

Branchen-Review: 14. Oktober 2020 / LET

Covid-19 intensiviert den strukturellen Druck auf die Retail-Branche

Branchencharakteristik

Die Einzelhandelsbranche besteht aus Unternehmen, die Waren oder Dienstleistungen direkt an Endverbraucher verkaufen. Die Branche ist durch tiefe Margen gekennzeichnet, da die Preistransparenz hoch ist und der intensive Wettbewerb sowie die breite Verfügbarkeit der Produkte in den meisten Teilssegmenten zu anhaltendem Preisdruck führt. Das Aufkommen von Discountern und die Popularität von Online-Shopping haben dies zusätzlich verschärft. Zudem belasten Investitionen in die Transformation von traditionellen Geschäftsmodellen hin zu Omnichannel-Modellen die Margen.

Die tiefe Profitabilität hat zur Folge, dass die Unternehmensgrösse ein entscheidender Erfolgsfaktor darstellt. Geschäftsmodelle mit hohem Volumen und tiefer Profitabilität sind nur dann nachhaltig, wenn Skaleneffekte erzielt werden können (z.B. Walmart bei einem Umsatz von USD 514 Mia. erzielt eine bescheidende EBITDA-Marge von 7%). In Kombination mit einem breiten Produktsortiment unterscheidet dies erfolgreiche Einzelhändler wie Walmart oder The Home Depot von den gescheiterten Unternehmen wie RadioShack, Sears oder Toys R Us.

Das Geschäftsrisikoprofil der Einzelhändler wird wesentlich durch das Warensortiment beeinflusst. Dieses reicht von Produkten des täglichen Bedarfs (Lebensmittel, Haushaltsprodukte, Heimwerkerbedarf), die weniger von Konjunkturzyklen betroffen sind, bis hin zu z.B. Automobilen und Modeartikeln, deren Absatz stark zyklisch ist. Wir unterscheiden deshalb zwischen zwei grossen Kategorien:

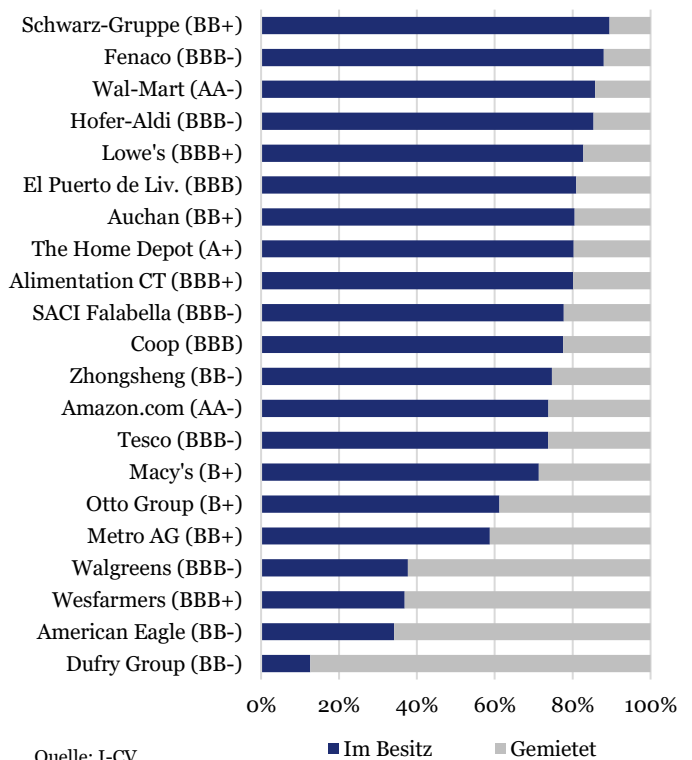
- Einzelhändler mit Schwerpunkt auf Produkte des täglichen Bedarfs.** Lebensmitteleinzelhändler sowie Einzelhändler, die sich auf Haushalts- und Körperpflegeprodukte konzentrieren, sind weniger konjunkturanfällig und stellen aus Anlegersicht eine defensive Positionierung dar. Dies liegt daran, dass diese Waren von den Verbrauchern oft als unverzichtbar angesehen und der Kauf nicht aufgeschoben werden kann. Zu dieser Gruppe gehören Unternehmen wie Tesco, Coop, Migros, Aldi, Lidl, Walmart oder The Home Depot. Diese Einzelhändler haben entweder von Covid-19 profitiert oder nur einen sehr begrenzten negativen Einfluss (höhere Kosten für Personal und Sicherheit) erfahren. Wir gehen davon aus, dass die Resultate dieser Exponenten im GJ20 weitgehend stabil bleiben und in den meisten Fällen im GJ21 das Vorkrisenniveau wieder erreicht wird.
- Einzelhändler mit Schwerpunkt auf Waren, deren Konsum aufgeschoben werden kann.** Die Kreditkennzahlen von Einzelhändlern, die nicht notwendige Güter verkaufen, reagieren empfindlicher auf Konjunkturzyklen und werden stärker von der Konsumentenstimmung beeinflusst (Anschaffungen in diesen Produktkategorien werden in einer Rezession häufig substituiert, verzögert oder storniert). Zu dieser Gruppe gehören Kaufhäuser, Bekleidungsgeschäfte (z.B. Macy's, Otto Group, Metro) oder Autohändler (Zhongsheng). Viele

dieser Unternehmen werden durch Covid-19 erheblich in Mitleidenschaft gezogen, da die Konsumentenstimmung aufgrund der düsteren Wirtschaftsaussichten und steigenden Arbeitslosigkeit eingebrochen ist. Wir gehen davon aus, dass eine vollständige Erholung in diesem Teilssegment sich langwierig gestaltet und nicht vor dem GJ 22-23 eintreten wird.

Emittenten mit einem Investment Grade Rating sollten über den gesamten Zyklus hinweg einen maximalen Netto-Leverage von 3.0x aufweisen. Nichtzyklische Einzelhändler können dank der stabileren Nachfragesituation und Cashflows einen höheren Verschuldungsgrad rechtfertigen.

Einzelhändler besitzen oft einen Teil ihrer Geschäftsliegenschaften. Ein hoher Anteil Liegenschaften, die nicht durch Hypotheken belastet sind, unterstützt das Kreditrisikoprofil, da diese Vermögenswerte bei Bedarf zur Stärkung der Liquidität verpfändet oder verkauft werden können. Wir zeigen den Anteil der eigenen und gemieteten Vermögenswerte für die von uns abgedeckten Einzelhändler in Abbildung 1.

Abb. 1: Eigentum an Sachanlagen

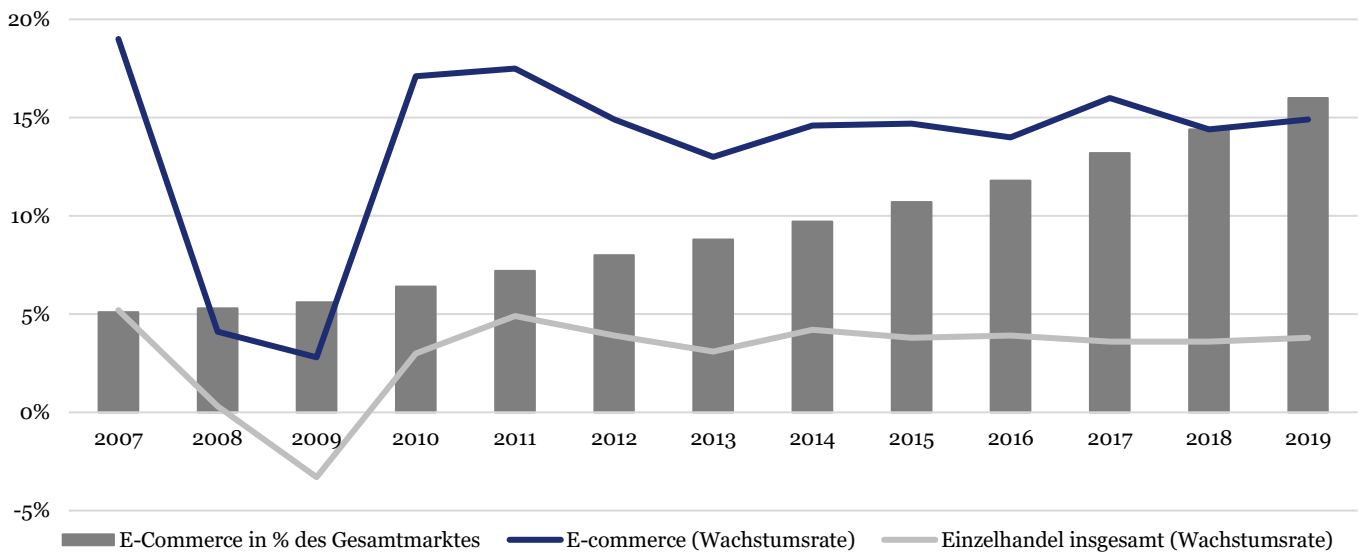


Quelle: I-CV

Traditionelle Einzelhändler ergänzen ihre Geschäftsmodelle mit Omnichannel-Vertriebskonzepten

Für Einzelhändler wird es immer wichtiger, ihren Kunden ein nahtloses Einkaufserlebnis zu bieten, unabhängig davon, ob diese online von einem Desktop- oder Mobilgerät, per Telefon oder in einem physischen Geschäft einkaufen. Reine Online-Händler wie Amazon und Ebay waren zu Beginn des 21. Jahrhunderts verantwortlich für die Verbreitung und steigende Popularität von E-Commerce. Die Bequemlichkeit des Online-Shoppings wurde durch technologische Fortschritte (Tablets, Smartphones, 4G) gefördert, die es für die Kunden einfacher machen, Preise zu vergleichen sowie überall und jederzeit einzukaufen. Dies hat zu einem überdurchschnittlichen Wachstum des Online-Handels im Vergleich zum traditionellen Einzelhandel geführt. Wie aus Abb. 2 hervorgeht, hat der Online-Einzelhandel zwischen 2009 und 2019 um 15% p.a. zugelegt, während der gesamte Markt um 4% gewachsen ist. Inzwischen macht der Online-Handel rund 16% des gesamten Marktes aus (6% im Jahr 2009). Es wird erwartet, dass sich dieser Trend fortsetzt und in fünf Jahren E-Commerce mehr als 25% des gesamten US-amerikanischen Einzelhandels ausmacht.

Abb. 2: Jährliche Wachstumsraten der gesamten Einzelhandels- und E-Commerce-Umsätze in den USA

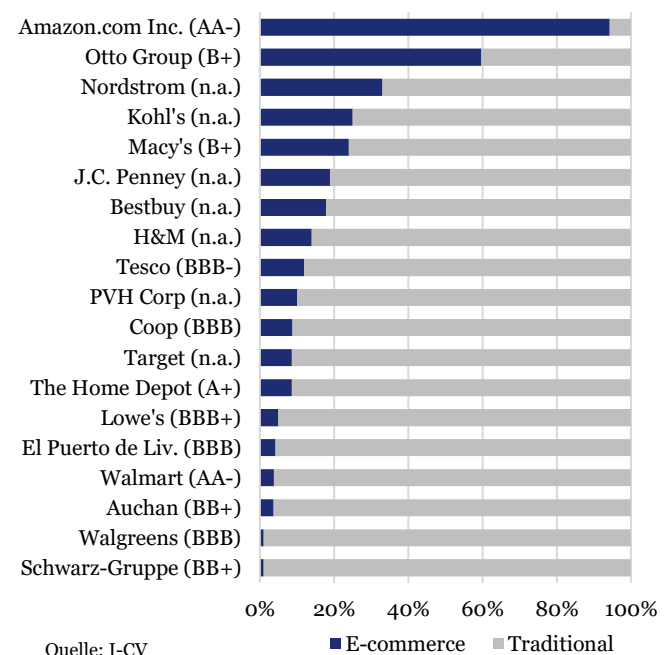


Quelle: US Commerce Department

Um an diesem schnell wachsenden Markt teilzunehmen, haben viele traditionelle Einzelhändler begonnen, eine Omnichannel Strategie zu entwickeln. Sie restrukturierten oder reduzierten die physischen Geschäfte und bauten parallel eine Online-Präsenz auf. Darüber hinaus wurde eine Reihe von Einkaufs- und Lieferkanälen eingerichtet, um dem Wunsch der Kunden nach Bequemlichkeit gerecht zu werden. Die Verbraucher erwarten heute, dass sie Waren über eine Vielzahl von Kanälen suchen und kaufen können und sich diese entweder liefern lassen oder abholen können (per Post, im Geschäft, «Click and collect», usw.).

Die Transformation eines Geschäftsmodells kann jedoch kostspielig sein, da zuerst die entsprechende IT- und Logistik-Infrastruktur entwickelt werden muss. Online-Verkäufe sind zwar vorteilhaft für den Umsatz, können jedoch die Margen veräussern, da die Logistikkosten (Handling, Lieferung, Retouren) häufig von Einzelhändlern getragen werden, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Daher ist es wichtig, dass die Firmen über eine ausreichend starke Bilanz verfügen, um diesen Wandel bewältigen zu können. Dennoch ist eine Online-Präsenz für einige Anbieter (Bekleidung, Elektronik) wichtiger als für andere (Lebensmittel). In Abbildung 3 zeigen wir den Anteil der durch E-Commerce erzielten Umsätze für die Mehrheit der Einzelhändler in unserer Abdeckung.

Abb. 3: Aufteilung der Umsätze



Quelle: I-CV

Covid-19 hat weitreichende Auswirkungen auf die Einzelhandelsbranche

Die strukturellen Veränderungen, welche die Branche bereits vor dem Ausbruch von Covid-19 prägten, werden beschleunigt. Einige der wichtigsten Entwicklungen, die wir erwarten, sind die folgenden:

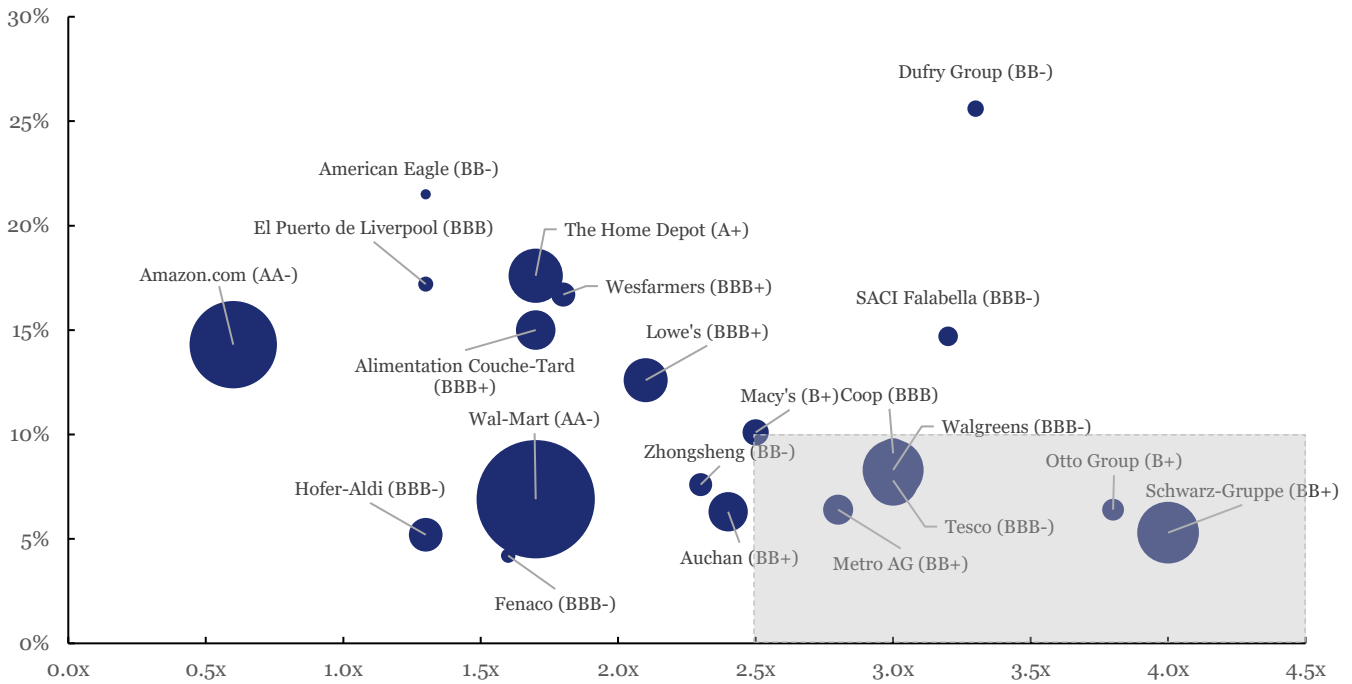
1. **Covid-19 wird die Verlagerung auf Online-Verkäufe beschleunigen.** Die Zurückhaltung der Konsumenten, Geschäfte zu besuchen, die massive Zunahme von Online-Shopping während des ersten Lockdowns (vgl. Tesco Online-Umsatz 1H20 +69%) sowie die Angst vor erneuten Schliessungen unterstreichen den strukturellen Trend. Diese Verlagerung wird zu einem Anstieg der Investitionsausgaben und Kosten in einer Zeit führen, in der die Ergebnisse vieler Einzelhändler unter Druck stehen. Nicht alle Unternehmen werden in der Lage sein, die finanzielle Belastung zu tragen.
2. **Mehr Ladenschliessungen.** Die in Punkt 1 erwähnte Verlagerung wird zu einem Nachfragerückgang für Ladenflächen führen, da mehr Produkte online verkauft werden und die Einzelhändler versuchen, ihre Margen durch Kosteneinsparungen zu schützen. Moody's erwartet, dass 20% aller Einkaufszentren in den USA in den nächsten Jahren schliessen müssen. Es ist auch möglich, dass das unsichere wirtschaftliche Umfeld zu einem grösseren Anteil an umsatzabhängigen Mieten führen wird, was für Einzelhändler aus Kreditsicht eine positive Entwicklung wäre.
3. **Weiterer Margendruck und erhöhte Dringlichkeit zur Erzielung von Effizienzen/Kosteneinsparungen.** Die Pandemie und der daraus resultierende konjunkturelle Einbruch werden sich nachteilig auf die Konsumentenstimmung auswirken, was sich in höheren Sparquoten und geringerem Verbrauch niederschlägt. Die Einzelhändler reagieren mit Rabatten, um das Inventar abzubauen. Hinzu kommen Kosten im Zusammenhang mit Covid (Löhne, Schutz, Reinigung, Desinfektion) sowie aufgrund steigender Online-Käufe höhere Logistikkosten. Die Erzielung von Skaleneffekten/Kosteneinsparungen werden weiter an Bedeutung gewinnen.
4. **Änderungen der Lieferketten.** Der Ausbruch und die nachfolgenden Grenzschiessungen haben die Anfälligkeit der globalen Lieferketten offengelegt. Wir erwarten, dass die Einzelhändler ihre Abhängigkeit von Importen verringern werden. Dies sollte zwar die Versorgungssicherheit gewährleisten, wird aber zu einer Verteuerung der Produkte führen.
5. **Zunehmende Konsolidierung.** Kleinere, in Nischenbereichen tätige Einzelhändler oder schwächer positionierte Unternehmen mit strapazierten Kreditkennzahlen werden möglicherweise nicht in der Lage sein, die aktuelle wirtschaftliche Krise zu überstehen. Es ist zu erwarten, dass weitere Einzelhändler in finanzielle Notlage geraten und entweder vom Markt verschwinden oder von stärkeren Konkurrenten übernommen werden. Dies sollte sich für die überlebenden Unternehmen positiv auswirken, da Skaleneffekte zu einer Margenverbesserung beitragen.
6. **Stärkere Konzentration auf Eigenmarken.** Geringere Kaufkraft wird zu einer noch stärkeren Fokussierung auf den Preis führen. Die Nachfrage nach den günstigeren Eigenmarken dürfte steigen.

Konklusion (Gewinner und Verlierer)

Grosse Einzelhändler mit einer starken Bilanz sind am besten positioniert, da sie über das notwendige Finanzprofil verfügen, um die konjunkturelle Korrekturphase zu bewältigen und die Umstellung auf ein Omnichannel-Vertriebsmodell voranzutreiben. Wir zeigen eine Auswahl dieser Firmen im oberen linken Viertel der Abbildung 4 (hohe Marge, tiefer Leverage). Einzelhändler, die sich auf Produkte des täglichen Bedarfs konzentrieren (Lebensmittel, Haushaltsprodukte), Discounter, Unternehmen mit einem differenzierten Sortiment (z.B. Heimwerkerbedarf) und etablierter Online-Präsenz dürften gestärkt aus der Krise hervorgehen. Zu den klaren Gewinnern gehören die US-Marktführer wie Amazon, Walmart und The Home Depot, aber auch der deutsche Discounter Hofer-Aldi. Die Schwarz-Gruppe (Lidl) ist zwar vom Geschäftsprofil ebenfalls gut aufgestellt, weist aber aufgrund der aggressiven Expansionsstrategie eine im Peervergleich niedrige Profitabilität und relativ hohe Verschuldung aus.

Wir erwarten, dass kleinere Nischenanbieter sowie Unternehmen, welche mit strapazierten Kreditkennzahlen in die Krise gerieten, zu den Verlierern zählen werden. Einige dieser Firmen sind nicht in der Lage, dem Nachfrageschock standzuhalten. Firmen mit einem im Peervergleich schwächeren Finanzprofil zeigen wir im unteren rechten Viertel der Abb. 4 (grauer Bereich; hohe Verschuldung, tiefe Margen). Sowohl der Reisespezialist Dufry als auch die Kaufhauskette Macy's gehören zu dieser Gruppe und haben weiterhin schwere Zeiten vor sich. Das gleiche gilt für die Apothekenkette Walgreens Boots, welche in ihrem Geschäft mit strukturellen Problemen zu kämpfen hat. Beim Nahrungsmittelgrosshändler Metro stellen sich Fragen zur zukünftigen Strategie und Finanzpolitik des Unternehmens.

Abb. 4: EBITDA-Marge (vertikale Achse) vs. Netto-Leverage (horizontale Achse) sowie Umsatz (Grösse des Kreises) der von uns abgedeckten Einzelhändler



Quelle: I-CV

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung 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 kohnt 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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.