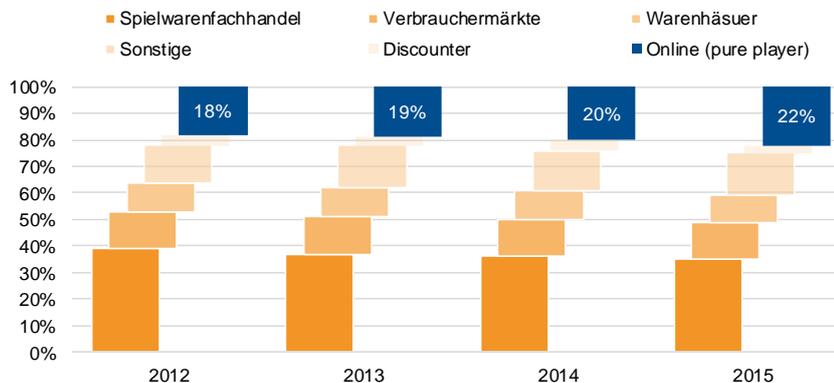


Quelle: Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V., Vedes, Scope

Verstärkter Druck auf Marktpositionierung durch zunehmenden Online-Handel

Vedes' Mitglieder bzw. Kunden verspüren aufgrund der raschen Ausweitung des e-Commerce-Segmentes jedoch zunehmenden Wettbewerbsdruck. Die Bedeutung des Internets als Distributionskanal nimmt stetig zu: so stieg der Anteil des Internets als Vertriebskanal (online als sog. „pure Player“) im deutschen Spielwarenmarkt von 18% in 2012 auf über 22% in 2015. Führende „pure Player“ sind bspw. Amazon oder Mytoys.de. Der Anteil traditioneller Vertriebskanäle, wie z.B. der Spielwarenfachhandel, nimmt am Gesamtumsatz der deutschen Spielwarenindustrie stetig ab. Nach Ansicht von Scope wird Vedes' Marktpositionierung durch die erwartet starke Zunahme des Online-Handels geschwächt.

Abbildung 5: Entwicklung Vertriebslinien deutscher Spielwarenmarkt



Source: Bundesverband des Spielwaren-Einzelhandels e.V., Vedes, Scope

Schwache Diversifizierung mit hoher Umsatzkonzentration in Deutschland

Zentralregulierungssegment als integraler Bestandteil des Konzerns

Diversifizierung

Grundsätzlich bewertet Scope Vedes Diversifizierung als negativ für das Geschäftsrisikoprofil. Die geographische Umsatzverteilung ist auf den europäischen Markt beschränkt. Der Konzern Vedes unterhält Repräsentanzen in acht Ländern Europas (Deutschland, Österreich, Schweiz, Italien, Niederlande, Luxemburg, Ungarn und Belgien). Scope stellt jedoch die erhöhte Umsatzabhängigkeit am deutschen Kernmarkt der Vedes fest (ca. 80% der Großhandelsumsätze im Jahr 2015).

Zusätzlich neben Vedes' originärem Großhandelsgeschäft betreibt der Konzern Zentralregulierungsaktivitäten für seine Mitglieder. Insgesamt 8% der Konzernumsätze aus dem Jahr 2015 stammen aus Provisionen aus Vedes' Zentralregulierungsgeschäft. Trotz der verhältnismäßig schwachen Umsatzrepräsentation erachtet Scope Vedes' hochprofitables Zentralregulierungssegment als integralen Bestandteil des Konzerns.

Abbildung 6: Umsatzverteilung Segmente 2015

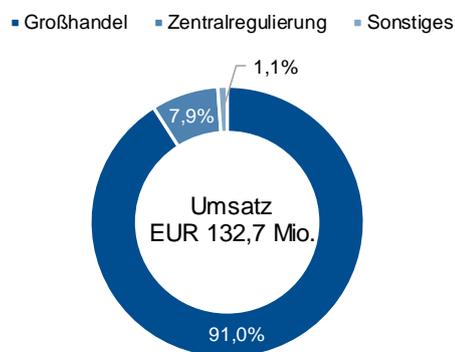
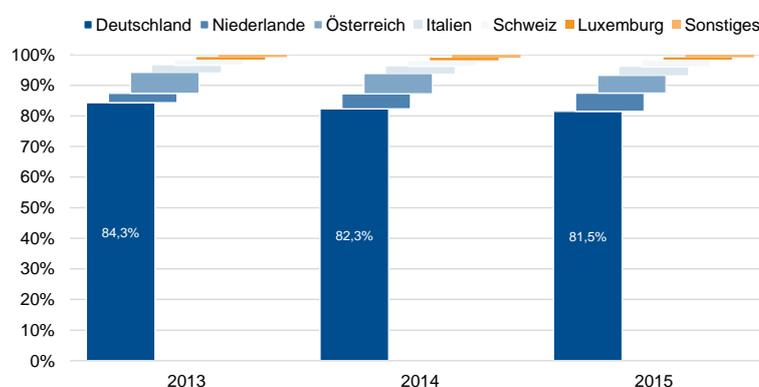


Abbildung 7: Geografische Umsatzverteilung



Quelle: Vedes, Scope

Quelle: Vedes, Scope

Verbesserte Diversifizierung innerhalb der Vertriebslinien nach der Hoffmann-Übernahme

Die Umsatzverteilung des Großhandelsgeschäfts wird zum Großteil über die Vertriebskanäle des Spielwarenfachhandels (62% im Jahr 2015) und über den SB-Handel (25% im Jahr 2015) abgewickelt. Vedes gelang es demnach im Zuge der Hoffmann-Übernahme seine Diversifizierung der Vertriebslinien deutlich zu vergrößern: Vor der Integration der Hoffmann-Gruppe wurden beinahe 90% der Großhandelsumsätze im Spielwarenfachhandel realisiert. Vedes' geringes Exposure zum stark wachsenden Online-Handel wird negativ bewertet.

Scope erkennt keine Konzentrationsrisiken in Vedes' Lieferanten- und Kundenstruktur.

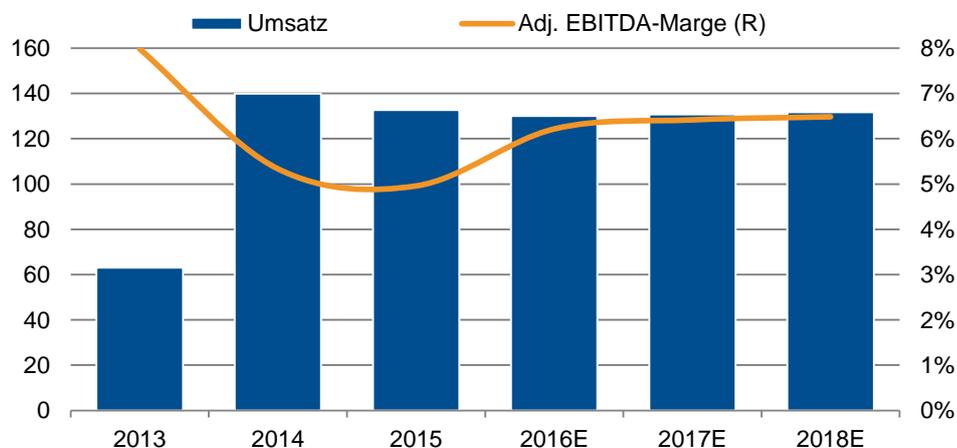
Adjustierte EBITDA-Marge als Indikator

Profitabilität

Zur Bestimmung der Profitabilität des Vedes-Konzerns wird die EBITDA-Marge als geeigneter Indikator verwendet. Dabei hat Scope das operative Ergebnis (EBITDA) um (i) jährliche Operating-Leasingaufwendungen und (ii) einmalige Sonderaufwendungen im Zuge der Hoffmann-Integration aus dem Jahr 2014 und 2015 adjustiert.

Profitabilität ist negativ beeinflusst durch Anpassungseffekte

Scope beurteilt Vedes' Profitabilität als moderat und im Einklang mit dem Geschäftsrisikoprofil. Die adjustierte EBITDA-Marge ist im Zuge der umfangreichen Integrationsmaßnahmen und operationeller Anpassungseffekte leicht unter die 5% Marke gefallen (Adj. EBITDA-Marge im Jahr 2015: 4,96%).

Abbildung 8: Profitabilität


Quelle: Scope

Konzern-Profitabilität maßgeblich durch hochmarginiges Zentralregulierungsgeschäft bestimmt

Die Profitabilität des Konzerns wird dabei maßgeblich durch Vedes' Zentralregulierungsgeschäft bestimmt (ausgewiesenes EBITDA im Segment Zentralregulierung EUR 2,1 Mio. vs. ausgewiesenes EBITDA des Konzerns EUR 1,2 Mio. im Jahr 2015). So gelang es Vedes durch ihre Zentralregulierungsaktivitäten, die die Warenströme zwischen den Mitgliedern und deren Vertragslieferanten reguliert, eine hohe EBITDA-Marge von 19,7% im Jahr 2015 auszuweisen. Aufgrund der bereits erwähnten Anpassungseffekte im Zuge der Hoffmann-Integration war Vedes' Großhandelssegment EBITDA negativ im Jahr 2015.

Erhöhte Profitabilität durch Synergieeffekte und erhöhten Anteil Zentralregulierungsbusiness

Scope prognostiziert eine leichte Verbesserung der Profitabilität in den nächsten Jahren. Dies liegt zum einen am erwarteten höheren Anteil des hochprofitablen Zentralregulierungsgeschäfts, zum anderen erwarten wir, dass sich Synergie- und Skaleneffekte der Hoffmann-Übernahme materialisieren. Dies betrifft vor allen Dingen die Harmonisierung der IT-Systeme und die Konzentration der Lager- und Distributionsaktivitäten am Standort Lotte. Für die nächsten zwei Jahre sieht Scope Vedes' adjustierte EBITDA-Marge verbessert zwischen 6%-7%. Gleichzeitig reflektiert unsere Annahme einen hohen Margendruck durch die zunehmend hoch-kompetitive Marktumgebung infolge der generellen Herausforderungen der Industrie (Digitalisierung, Umgehung des Großhandels, veränderte Kundenpräferenzen).

Financial Risk Profile

Vedes' Finanzrisikoprofil wird durch die schwachen Finanzkennzahlen negativ beeinflusst. Diese begrenzen insgesamt das Unternehmensrating.

Im Einklang mit Scopes Corporate Rating Methodik adjustieren wir in unseren Analyse des Finanzrisikoprofils die Finanzverschuldung (SaD) um (i) Pensionsverpflichtungen, sowie (ii) Operating Leases (hauptsächlich Mietaufwendungen) und (iii) frei verfügbare Barmittel.

Abbildung 9: Finanzkennzahlen

Scope credit ratios	Scope Schätzung			
	2015	2016E	2017E	2018E
EBITDA/Zinszahlungen	1,9	2,4	2,4	2,5
Scope-adjustierte Verschuldung (SaD)/EBITDA	6,9	5,7	5,4	5,3
Scope-adjustierter FFO/SaD	7,9%	10,2%	10,7%	11,0%
FCF/SaD	-12,2%	-0,5%	0,3%	0,4%

Quelle: Scope

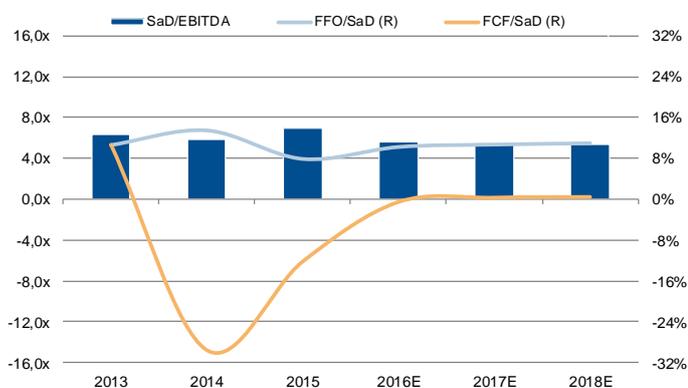
Schwacher Verschuldungsgrad entspannt sich auf hohem Niveau

Unter Berücksichtigung der besicherten Unternehmensanleihe (2014/19, Nominal EUR 20,0 Mio.), den Operating-Lease-Anpassungen (diskontierter Nettobarwert, EUR 23,5 Mio. in 2015), Pensions-Verpflichtungen (EUR 1,4 Mio.), Finance Leases (EUR 0,6 Mio.), beanspruchter Betriebsmittellinien und den frei verfügbaren Barmitteln (EUR 1,5 Mio. in 2015) wies Vedes eine Scope-adjustierte Verschuldung von knapp EUR 46 Mio. aus. Dies spiegelt sich in einem hohen Verschuldungsgrad SaD/EBITDA von 6,9 bzw. Scope-adjustiertes FFO/SaD von 7,9% wider. Durch die prognostizierte operative Erholung und Hebung von Synergieeffekten im Rahmen der Hoffmann-Integration, bei gleichzeitig stabiler Entwicklung des SaD, erwartet Scope eine leichte Erholung des Verschuldungsgrades auf hohem Niveau.

Zinsdeckungsgrad auf niedrigem Niveau

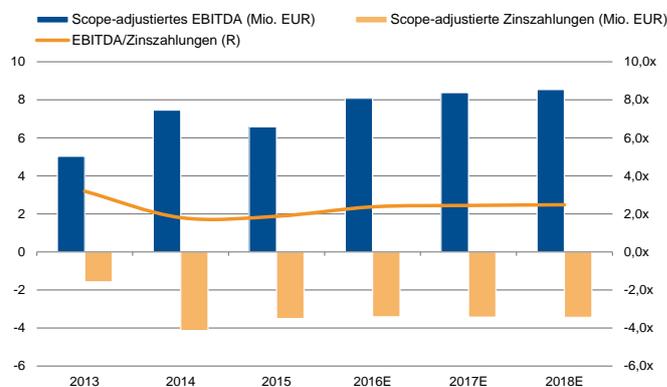
Vedes' Zinsdeckungsgrad bewegt sich auf niedrigem Niveau. Determiniert durch hohe Kuponzahlungen der ausstehenden Unternehmensanleihe (verzinst mit 7,125%) und die operative Ertragsschwäche, fiel das Verhältnis EBITDA/Zinszahlungen unter 2x. In Anbetracht unserer steigenden EBITDA-Prognose bei stabiler Zinslast sieht Scope Vedes' Zinsdeckungsgrad auf einem Niveau von 2,4x in 2017E.

Abbildung 10: Verschuldungsgrad



Quelle: Scope

Abbildung 11: Zinsdeckungsgrad



Quelle: Scope

Cashflow-Generierung unter Druck - positive freie Cashflows in 2017 erwartet

Unsere Analyse des schwachen Finanzrisikoprofils des Konzerns reflektiert Vedes' limitierte Cashflow-Generierung. Sowohl operative Cashflows, als auch freie Cashflows gerieten substantiell unter Druck in Folge der Übernahme der Hoffmann-Gruppe (Investitions-Cashflow von minus EUR 13,6 Mio.) und anschließenden Integrationsmaßnahmen. Vedes wies im Jahr 2015 einen negativen freien Cashflow von EUR 5,6 Mio. aus. In unserem Rating-Szenario erwarten für das Jahr 2017 erstmals leicht positive freie Cashflows, unter der Annahme einer Erholung der operativen Ertragskraft und normalisierenden Capex nach umfangreichen Integrationsmaßnahmen. Scope hebt hervor, dass Vedes' Innenfinanzierungskraft in unserem Rating-Szenario nicht ausreichend ist, um die ausstehende EUR 20 Mio. Unternehmensanleihe zu refinanzieren. Scope geht daher von der Notwendigkeit einer teilweisen Refinanzierung durch externe Quellen in 2019 aus.

Solide Liquidität aufgrund flachen Fälligkeitsprofils

Liquidität

Vedes' Liquidität ist unterstützend für dessen Finanzrisikoprofil. Die solide Liquidität wird maßgeblich durch die flache Schulden-Fälligkeitsstruktur bestimmt. In unserem Rating-Szenario prognostiziert Scope, lediglich marginale Fälligkeiten (Finance Leases und Kreditlinien), welche ausreichend durch interne (frei verfügbare Barmittel und freie Cashflows ab 2017) und externe Liquiditätsquellen (Zugang zu Kreditlinien und Factoring-Programmen) gedeckt sind.

Die Liquidität der Vedes wird genauer durch folgende Quellen unterstützt:

- Freie Barmittel und Barmitteläquivalente in Höhe von EUR 1,5 Mio. im Jahr 2015. Unsere Berechnung exkludiert EUR 1,6 Mio., welche als Sicherheitsreserve für das Zentralregulierungsgeschäft dienen.
- Der Konzern hat Zugang zu syndizierten Betriebsmittelkredit-Linien in Höhe von EUR 8,0 Mio. vereinbart mit der Commerzbank AG und der Deutschen Bank AG. Industrietypisch lassen sich die Kreditlinien in Stammlinien (EUR 4 Mio.), Akkreditivlinien (EUR 1 Mio.) und Saisonlinien (EUR 3 Mio.) aufteilen. Scope nimmt eine kontinuierliche Verfügbarkeit und Inanspruchnahme der zur Verfügung stehenden Kreditlinien in seiner Schätzung an.
- Zugang zu Factoring-Programmen zur Sicherstellung eines ressourcenschonenden Working-Capital-Managements. Dies beinhaltet (i) ein konzernweites Factoring-Programm über den Anbieter Coface SA, als auch (ii) die Möglichkeit des direkten Factorings über den verantwortlichen Zahlungsdienstleisters des konzernweiten Zentralregulierungsgeschäftes DZB Bank GmbH.

Wie bereits erwähnt, verweist Scope auf die Notwendigkeit einer teilweisen Refinanzierung durch externe Quellen, der im Jahr 2019 fälligen EUR 20 Mio. Unternehmensanleihe.

Abbildung 12: Liquidität

Liquidität in EUR Mio.	2015	2016E	2017E	2018E
Freie Barmittel	1,5	4,2	4,3	4,4
Freie Kreditlinien	3,7	3,5	3,5	3,5
Freie Factoringlinien	5,1	5,0	5,0	5,0
Fälligkeiten zum 31. Dezember	0,6	1,7	4,7	4,8
Freie Cashflows (nach Dividenden)	-5,6	-0,2	0,1	0,2
Deckung kurzfr. Finanzschulden (vor freien Cashflows)	17,8	7,6	2,7	2,7

Quelle: Scope

Unternehmensanleihe

Vedes begab am 24. Juni 2014 eine vorrangig besicherte Unternehmensanleihe mit einem Volumen in Höhe von EUR 20 Mio. und einem Kupon von 7,125%.

Abbildung 13: Bond Key Facts

Key Facts	ISIN DE000A11QJA9 WKN A11QJA
Emittentin	Vedes AG
Rang	vorrangig besichert
Emissionsvolumen	EUR 20 Mio.
Platziertes Volumen	EUR 20 Mio.
Kupon	7,125% (fest)
Kuponzahlung (p.a.)	EUR 1,43 Mio. (am 24. Juni)
Emissionsdatum	24.06.2014
Laufzeit	5 Jahre
Purpose	Refinanzierung, Investition und Integration Großhandelsgeschäft
Besicherung	Verpfändung der nach deutschen Recht verpfändbaren Rechte an der Marke "VEDES"
Key Covenants	Pari Passu, Negative Pledge, Change of Control

Source: Scope, Vedes

Anleiherating B+ reflektiert „durchschnittliche“ Recovery-Aussichten

Das B+ Rating der vorrangig besicherten Unternehmensanleihe basiert auf dem Unternehmensrating von B+ und reflektiert „durchschnittliche“ Recovery-Aussichten (30%-50%). Ausstehende Verbindlichkeiten des Konzerns (hauptsächlich Kreditlinien und Finance Leases) sind über dingliche Assets besichert (gewährte Sicherheiten gegenüber Kreditinstituten beinhaltet z.B. Globalzession der Forderungen aus LuL bzw. Sicherungsübereignung der Warenvorräte) und rangieren pari passu zur besicherten Unternehmensanleihe. Scope bewertet die Werthaltigkeit (recoverability) und Verwertungsfähigkeit (processability) der Anleihe-Besicherung (nach deutschem Recht verpfändbaren Rechte an der Marke ‚VEDES‘) im potentiellen Insolvenzscenario als limitiert.

Stabiler Ausblick für Emittenten- und Anleiherating

Outlook

Der Stabile Ausblick reflektiert unsere Erwartung, dass es Vedes gelingt trotz des hohen Wettbewerbsdrucks durch e-Commerce Marktteilnehmer stetig verbesserte EBITDA-Margen zu generieren. Für die nächsten Jahre erwartet Scope positive Funds from Operations, positive freie Cashflows ab dem Jahr 2017 und keine schuldenfinanzierten Übernahmen.

Eine negative Anpassung des Ratings wird erwogen wenn sich der Verschuldungsgrad des Konzerns durch eine verlangsamte operative Erholung und negativer Funds from Operations auf einen SaD/EBITDA von 7,0x bzw. FFO/SaD von 5% verschlechtert oder sich die Liquiditätsslage wesentlich anspannt.

In Anbetracht des hoch-kompetitiven Marktes hält Scope die Möglichkeiten einer positiven Anpassung des Ratings zum jetzigen Zeitpunkt für begrenzt.



Wichtige Hinweise

Angaben gemäß Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013

Verantwortlichkeit

Verantwortlich für die Verbreitung der vorliegenden Finanzanalyse ist die Scope Ratings AG, Berlin, Amtsgericht Berlin (Charlottenburg) 161306 B, Vorstand: Torsten Hinrichs (Vorsitzender), Dr. Stefan Bund und Dr. Sven Janssen.

Das Rating wurde erstellt von Timo Schilz, Lead Analyst, Corporates.
Für die Genehmigung des Ratings verantwortlich: Olaf Tölke, Managing Director, Head of Corporates.

Das Rating betrifft ein neu aufgelegtes Finanzinstrument, das erstmalig durch die Scope Ratings AG bewertet wurde.

Ein Ausblick signalisiert die wahrscheinlichste Richtung einer Ratingänderung, innerhalb der nächsten 12-18 Monate. Ein Ausblick ist aber keine Indikation dafür, dass eine Änderung zwangsläufig folgen muss.

Angaben über Interessen und Interessenkonflikte

Das Rating wurde von Scope Ratings AG unabhängig jedoch entgeltlich im Auftrag des Ratingobjekts erstellt.

Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings AG oder von mit dieser verbundenen Gesellschaften an dem Ratingobjekt und an direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen des Ratingobjekts und direkt oder indirekt mit dem Ratingobjekt verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings AG oder an von mit dieser verbundenen Gesellschaften. Die Ratingagentur, die am vorliegenden Rating beteiligten Ratinganalysten und alle anderen Personen, die vorliegend an der Abgabe des Ratings und/oder von dessen Genehmigung beteiligt sind, halt/halten weder direkt oder indirekt Eigentumsanteile an dem Ratingobjekt oder mit diesem verbundenen Dritten. Das eventuelle Halten von Beteiligungen durch vorgenannte Personen durch Beteiligungen an diversifizierten Organismen für gemeinsame Anlagen einschließlich verwalteter Fonds wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen ist unbeschadet hiervon gemäß der EU-Ratingverordnung (EG) Nr. 1060/2009 zulässig. Weder die Scope Ratings AG noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung oder den Vertrieb von Kapitalanlageprodukten involviert. Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings AG und des Ratingobjektes, jedoch werden keine Personen an der Erstellung und Genehmigung eines Ratings beteiligt, bei denen aufgrund verwandtschaftlicher Verhältnisse oder sonstiger Näheverhältnisse ein Interessenkonflikt bestehen könnte.

Wesentliche Quellen des Ratings

- | | |
|---|---|
| <input checked="" type="checkbox"/> Prospekt | <input checked="" type="checkbox"/> Webpage des Ratingobjekts/Anbieters |
| <input checked="" type="checkbox"/> Wertgutachten, sonstige Gutachten | <input checked="" type="checkbox"/> Jahresberichte/Halbjahresberichte des Ratingobjekts |
| <input checked="" type="checkbox"/> Aktuelle Leistungsbilanz | <input checked="" type="checkbox"/> Angeforderte Detailinformationen |
| <input checked="" type="checkbox"/> Jahresabschlüsse | <input checked="" type="checkbox"/> Datenlieferungen von externen Datenlieferanten |
| <input checked="" type="checkbox"/> Interview mit dem Ratingobjekt | <input checked="" type="checkbox"/> Externe Marktberichte |
| <input checked="" type="checkbox"/> Presseberichte / sonstige öffentliche Informationen | |

Die Scope Ratings AG hält die Qualität der über das bewertete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Scope hat die Zuverlässigkeit der Quellen vor Verwendung soweit möglich sichergestellt, aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft.

Einsichtnahme des Ratingobjekts vor Veröffentlichung des Ratings

Vor Veröffentlichung wurde dem bewerteten Unternehmen die Möglichkeit gegeben, das Rating und die Ratingtreiber einzusehen, inklusive des für das Credit Rating und Rating Ausblick zugrundeliegenden Rating Rationals. Dem bewerteten Unternehmen wurde anschließend mindestens ein voller Arbeitstag gewährt, um auf faktische Fehler hinzuweisen oder die Ratingentscheidung anzufechten und zusätzliche für das Rating wesentliche Informationen bereitzustellen. Das Rating wurde nach dieser Einsichtnahme nicht bewertungsrelevant geändert.

Methodik

Die für das Rating von Corporates gültige Methodik (Corporate Rating Methodology) ist unter www.scooperatings.com verfügbar. Die historische Ausfallraten von Scope Ratings können auf der zentralen Plattform (CEREP) der Europäischen Securities and Markets Authority (ESMA) eingesehen werden: <http://cerp.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>. Eine umfangreiche Erklärung zu Ausfallrating von Scope, Definitionen der Rating Notationen und weiterführenden Informationen zu den Analysekomponenten eines Ratings sind in den Dokumenten zu Methodiken auf der Webseite der Ratingagentur einsehbar.



Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2016 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.

Herausgeber

Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, 10785 Berlin