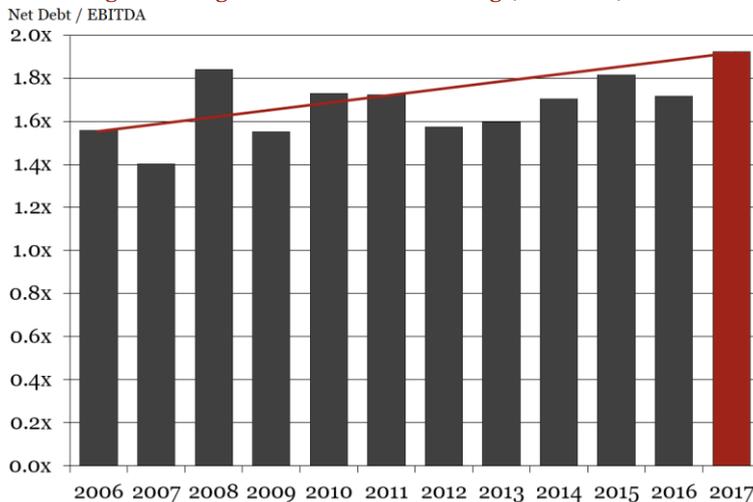


Credit Insight: 28. Mai 2018 / FEC

Umbruch im Retail-Sektor

Das Retail-Geschäft steht in der Transformation. Traditionelle Retailer finden sich zunehmend einer intensiveren Konkurrenzsituation ausgesetzt und müssen dem steigenden Preisdruck die Stirn bieten. Eine zu späte Einleitung von Gegenmassnahmen führte jüngst zu Konkursfällen wie bei der amerikanischen Toys'R'Us oder zu signifikanten Investitionstätigkeiten wie bspw. die 77%-Beteiligung von Wal-Mart an Flipkart für USD 16 Mia. Generell steht die Bonität der Retailer zunehmend unter Druck.

Abbildung 1: Ansteigende Netto-Verschuldung (US Retail)



Quelle: I-CV

Amazon führt den digitalen Sturm auf das «Brick and Mortar» Geschäft an...

Der Online-Retail Gigant Amazon bringt mit seiner digitalen Ausbreitung das traditionelle Einzelhandelsgeschäft ins Wanken. Während in erster Linie der Nichtlebensmittelbereich die Folgen spürt, sieht sich auch die Lebensmittelhandelsbranche langsam aber sicher dem zunehmenden Druck ausgesetzt (v.a. in den USA).

Der wachsende Online-Konsum (10% Marktanteil der Online-Retailer in den USA) führt mittels zunehmender Transparenz zu einem breit angelegten Preiskampf, mit entsprechend tieferen Profitabilitätsmargen der Beteiligten. Skaleneffekte und ein breites Distributionsnetz (letzte Meile) sind für die Online-Retailer wichtige Schlüssel zum Erfolg. Während Amazon die eigene Logistik stark ausbauen möchte und im Juni 2017 die amerikanische Lebensmittel-Supermarktkette Wholefoods (inkl. Distributionsnetz) akquirierte, hat der deutsche Versandhändler Otto Group (Ackermann, Bonprix, Quelle) mit Hermes schon vor längerem erfolgreich ein eigenes Vertriebsnetz aufgebaut. Kleinere und mittlere E-Commerce Unternehmen wie Zalando müssen allerdings weiterhin auf externe Logistiknetze zurückgreifen oder sich wie Ocado auf Partnerschaften mit lokalen Retailern verlassen (Bsp. Partnerschaft mit Kroger). Die Eintrittshürden in das tiefermargige Online-Retail Geschäft sind somit hoch und mit erheblichen Initialinvestitionen verbunden.

Damit traditionelle Retailer sich im E-Commerce Markt behaupten können, sind neben dem Betrieb und Ausbau eigener Angebote vielfach Akquisitionen bestehender Online-Anbieter nötig. Wal-Mart bspw. besitzt zwar den Vorteil eines ausgedehnten Distributionsnetzwerks, muss allerdings auf Akquisitionen zurückgreifen, um die digitale Grundlage zu schaffen (Übernahme der Online-Plattform Jet.com für USD 3 Mia. und 77% Beteiligung an Flipkart für USD 16 Mia.). Vor allem aber kleinere und mittlere klassische Retailer leiden unter dem Profitabilitätsdruck und sehen sich gezwungen, entweder Partnerschaften einzugehen oder selbst akquiriert zu werden (Bsp. Übernahme ASDA durch Sainsbury).

... und findet eine gemeinsame Grundlage in der Omni-Channel Strategie

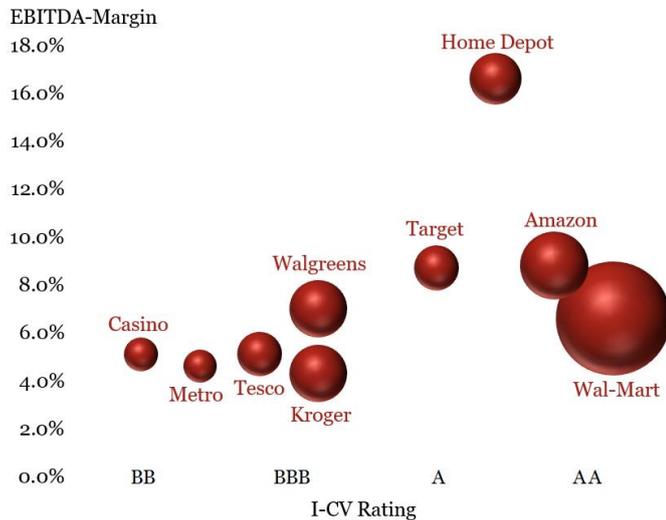
Gegenläufig zum Trend der zunehmenden Digitalisierung der traditionellen Retailer, versuchen Online-Retailer eine physische Präsenz aufzubauen. Übergelagertes Ziel beider Seiten ist die Anwendung der Omni-Channel Strategie (Nutzung mehrerer Verkaufskanäle wie Internet, mobile Applikationen, interaktive Kataloge und physische Verkaufslokale). Neben einer höheren Kundenbindungsrate durch eine stärkere Markenpräsenz eröffnen sich Möglichkeiten, schneller auf sich ändernde Konsumentenverhalten zu reagieren sowie hybride Verkaufskanäle anzubieten (Bsp. Click & Collect). Dies zeigt sich auch in der Abnahme von Retail-Verkaufsflächen und dem Trend hin zu kleineren, aber zentral gelegenen Flagship Stores, welche als physische Beratungsstelle und zur Markenwahrnehmung dienen.

Aldi und Lidl üben zusätzlichen Profitabilitätsdruck auf die Lebensmittelhändler aus

Neben den zusätzlichen Investitionen in die Digitalisierung, müssen sich die klassischen Retailer vor allem im Bereich des Nahrungsmittel Einzelhandels der volumenbasierten Tiefpreisstrategie von Discontnern wie Aldi und Lidl stellen. Die Profitabilität gerät durch den Preiskampf zusätzlich unter Druck. Die aggressive Wachstumsstrategie der Discounter (v.a. in UK und Australien) setzt auf die zunehmende Preissensitivität der Kundenbasis. Aldi verzeichnete ein Umsatzwachstum von über 70% über die letzten drei Jahre, während Konkurrent Tesco im gleichen Zeitraum einen Rückgang von 9% hinnehmen musste. Dank Kosten-

einparungen, der Verwendung von Eigenmarken, der starken Einkaufsmacht und dem breiten Distributionsnetzwerk konnten die Discounter die branchenübliche EBITDA-Marge von ca. 5% halten. Die erwirtschafteten Mittel werden für weitere Preisreduktionen und die Eröffnung neuer Filialen investiert, weshalb wir von einem anhaltenden überdurchschnittlichen Wachstum für die Discounter ausgehen. Die Reaktion der klassischen Retailer setzt sich zusammen aus dem Aufbau eigener Discounterketten mit einem grösseren Anteil an Eigenmarken (tiefer Preis aber höhere Marge) in Kombination mit spezialisierten Premium-Verkaufsformaten im Bereich frischer und natürlicher Produkte. Zudem investieren Lidl und Aldi unterdurchschnittlich in den (teuren) Aufbau eines E-Commerce, was den traditionellen europäischen Anbietern künftig einen möglichen Vorteil verschaffen könnte.

Abbildung 2: Höhere Profitabilität und Grösse unterstützen die operative Widerstandsfähigkeit



Quelle: I-CV Fussnote: Grösse der Blasen entspricht Umsatz

Tabelle 1 : Peer-Vergleich Retail-Branche

	Wal-Mart	Home Depot	Walgreens	Tesco	Auchan	Carrefour	Hofer KG	Otto Group	Amazon
Umsatz in EUR Mia.	439.0	86.5	107.3	65.3	53.2	81.0	33.8	12.5	157.8
Umsatzwachstum kum. 5 Jahre	21%	10%	196%	-16%	11%	4%	55%	8%	332%
EBITDA-Marge aktuell	7.3%	16.5%	7.0%	5.1%	5.2%	4.7%	5.2%	5.7%	8.8%
EBITDA-Marge Ø 5 Jahre	7.7%	16.2%	6.9%	4.9%	5.7%	4.9%	5.6%	5.2%	7.4%
Adj. Net Leverage	1.4x	1.5x	2.5x	3.6x	2.5x	2.9x	1.3x	3.8x	1.9x
Capex/Sales	2.0%	1.9%	1.1%	2.1%	3.2%	3.5%	5.8%	2.4%	6.7%
Composite Rating der Agenturen	AA	A	BBB	BB+	BBB	BBB+	NR	NR	A
Market Rating Implied 5yrs	AAA	AAA	USD: A- EUR: BBB	BBB-	A	A	n.a.	BB+	AA+
I-CV Rating	AA-	A+	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB	BB+	A+
I-CV Empfehlung	UW	UW	USD: UW EUR: MW	MW	UW	UW	n.a.	MW	UW

Konklusion

Die traditionellen Retailer müssen sich im kompetitiven und promotionslastigen Markt an verschiedenen Fronten zur Wehr setzen. Während Amazon aus den USA heraus die globale Digitalisierung der Retailer vorantreibt (Food und Non-Food), ist in Europa mehrheitlich der Preisdruck der Discounter Aldi und Lidl auf die Lebensmittelhändler zu spüren. Innerhalb des im Umbruch befindlichen Retail Segments stehen etablierte E-Commerce Unternehmen wie Amazon oder die Otto Gruppe als Gewinner da. Führende Retailer wie bspw. Wal-Mart, Kroger und Home Depot dürften sich dank der etablierten Kundenbasis und der Ausnutzung von Skaleneffekten im neuen Umfeld durchsetzen. Verlierer sind vor allem kleinere und mittlere Retailer wie bspw. WM Morrison, Marks & Spencer, Ahold Delhaize, Metro oder Casino.

Die auf grosse Volumen ausgerichtete Tiefpreisstrategie von Amazon, Aldi und Lidl wird allerdings mittelfristig auch die grossen Retailer unter Druck bringen. Der Schlüssel zur Verteidigung von Marktanteilen liegt in der erfolgreichen Anwendung der kanalübergreifenden Omni-Channel Strategie, gekoppelt mit Kostensparmassnahmen und der selektiven Spezialisierung auf das Premium-Segment (bspw. frische und regionale Produkte). Wir erwarten einen anhaltenden Konsolidierungsdruck im Retail-Sektor, mit steigenden Investitionen sowie abnehmender Profitabilität.

Sich ausweitende Risikoprämien können als Eintrittsposition dienen für Firmen wie Amazon, Otto Group, Wal-Mart oder Tesco. Allerdings empfehlen wir weiterhin ein Underweight für Carrefour und Metro.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.