



# FERI Corporate Bond Rating

## Ratingzusammenfassung

### **EMITTENT**

VEDES AG

### **EMISSION**

WKN A11QJA / ISIN DE000A11QJA9

### **LAUFZEIT**

24.06.2014 – 24.06.2019

### **BERICHTSSTICHTAG**

28.05.2014

### **Ratinganalyst**

Dr. Georgi Tsertsvadze

## **Inhalt**

Erteilte Ratingnote .....	3
Ratingmethodik.....	3
Zusammenfassung .....	6
Emissionsdaten .....	24
Disclaimer .....	26

## Erteilte Ratingnote

Auf Basis der vom Emittent vorgelegten Unterlagen und öffentlich verfügbaren Informationen zum Unternehmen erteilt die FERI EuroRating Services AG zum 30.05.2014 für die Emission Inhaber-Teilschuldverschreibung 2014-2019 (ISIN: DE000A11QJA9, WKN: A11QJA) ein **Emissionsrating** von:

**BB**

**(„erhöhtes Verlustrisiko“)**

Das erteilte Emissionsrating wird von FERI während der Laufzeit der Emission regelmäßig überprüft. Hierzu bleiben die Ratinganalysten in der Folge mit dem Unternehmen über die gesamte Emissionslaufzeit in regelmäßigem Kontakt, um gegebenenfalls bonitätsrelevante Faktoren aufzunehmen und zu berücksichtigen.

Der Emittent hat sich gegenüber FERI verpflichtet, u.a. Monatsberichte der VEDES Gruppe zur Verfügung zu stellen und ratingrelevante Veränderungen in der Unternehmensgruppe unverzüglich und unaufgefordert FERI mitzuteilen. Sollte der Emittent seinen Verpflichtungen aus dem Ratingmandat mit FERI nicht nachkommen, wird FERI das erteilte Rating unverzüglich entziehen und dies veröffentlichen.

## Ratingmethodik

Der Ratingprozess für Unternehmensanleihen setzt sich bei FERI aus vier Schritten und entsprechenden aufeinander aufbauenden Teilergebnissen zusammen:

### **Unternehmensadjustiertes Branchenrating**

Startpunkt für die Ratingermittlung ist die Zuordnung der maßgeblichen Einschätzungen zum Branchenumfeld entsprechend der konkreten Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Hierzu verwendet FERi das FERi-Branchenrating. Durch eine entsprechende regionale, umsatz- und ertragsmäßige Gewichtung der FERi-Branchenratings einzelner, abgrenzbarer Branchen wird eine individuell auf das Geschäftsmodell des jeweiligen Unternehmens abgestimmte Bewertung des Marktumfeldes vorgenommen.

### **Wettbewerbsadjustiertes Branchenrating**

Im zweiten Schritt wird ein Chancen-Risiken-Profil für den relevanten Markt des Unternehmens erstellt. Das unternehmensadjustierte Branchenrating wird um die dynamischen wettbewerblichen Aspekte ergänzt (aktuelle Wettbewerbssituation, Wettbewerbsdeterminanten und -prozesse sowie zukünftige Entwicklung der Wettbewerbsintensität). Zugleich werden Umweltveränderungen identifiziert und analysiert, die für alle Marktteilnehmer im relevanten Markt entweder als Chance wahrgenommen werden können oder aber solche, die für den erfolgreichen Unternehmensfortbestand ein Risiko darstellen.

### **Positionierungsadjustiertes Rating**

Im dritten Schritt wird das individuelle Stärken-Schwächen-Profil des zu bewertenden Unternehmens vor dem Hintergrund der wesentlichen Herausforderungen und Möglichkeiten, d.h. des Chancen-Risiken-Profils seines Marktumfeldes erstellt. Zu den Bereichen, die für die Erstellung des Stärken-Schwächen-Profils analysiert werden, gehören

- das Geschäftsmodell, d.h. u.a. die Rechtsform, die Unternehmenshistorie, die Eigentümerstruktur, das Produktportfolio, die Wertschöpfungstiefe und -breite, die eingesetzte Technologie,
- die Unternehmensstrategie mit den wesentlichen Inhalten auf Unternehmensebene und bezogen auf Teilstrategien,

- die Ausgestaltung der Kernprozesse der Unternehmenssteuerung, z.B. allgemeines Management, Risikomanagement, Controlling, Rechnungswesen,
- die finanzielle Konstitution (Bilanz, GuV).

Die Analyse der finanziellen Konstitution erfolgt über ein sektorspezifisches Kennzahlensystem, mit dem die Jahresabschlüsse des Unternehmens über mehrere Perioden analysiert und relevante Kennzahlen bewertet werden.

Das Ergebnis aller Teilanalysen erhält Eingang in ein von FERl entwickeltes Scorecard-basiertes Ratingmodell, aus dem sich nach Anwendung von Korrekturfaktoren (z.B. bei geringer Datenverfügbarkeit, unvollständigen Unterlagen, Sondersituationen (M&A)) letztlich das Unternehmensrating ergibt.

### **Emissionsrating**

Das Emissionsrating ermittelt FERl - ausgehend vom Unternehmensrating - anhand der konkreten Eigenschaften der Emission. Die Herauf-/Herabstufung relativ zum Unternehmensrating erfolgt vor allem abhängig von:

- der Position und dem Rang der Emission innerhalb der Kapitalstruktur des Emittenten,
- der Kapitaldienstfähigkeit und der Rückzahlungsfähigkeit (kommunizierte Rückzahlungsabsicht, Mittelherkunft),
- den Anlegerschutzrechten (Covenants),
- der Emissionswährung und der Emissionslaufzeit,
- der Mittelverwendungsabsicht (z.B. Strategiekonformität, Übereinstimmung mit der Mittelfristplanung),
- den gestellten Sicherheiten und dem verwendeten Sicherheitenmechanismus.

## Zusammenfassung

### Unternehmen

VEDES AG (im Folgenden VEDES) ist ein europaweit tätiges Unternehmen in der Spielwarenbranche, das 1904 als Einkaufsgenossenschaft der Spielwarenhändler gegründet wurde. Das Unternehmen vereinigt insgesamt einige hundert Mitglieder, die entweder in der VEDES Vereinigung der Spielwaren Fachgeschäfte eG (VEDES eG) oder in der SPIELZEUG-RING GmbH & Co. KG (SPIELZEUG-RING) organisiert sind. Diese beiden Gesellschaften sind Aktionäre der VEDES AG und halten zusammen ca. 99% der Aktien. Die restlichen Aktien befinden sich in Streubesitz. Diese Fachhändler betreiben insgesamt mehr als 1150 Fachgeschäfte schwerpunktmäßig in Deutschland. Außerhalb Deutschlands sind die Fachhändler in Österreich und in sechs weiteren EU-Ländern vertreten.

Ein Mitglied kann mehrere Fachgeschäfte betreiben. Die Zahl der betriebenen Fachgeschäfte der VEDES-Mitglieder ist relativ stabil. Die Zahl der Mitglieder weist aber in beiden Gesellschaften eine rückläufige Tendenz auf. Sie hat sich allerdings in den vergangenen Jahren stabilisiert. Die Hauptgründe für diese Entwicklung sind das für den Spielwarenfachhandel typische Problem der Nachfolgeregelung und ein intensiverer Wettbewerb seitens der Onlineanbieter, der einige Mitglieder zur Geschäftsaufgabe zwingt. Eine Auswertung der Mitgliederstruktur zeigt, dass es VEDES trotz eines schwierigen Branchenumfelds gelingt, jedes Jahr neue Mitglieder zu akquirieren. Es gibt allerdings eine erhebliche Anzahl an Mitgliedern, die kurz- bis mittelfristig mit einer Nachfolgeproblematik konfrontiert sein werden.

Die Mitglieder können Einfluss auf die Tätigkeit der VEDES durch die Aufsichtsräte der VEDES eG und SPIELZEUG-RING nehmen. Diese gehören gleichzeitig auch dem Aufsichtsrat der VEDES an. Aktuell sind von insgesamt neun Aufsichtsräten der VEDES fünf Mitglieder bei der VEDES eG und einer beim SPIELZEUG-RING. Drei weitere Aufsichtsräte sind Arbeitnehmervertreter. Der VEDES-Aufsichtsrat zeichnet sich durch eine stabile Struktur unter den Vertretern der Anteilseigner aus. Der letzte Neuzugang fand im Jahr 2010 statt. Das dienstälteste Mitglied gehört diesem Gremium seit 1998 an.

Stabile Strukturen zeichnen VEDES auch auf der ersten Managementebene aus. Der Vorstandsvorsitzende, Herr Dr. Thomas März, übt seine Funktion seit 1999 aus. Herr Achim Weniger ist seit 2004 Mitglied des Vorstands. Er hat seine über 30-jährige Karriere komplett bei VEDES absolviert und verantwortet zurzeit die Bereiche Einkauf, Logistik und IT. Herr Wolfgang Groß gehört seit 2009 dem Vorstand an und verantwortet vertriebsbezogene Themen. Nach FERI-Einschätzung zeichnet sich der Vorstand durch eine hohe Branchenkompetenz aus und ist in hohem Maße in das operative Geschäft eingebunden. Der Vorstand arbeitet eng und kooperativ mit dem Aufsichtsrat zusammen.

VEDES stellt den Fachhändlern die Infrastruktur zur Verfügung, um den Einkauf von Spielwaren als Verbundgruppe effizienter und mit geringeren Kosten zu organisieren. VEDES bietet seinen Mitgliedsunternehmen zum einen Dienstleistungen der Zentralregulierung an. Im Rahmen der Zentralregulierung können die VEDES-Mitglieder den Einkauf von Spielwaren direkt bei Lieferanten durchführen und dabei die Vorteile einer Einkaufsgemeinschaft realisieren. Die Abrechnung erfolgt über VEDES bzw. die DZB Bank. Die DZB Bank übernimmt das Zahlungsrisiko der Mitglieder und die technische Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Zum anderen können die Mitglieder die Großhandelsdienstleistungen der VEDES nutzen. Diese Dienstleistungen können auch von Nicht-Mitgliedern der VEDES in Anspruch genommen werden. Für die Nutzung dieser beiden Dienstleistungen (Zentralregulierung und Großhandel) werden von VEDES Anreize für die Mitglieder geschaffen. Diese Anreize sind in einem formellen Konditionssystem festgehalten. Je nach Nutzungsintensität (u.a. abgerechnetes Volumen) entsteht ein Bonifikationsrechtsanspruch. Der entsprechende Betrag wird nach Ablauf eines Jahres an die Mitglieder ausgeschüttet und hat rechtsverbindlichen Charakter. Nicht-Mitglieder von VEDES, die Kunden bei der Großhandelssparte sind, nehmen nicht an diesem Konditionssystem teil.

Zum Bereich Zentralregulierung zählt auch die Erstellung der Werbemittel für Mitglieder (Plakate, Außenwerbung etc.). Neben den Erlösen für diese Dienstleistung erhält VEDES auch Erlöse aus sonstigen Dienstleistungen.

Zu weiteren Dienstleistungen von VEDES gehören die Logistik und IT-Dienstleistungen an Dritte. Weiter erzielt VEDES Frachterlöse, deren Umfang allerdings gering ist.

VEDES wickelt die beschriebenen Dienstleistungen durch ihre Tochtergesellschaften VEDES Zentralregulierung GmbH und VEDES Großhandel GmbH ab. Unternehmensstandort ist Nürnberg. Dort beschäftigt VEDES mehr als 200 Arbeitskräfte. Zum 01.01.2014 hat VEDES im Rahmen eines Asset-Deals das Großhandelsgeschäft der Firma HOFFMANN Spielwaren GmbH & Co. KG in Lotte/Osnabrück (HOFFMANN) übernommen. Zum Zeitpunkt der Übernahme blickte HOFFMANN auf eine mehr als 100 Jahre lange Geschichte in der Spielwarenbranche zurück. Die Zahl der ehemaligen HOFFMANN-Arbeitskräfte im Lager beträgt 183 und in der Zentrale 137 (zum 31.03.2014). Diese Arbeitsverhältnisse sind nach §613a BGB im Rahmen eines Betriebsübergangs an VEDES übergegangen. Mit dieser Übernahme erweiterte VEDES das Großhandelsgeschäft erheblich. Um Synergieeffekte zu realisieren, hat VEDES angekündigt, ab Frühjahr 2015 die Logistikaktivitäten (Lagerhaltung) ausschließlich in Lotte zu konzentrieren und deswegen das Lager in Nürnberg zu schließen, wo ca. 80 Arbeitskräfte beschäftigt sind. Ein Grund für diese Entscheidung war, dass das Lager in Lotte eine deutlich höhere Kapazität hat als das in Nürnberg und VEDES aus der HOFFMANN-Übernahme durch einen langfristig laufenden Vertrag (15 Jahre) an das Lager in Lotte gebunden ist. Während des laufenden HOFFMANN-Integrationsprozesses sollen weitere Synergiepotenziale im Verwaltungsbereich und auf der Einkaufsseite erreicht werden. Im Rahmen der HOFFMANN-Übernahme hat VEDES auch The Toy Company in Hongkong erworben, die in Zukunft für eine bessere Verankerung in China genutzt werden soll. Der Kauf wurde durch die VEDES-Anleihe 2013/2014 in Höhe von 12 Mio. EUR und durch bestehende Hausbankkreditlinien finanziert.

Aus Sicht von FERI besitzt VEDES ein etabliertes und über Jahrzehnte lang erprobtes Geschäftsmodell. Der Geschäftsbereich Großhandel wurde mit der HOFFMANN-Übernahme erheblich erweitert. Durch diese Übernahme hat sich der erwartete Um-



satz im Großhandel mehr als verdoppelt und ein neuer Standort ist hinzugekommen. Die Unternehmensstruktur ist einfach nachvollziehbar und übersichtlich. Es liegt eine rechtlich verbindende Konzernstruktur vor, in der unter VEDES alle wichtigen operativen Gesellschaften integriert sind. Zwischen der VEDES und den Tochtergesellschaften gibt es Gewinn- bzw. Ergebnisabführungsverträge, die jeweils zum Jahresende kündbar sind. Für die Anleihelaufzeit hat VEDES eine Positiverklärung abgegeben. Danach verpflichtet sich VEDES, darauf hinzuwirken, dass die Tochtergesellschaften so viele Mittel an VEDES ausschütten, dass letztere in der Lage ist, die mit der Anleiheemission verbundenen Zahlungsverpflichtungen zu bedienen.

Die Vorstände von VEDES üben zeitgleich in allen Tochtergesellschaften die Funktionen der Geschäftsführer aus. Diese Konstellation stellt aus Sicht von VEDES sicher, dass ein reibungsloses Funktionieren der VEDES-Gruppe gewährleistet ist und keine Abstimmungsverluste zwischen den einzelnen Gesellschaften auftreten. FERI teilt diese Einschätzung, sieht darin allerdings ein hohes Schlüsselpersonenrisiko bezogen auf alle Mitglieder des Vorstandes. Durch ihre lange Zugehörigkeit zu VEDES besitzen sie umfangreiche Detailkenntnisse der VEDES-Gruppe und sind tief in das operative Geschäft eingebunden. Zudem haben sie die HOFFMANN-Übernahme vorbereitet, durchgeführt und einen Integrationsplan aufgestellt, der unter ihrer Aufsicht umgesetzt wird. Da aus Sicht von FERI der erfolgreiche Abschluss der HOFFMANN-Integration in die VEDES-Gruppe und die Höhe des dadurch realisierten Umsatzzuwachses entscheidend für den weiteren Erfolg der VEDES-Gruppe sein werden, hält FERI den weiteren Verbleib aller Vorstände im Unternehmen - zumindest bis zum Abschluss der Integration - für wünschenswert.

### **Relevanter Markt**

Der Spielwarenmarkt, in dem VEDES tätig ist, zeichnet sich durch eine stabile und weitgehend von der Konjunktur unabhängige Entwicklung aus. VEDES ist direkt von der Umsatzentwicklung seiner Mitglieder und sonstiger Kunden im Großhandelsgeschäft abhängig. Die über VEDES bezogenen Waren werden in Geschäften des stationären Spielwareneinzelhandels, durch Online-Vertrieb oder durch andere Vertriebskanäle, wie z.B. Lebensmitteleinzelhandel (LEH), angeboten. Letztlich hängt

die Geschäftsentwicklung der VEDES von dem Volumen der Spielwaren ab, das an den Endverbraucher abgesetzt wird. Der gesamte Umsatz mit Spielwaren im Endkundenbereich betrug 2013 in Deutschland – dem mit Abstand wichtigsten Markt für VEDES – ca. 2,7 Mrd. EUR. Das durchschnittliche jährliche nominale Umsatzwachstum des Marktes in Deutschland lag zwischen 2008 und 2013 bei ca. 3%. Für die Zukunft geht FERI von ähnlichen nominalen Wachstumsraten aus. Die Grundlage für die Prognose ist eine stabil bleibende Zahl der Kinder im relevanten Alter in Deutschland (0 bis 12 Jahre) und leicht steigende Ausgaben für Spielwaren pro Kind.

Allerdings verteilt sich dieses Wachstum ungleichmäßig auf verschiedene Vertriebskanäle der Spielwaren. Während Online-Anbieter ihren Anteil in kurzer Zeit von einem einstelligen Prozentbereich auf über 20% steigern konnten, war beim stationären Fachhandel im besten Fall eine stagnierende Entwicklung zu beobachten. FERI geht davon aus, dass der Zuwachs im Spielwareneinzelhandel auch in den kommenden Jahren vor allem zugunsten des Online-Handels und zuungunsten des stationären Einzelhandels verlaufen wird. Die Anteile anderer Vertriebskanäle, wie Verbrauchermärkte, Discounter und sonstige Warenhäuser, werden stabil bleiben oder leicht abnehmen. In diesem intensiver werdenden Wettbewerb, der sich durch eine hohe Preistransparenz auszeichnet, bestehen allerdings auch Chancen für den stationären Einzelhandel, wie z.B. die Öffnung des Sortiments für Erwachsenen-Spiele oder für höherwertige Artikel, die eine intensivere Beratung erfordern.

Für VEDES ist diese Entwicklung insofern wichtig, dass sich das Unternehmen in seiner bisherigen Ausrichtung vor allem auf den stationären Fachhandel konzentriert hat, der ca. 90% des Umsatzes in der Großhandelssparte von VEDES ausmachte. Es wird zunehmend schwerer, in diesem Marktsegment Wachstum zu generieren. Die HOFFMANN-Übernahme schafft für VEDES die Möglichkeit, eine breitere Streuung nach Vertriebskanälen zu erreichen. Es ist beabsichtigt, den Anteil der Kunden, die ihre Waren unter anderem oder ausschließlich online an die Endkunden vertreiben, deutlich zu erhöhen. Der Anteil des Umsatzes, der auf LEH, Verbrauchermärkte oder sonstige Warenhäuser entfällt, soll ebenfalls gesteigert werden. Entsprechend wird der Anteil des reinen stationären Fachhandels sinken.

Die bereits genannte hohe Preistransparenz führt dazu, dass die Wettbewerbsintensivität in der Branche hoch ist. Die von einzelnen stationären Fachhändlern erwirtschafteten Umsätze sind im Vergleich zu den Umsätzen der Spielwarenproduzenten (LEGO, Mattel etc.) so gering, dass VEDES durch die Bündelung der Einkaufsmacht der Fachhändler eine wichtige Funktion im Markt erfüllt, indem VEDES für seine Mitglieder bzw. Kunden bessere Konditionen bei den Spielwarenherstellern aushandeln kann.

Die Zahl der Wettbewerber von VEDES in Deutschland ist überschaubar. Die Wettbewerber sind allerdings schwer miteinander vergleichbar. Während einige nur Großhandelsdienstleistungen anbieten, konzentrieren sich andere nur auf die Zentralregulierung. Es gibt auch einige Anbieter, die sowohl Großhandel als auch Zentralregulierung anbieten, aber auch andere Branchen außerhalb des Spielwareneinzelhandels beliefern. Zu den direkten Wettbewerbern von VEDES im Bereich Zentralregulierung zählen die Verbundgruppen idee+spiel und Spiel & Spass, die keine Großhandelsdienstleistungen anbieten. Einige Mitglieder dieser Verbundgruppen haben den Großhandel über HOFFMANN abgewickelt und sind jetzt Großhandelskunden von VEDES. Die Firma EK/Servicegroup konzentriert sich ebenfalls auf die Zentralregulierung, bietet aber auch im Lagergeschäft ein breites Sortiment von Produkten wie z.B. Glas, Porzellan, Keramik, Elektrogeräte und vieles andere an.

Im Bereich Großhandel ist die Firma Breimeir ein direkter Wettbewerber von VEDES. Vor der Übernahme von HOFFMANN durch VEDES sind mehrere Kunden von HOFFMANN zu Breimeir gewechselt. Weitere Wettbewerber sind „Spielwaren Jakob Janssen GmbH“ und „Iden System Großhandels GmbH“. Andere Unternehmen, die im Spielwarengroßhandel tätig sind, sind deutlich kleiner als VEDES.

Die Mitglieder und sonstigen Kunden von VEDES stehen in unmittelbarem Wettbewerb mit einigen großen Spielwareneinzelhändlern. Dazu gehören vor allem amazon, mytoys.de, Toys `R`Us und Müller Holding. Deswegen gehören diese Anbieter mittelbar auch zu den Wettbewerbern von VEDES. Einige von diesen Firmen sind wiederum aber auch Kunden von VEDES.

Einige Wettbewerber aus der EU bieten in Deutschland ihre Dienstleistungen im Spielwarengroßhandel an. Allerdings dürfte ihre Marktstellung wegen der Sprachbar-

rieren und/oder unter zeitlichen Aspekten bei logistischen Abwicklungen begrenzt bleiben.

Insgesamt bietet der Handel mit Spielwaren aus Sicht von FERl lediglich ein moderates Wachstumspotenzial. Dieser Markt ist gekennzeichnet durch laufenden Strukturwandel zugunsten der Online-Anbieter. Der Wettbewerb wird zunehmend mit Preis- und Rabattaktionen ausgetragen. Ergebnis dieser Entwicklung sind sinkende Margen. Weil die Umsätze der stationären Fachhändler unter Druck geraten, können sich auch Verbände wie VEDES nicht dem Marktdruck entziehen. Markteintrittsbarrieren für neue Anbieter sind wegen hoher Kosten für den Aufbau von Logistik und Kundenbeziehungen hoch. In einem stagnierenden Markt ist davon auszugehen, dass es zu Umverteilung der Marktanteile unter den vorhandenen Marktteilnehmern kommen wird. FERl teilt die Einschätzung von VEDES, dass durch die HOFFMANN-Übernahme die Chance entsteht, durch eine Bündelung der Einkaufskraft im Großhandel Marktanteile zu erhalten oder sogar dazu zu gewinnen. Das würde letztlich den Kunden von VEDES zugutekommen und die Marktstellung von VEDES stärken. Aus strategischer Sicht entstehen somit Wachstumspotenziale, die die Markt- und Wettbewerbsposition von VEDES entscheidend zu stärken vermögen. FERl sieht allerdings auch erhöhte Risiken, die mit dieser Übernahme verbunden sind. Dazu gehört der Ablauf des Integrationsprozesses und dabei vor allem die Höhe der Kosten und die Dauer des Prozesses. Zudem ist es aus FERl-Sicht unsicher, ob die Umsatzziele und die angedachten Synergiepotenziale wie geplant erreicht werden können.

### **Unternehmensplanung und strategie**

Im Jahr 2013 haben die VEDES-Mitglieder Waren für 485 Mio. EUR, die sie über die Zentralregulierung bezogen haben, in Deutschland abgesetzt. Der Großhandelsumsatz von VEDES lag bei ca. 52 Mio. EUR. Damit kamen ca. 20% aller in Deutschland abgesetzten Spielwaren in der einen oder anderen Form über VEDES zum Endverbraucher. Durch die HOFFMANN-Übernahme wird angestrebt, den Großhandelsum-

satz mehr als zu verdoppeln. Der Anteil der Spielwaren, der über VEDES läuft, wird weiter zunehmen. Aus den Umsätzen der Zentralregulierung erhält VEDES eine Provision, die in den vergangenen Jahren bei ca. 5,3 Mio. EUR lag. Somit kam VEDES vor der HOFFMANN-Übernahme insgesamt mit dem Großhandel (ca. 52 Mio. EUR), Provisionen aus der Zentralregulierung (ca. 5,3 Mio. EUR) und sonstigen Umsätzen (ca. 6 Mio. EUR) auf mehr als 63 Mio. EUR Eigenumsatz.

Im Rahmen der HOFFMANN-Übernahme wurden die Belieferungsverträge mit HOFFMANN-Altkunden neu abgeschlossen. Dabei hat das Management auf den Abschluss von solchen Verträgen verzichtet, die mit einem hohen Umsatz, aber mit einer unüblich niedrigen Marge verbunden waren oder deutlich vom Vertragswerk der VEDES abwichen.

HOFFMANN hat vor der Übernahme keine Dienstleistungen in der Zentralregulierung angeboten, so dass die ehemaligen Großhandelskunden von HOFFMANN die Zentralregulierung über andere Anbieter abgewickelt haben. Diese anderen Anbieter stehen im Wettbewerb mit VEDES bezüglich der Zentralregulierungsdienstleistungen. Nach der HOFFMANN-Übernahme können sich die Altkunden von HOFFMANN entscheiden, ob sie den Großhandel und die Zentralregulierung aus einer Hand nutzen wollen und ggfs. in den Einkaufsverband von VEDES wechseln. Durch einen solchen Wechsel können die neuen Mitglieder in das Konditionssystem von VEDES aufgenommen werden und an Bonusausschüttungen partizipieren.

Die Materialaufwandsquote von VEDES lag in den vergangenen fünf Jahren zwischen 70% und 72%. Durch die Ausweitung des margenschwächeren Großhandels wird diese Quote 2014 deutlich steigen. Die Ergebnisse aus Q1/2014 zeigen, dass aktuell die Materialaufwandsquote bei 78% liegt. Mittelfristig geht VEDES von einer Stabilisierung der Materialaufwandsquote aus, was vor dem Hintergrund des Optimierungspotenzials im Lager Lotte möglich sein sollte.

Aus FERI-Sicht handelt es sich bei der HOFFMANN-Übernahme um einen richtigen strategischen Schritt, der zur Stabilisierung und zum Ausbau der Marktstellung von VEDES notwendig war. Vor dem Hintergrund stagnierender Umsätze und Erträge stand VEDES vor der Notwendigkeit, sich in einem strukturell ändernden Markt mit

zunehmendem Wettbewerb neu zu positionieren. Mit der HOFFMANN-Übernahme hat VEDES auch die Gefahr verringert, dass die unmittelbaren Wettbewerber, speziell diejenigen, die nur Zentralregulierung anbieten, selbst HOFFMANN übernehmen und dann Großhandel und Zentralregulierung aus einer Hand anbieten können. Eine solche Entwicklung hätte die Marktposition von VEDES schwächen können.

Zurzeit hat die HOFFMANN-Integration beim Vorstand Top-Priorität. Es liegt ein schriftliches Strategiepapier vor, das die Vision, die einzelnen Ziele, die Projekte und die Verantwortlichkeiten definiert. Die Überwachung des Prozesses erfolgt mittels einer Balanced-Score-Card in definierten Zeitabständen. Es ist beabsichtigt, das VEDES-Profil als Verbundgruppe zu stärken und eine führende Marktposition in Deutschland als Spielwarengroßhändler einzunehmen und weiterzuentwickeln. Ein Engagement im Einzelhandel ist nicht geplant. VEDES beliefert keine Endkunden, sondern nur Weiterverkäufer. Die Umsätze vom VEDES Online-Shop kommen nicht VEDES, sondern direkt den Mitgliedern zugute. VEDES erbringt in diesem Zusammenhang lediglich logistische Dienstleistung für eigene Mitglieder. Am zunehmenden Online-Anteil im Markt partizipiert VEDES dadurch, dass VEDES Online-Händler beliefert und seine Mitglieder bei der Gestaltung eigener Online-Auftritte unterstützt.

### **Ertragskraft und Finanzstruktur**

Die Umsätze von VEDES sind in den vergangenen drei Jahren leicht gesunken. 2011 betrug der Umsatz 67 Mio. EUR, sank 2012 auf 66 Mio. EUR und 2013 auf 63 Mio. EUR. Der Rückgang war auf den schwächer werdenden Großhandel zurückzuführen, dessen Beitrag zum Gesamtumsatz von 55,1 Mio. EUR (2011) auf 51,8 Mio. EUR (2013) gesunken ist. VEDES hat auch weniger Erlöse aus Dienstleistungen wie Logistik oder EDV erzielt. Der Umsatzbeitrag dieses Geschäftsbereichs verringerte sich um 1 Mio. EUR. Stabil blieben hingegen die Umsätze in der Zentralregulierung und mit Werbemitteln. Im gleichen Zeitraum haben die Mitglieder von VEDES ihren Thekenumsatz in Deutschland leicht steigern können.

## Umsatzentwicklung VEDES, in Mio. EUR

	2011	2012	2013
Umsatz, gesamt	67.0	66.0	63.1
Großhandel	55.1	53.9	51.8
Zentralregulierung	5.4	5.3	5.4
Sonstige Dienstleistungen	6.5	6.8	5.9

Quelle: Jahresabschlüsse VEDES

Die Umsatzrendite in der Spielwarenbranche ist niedrig. Im 5-Jahres-Durchschnitt erreicht VEDES eine Umsatzrendite von 1,7%, die leicht über dem Durchschnitt der Branche liegt. Das EBITDA im 5-Jahres-Durchschnitt lag bei 2,5 Mio. EUR mit abnehmender Tendenz. Der entsprechende EBIT-Wert beträgt 2,1 Mio. EUR und weist ebenfalls eine abnehmende Tendenz auf. Der EBIT-Wert aus dem Jahr 2013 betrug ca. 1,7 Mio. EUR. Der EBIT-Zinsdeckungsgrad lag 2013 über einem Wert von drei. Laut VEDES waren die geringeren EBIT-Werte in den vergangenen zwei Jahren zum Teil auf Einmalaufwendungen für eine Markenkampagne und auf den Verzicht von margenschwachen Aufträgen zurückzuführen. Die HOFFMANN-Integration wird die Profitabilität von VEDES zunächst deutlich belasten. Wenn die Integration erfolgreich verläuft, wird das Unternehmen relativ schnell wieder in die Gewinnzone zurückkehren. FERI sieht jedoch das Risiko, dass die tatsächlichen Integrationskosten höher ausfallen können als angenommen. Ein weiteres Risiko aus FERI-Sicht besteht darin, dass der Umsatzzuwachs in 2014 nicht in gewünschter Höhe realisiert werden kann. Die prüferisch durchgesehenen Ergebnisse aus Q1/2014 zeigen eine planmäßige Entwicklung. Der Spielwarenhandel weist allerdings eine hohe Saisonalität des Umsatzes auf, wobei der größte Teil des Umsatzes im Weihnachtsgeschäft erzielt wird. Aus diesem Grund ist - nach FERI-Einschätzung - erst nach der abgelaufenen Weihnachtssaison eine fundierte Aussage möglich, ob die Planungen für das Jahr 2014 erfüllt werden konnten.

VEDES weist eine befriedigende Finanzstruktur auf. Das Eigenkapital beträgt insgesamt ca. 16 Mio. EUR. Andere größere Posten auf der Passivseite sind die Verbind-



lichkeiten aus Lieferung und Leistung und Verbindlichkeiten gegenüber Kunden, die zu einem großen Teil aus rechtsverbindlichen Zusagen von umsatzabhängigen Boni bestehen. Diese Verbindlichkeiten sind durch die HOFFMANN-Übernahme deutlich angestiegen. Dieser Anstieg lässt sich aus dem erweiterten Geschäftsmodell von VEDES erklären. Von den gesamten Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung in Höhe von 14 Mio. EUR entfallen 8,2 Mio. EUR auf den Standort Lotte und 5,8 Mio. EUR auf den Standort Nürnberg. Die sonstigen Verbindlichkeiten liegen bei 8,6 Mio. EUR (3,7 Mio. EUR für Lotte und 4,9 Mio. EUR für Nürnberg). Ein weiterer größerer Passivposten ergibt sich aus der Anleihe. Dieser beträgt zurzeit mehr als 12 Mio. EUR inkl. aufgelaufener Zinsen und wird nach der bevorstehenden Emission weiter wachsen.

Die Finanzkennzahlen haben sich nach Aufnahme der ersten Anleihe und dann wegen des Anstiegs der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung verschlechtert. Die Eigenkapitalquote ist aus dem gleichen Grund deutlich von ursprünglich ca. 55% (2012) auf ca. 30% in Q1/2014 gesunken. Entsprechend ist die Quote des Fremdkapitals zum Eigenkapital von 0,8 (2012) auf 2,3 in Q1/2014 angestiegen. Die Kosten in 2014 werden die Finanzkennzahlen weiter belasten.

Auf der Aktivseite beträgt der bilanzierte Geschäfts- und Firmenwert ca. 10,2 Mio. EUR (zum 31.12.2013). Dieser Wert beruht auf der Einbringung der Geschäftsbereiche Zentralregulierung von der VEDES eG bzw. SPIELZEUG-RING in die VEDES im Jahr 2000 bzw. 2002. Dieser Wert wird jedes Jahr vom Wirtschaftsprüfer im Rahmen eines Impairment-Tests nach IFRS überprüft. Nach den fünf letzten Jahresabschlüssen von VEDES, die FERl zur Verfügung stehen, mussten keine Anpassungen beim Geschäfts- und Firmenwert vorgenommen werden. Im Rahmen der Kaufpreisallokation wurde dieser Wert nach der HOFFMANN-Übernahme um ca. 6 Mio. EUR auf 16,2 Mio. EUR erhöht. Ein solch hoher Wert stellt aus Sicht von FERl ein latentes Risiko dar. Die Ergebnisse des nächsten Impairment-Tests bleiben abzuwarten. Weitere größere Aktivposten sind Lagervorräte, die in Q1/2014 einen Buchwert von ca. 17,4 Mio. EUR hatten. Zum Jahresende 2013 betrug der Buchwert der Lagervorräte 6,8 Mio. EUR. Der Anstieg ergibt sich größtenteils durch das Hinzukommen des Lagers in Lotte. Aus FERl-Sicht ist nicht auszuschließen, dass hier mittelfristig eine moderate bis große Abschreibung vorgenommen werden muss. Die Vorräte in Nürn-



berg sind seit Ende 2013 ebenfalls angestiegen. Die Forderungen aus Lieferung und Leistung betragen ca. 9,1 Mio. EUR, und die sonstigen Forderungen und Vermögenswerte machen ca. 4,3 Mio. EUR aus. Außerdem verfügte VEDES zum Ende von Q1/2014 über ca. 2 Mio. EUR liquide Mittel.

Für die Anleihegläubiger spielt die Cash-Flow-Entwicklung eine wichtige Rolle. VEDES hat in den vergangenen Jahren stets positive operative Cash-Flows erwirtschaftet. Diese Cash-Flows wiesen allerdings Schwankungen auf, die jeweils mit dem Aufbau bzw. Abbau von Lagerbeständen verbunden waren. In 2014 wird wegen der Belastungen aus der Lageroptimierung der operative Cash-Flow negativ sein. Für schnelle Rückkehr der Cash Flows von VEDES in den positiven Bereich wird aus Sicht von FERI der Erfolg der HOFFMANN-Integration ausschlaggebend sein.

### **Wesentliche Kernprozesse**

#### Controlling

Das Controlling bei VEDES umfasst alle Unternehmensbereiche mit Detaillierungsgrad bis auf die Kostenstellenebene und wird von einer eigenen Controllingabteilung durchgeführt. Planung und Reporting können nach Bedarf neben den Aggregaten wie z.B. Warengruppen auf beliebiger Ebene im Unternehmen durchgeführt werden. Die Ergebnisse werden an Vorstände und Aufsichtsräte berichtet. Die Überwachung der Bonität der Mitglieder und Kunden, die keine Mitglieder sind, erfolgt einerseits in enger Zusammenarbeit mit der DZB Bank, die die im Rahmen der Zentralregulierung auftretenden Bonitätsverschlechterungen an VEDES übermittelt, und andererseits mit Coface im Großhandelsgeschäft.

Die Erstellung der Mittelfristplanung erfolgt zum einen beim Einkauf, welcher die Warengruppenplanung als Grundlage verwendet. Zum anderen werden die Umsätze im Vertrieb geplant. Der Planungsprozess startet jeweils im September und wird Ende November abgeschlossen und vom Vorstand genehmigt. Der Planungszeitraum umfasst in der Regel 3 Jahre. Bedingt durch die HOFFMANN-Übernahme und die Anleiheemission ist VEDES zu einer 5-Jahresplanung übergegangen.

Es finden regelmäßig Soll-Ist-Vergleiche statt. Die Planungen auf Monatsebene werden in monatlichen Meetings besprochen, und es werden entsprechende Maßnahmen abgeleitet.

### Risikomanagement

VEDES verfügt über ein Risikomanagementsystem, das intensiv im Unternehmen genutzt wird. Organisatorisch ist das Risikomanagement dem Finanzbereich zugeordnet und wird mit Hilfe Software der Firma DATEV gesteuert. In diesem IT-System werden alle vorgenommenen Risikobewertungen und Maßnahmen dokumentiert und überwacht. Der Risikomanagementprozess umfasst wöchentliche Treffen von Abteilungsleitern mit Vorständen. Einmal monatlich werden an den Vorstand die Maßnahmen bzw. Projektstände schriftlich berichtet. Einmal jährlich wird ein Risikobericht erstellt. Der Risikobericht für das Jahr 2013 liegt FERI vor. Im Bericht werden mehrere Risiken, unter anderem auch das Risiko für die Umsatzentwicklung in unterschiedlichen Geschäftsfeldern von VEDES analysiert, und es werden entsprechende Maßnahmen vorgegeben. Ein anderes Instrument des Risikomanagements ist die Risikomatrix, die die identifizierten Risiken in eine Matrix je nach Schadenshöhe und Eintrittswahrscheinlichkeit einteilt. Jedes identifizierte Risiko wird ausführlich kommentiert und quantifiziert, und es werden Maßnahmen, Überwachungsinstrumente und Verantwortliche definiert.

Das Risikomanagementsystem wird regelmäßig durch eine interne Revision und externe Abschlussprüfer im Hinblick auf seine Ordnungsmäßigkeit und Wirksamkeit überwacht. Die Ergebnisse dieser Überwachung werden an Vorstand und Aufsichtsrat berichtet.

Aus Sicht von FERI hat das Risikomanagementsystem bei VEDES in Nürnberg einen guten Stand. Die Herausforderung für VEDES besteht darin, auch den Standort Lotte in die vorhandenen Risikomanagementsysteme mit aufzunehmen und die Umsetzung dieser Systeme in Lotte voranzutreiben.

Lagerverwaltung und IT

Eine effiziente Verwaltung und Steuerung des Lagers ist eine der Kernkompetenzen von VEDES. Die HOFFMANN-Übernahme stellt das Unternehmen vor neue Herausforderungen. Zurzeit ist am Standort Nürnberg in der Zentrale ein SAP-System im Einsatz, das mit der IT-Infrastruktur des Warenlagers in Nürnberg verbunden ist. In der Zentrale in Lotte ist MS Navision im Einsatz, das mit dem dortigen Warenlager verbunden ist. Die in Lotte verwendete Lagerverwaltungssoftware unterscheidet sich von der Software in Nürnberg. Mit der Auflösung des Lagers in Nürnberg wird die dort verwendete Lagerverwaltungssoftware abgeschaltet. Die Lagerverwaltungssoftware in Lotte bleibt im Einsatz. Nach geplanter Abschaltung der MS Navision in der Zentrale in Lotte besteht die Herausforderung für VEDES darin, das SAP-System in Nürnberg mit der Lagerverwaltungssoftware in Lotte zu verbinden. VEDES hat die Risiken aus diesem Projekt identifiziert und sich aus diesem Grund für eine vorsichtige Umsetzungsvariante entschieden. Die Testläufe der Verbindung zwischen SAP in Nürnberg und der Lagerverwaltungssoftware in Lotte werden voraussichtlich im September 2014 beginnen, allerdings frühestens im Januar 2015 „live“ geschaltet. Somit wird VEDES mindestens vier Monate Zeit für das Testen der neuen Verbindung haben. Der Grund für diese lange Testphase ist, dass VEDES im umsatzstarken Weihnachtsgeschäft keine Risiken von Seiten der IT eingehen möchte. Aus Sicht von FERI erscheint dieses vorsichtige Vorgehen angesichts der Risiken, die bei einer derart groß angelegten Softwareumstellung zwischen zwei Standorten auftreten können, zwingend erforderlich. Nach Angaben von VEDES besteht innerhalb des Unternehmens eine hohe Fach- und Managementkompetenz in Fragen der Umstellung von IT-Systemen, die als Ergebnis erfolgreich durchgeführter IT-Projekte der früheren Jahre entstanden ist (Einführung SAP, IT-Umzüge von verschiedenen Standorten).

Grundsätzlich nutzt VEDES bei IT-Systemen nach Möglichkeit Standardversionen, um so die Betreuung durch externe Dienstleister zu erleichtern und um das Risiko von allzu spezifischen IT-Lösungen gering zu halten.

## **Emission**

Die Unternehmensanleihe ist die zweite vom Emittenten begebene Schuldverschreibung. Der Erlös aus der Anleihe soll zur Refinanzierung der ersten Anleihe verwendet werden, die im Dezember 2014 ausläuft. VEDES wird ein Umtauschangebot an die Gläubiger der ersten Anleihe im Bundesanzeiger veröffentlichen und einen Umtausch zum 24. Juni 2014 anbieten. Als Anreiz zum Umtausch bietet VEDES einen Barbetrag in Höhe von 10 EUR pro ausgegebener Schuldverschreibung. Die nicht umgetauschten Anleihen müssen am 11. Dezember 2014 zurückgezahlt werden. Den erforderlichen Betrag für die Rückzahlung der Anleiheanteile aus der ersten Emission, die nicht umgetauscht werden, wird VEDES aus dem Emissionserlös der zweiten Anleihe auf ein an einen Treuhänder verpfändetes Konto einzahlen. Das Emissionsvolumen der ersten Anleihe betrug 12 Mio. EUR, so dass mit der neuen Anleihe, die ein Emissionsvolumen von bis zu 20 Mio. EUR hat, ein Nettoemissionserlös von bis zu 7,2 Mio. EUR geplant ist (nach Abzug der Kosten in Höhe von 0,8 Mio. EUR).

Der Nettoemissionsbetrag soll für das operative Geschäft, insbesondere für die Kosten, die im Rahmen der HOFFMANN-Integration anfallen (50%), sowie für Investitionen (50%) verwendet werden. Die Mittelverwendungsabsicht ist aus Sicht von FERI grundsätzlich konform mit der vom Unternehmen dargelegten Unternehmensstrategie. Es ist keine Mittelverwendungskontrolle vorgesehen. Das erscheint aus Sicht von FERI als Schwäche.

VEDES beabsichtigt keine Rückzahlung von Bankkrediten aus den Anleihemitteln. Zurzeit bestehen bei zwei Hausbanken Kreditlinien in Höhe von insgesamt 10 Mio. EUR. Von diesen 10 Mio. EUR entfallen 4 Mio. EUR auf Stammlinien. Diese Kreditlinien sind unbefristet. Der Gesamtumfang der Saisonlinien beträgt 5,5 Mio. EUR. Die restlichen 0,5 Mio. EUR entfallen auf eine unbefristete Akkreditivlinie. Gegenüber den Banken besteht eine gesamtschuldnerische Haftung. Als dingliche Sicherheiten wurden Globalzession der Forderungen aus Lieferung und Leistung, Zession der Forderungen gegenüber der DZB Bank und die Warenvorräte gewährt. Somit stehen diese Sicherheiten für die Anleihegläubiger als Absicherung nicht zur Verfügung.

VEDES besitzt keine Immobilien, so dass auch solche als Absicherung nicht in Frage kommen. Die Bankkreditlinien sind weitgehend nicht beansprucht. Dadurch erhöht sich der finanzielle Spielraum von VEDES. Insgesamt bewertet FERI den Finanzierungsmix aus Banken- und Anleihefinanzierung positiv.

Die Anleihe ist mit einer Negativverpflichtung bezogen auf weitere Finanzverbindlichkeiten ausgestattet. Außerdem ist eine Positivverpflichtung vorgesehen. Sie sieht die Verpflichtung von VEDES vor, auf ihre Tochtergesellschaften hinzuwirken, dass sie so viele Mittel an VEDES ausschütten, dass letztere die Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe bedienen kann. Darüber hinaus gibt es Klauseln zu Kontrollwechsel, Beschränkung zur Dividendenausschüttung (50% des Jahresüberschusses), Drittverzug und Veräußerungsbeschränkung von Vermögenswerten (50% der konsolidierten Bilanzsumme). Diese Regelungen schätzt FERI als marktkonform ein. VEDES hat sich eine Call-Option einräumen lassen, die ab dem 24.Juni 2017 zu 102,5% oder ab dem 24.Juni 2018 zu 101,5% ausgeübt werden kann. Trotz des Reinvestitionsrisikos für die Anleihegläubiger bewertet FERI die Absicht der vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe im gegenwärtigen Marktumfeld positiv.

Die Anleihe ist besichert durch die Verpfändung der nach dem deutschen Recht verpfändbaren Rechte an der eingetragenen Marke „VEDES“. Falls die bilanzielle Eigenkapitalquote zum Datum eines Halbjahresabschlusses oder eines Jahresabschlusses unter 15% sinken sollte, werden sämtliche nach anderem als deutschem Recht bestehende Rechte an der Marke „VEDES“ ebenfalls an den Treuhänder verpfändet. Zur Bewertung der Markenrechte „VEDES“ in Deutschland und außerhalb von Deutschland lagen FERI zwei Gutachten eines externen Instituts (IP-Valuation GmbH, München) vor, die im Auftrag von VEDES durchgeführt wurden. Das Institut führte die Bewertungen für die Jahre 2013 und 2010 durch. Es wurden zwei unterschiedliche Verfahren zur Ermittlung des Markenwerts verwendet. Zum einen wurde ein marktorientierter Markenwert und zum anderen ein unternehmensspezifischer Markenwert berechnet. Der ermittelte marktorientierte Markenwert stellt die Sichtweise eines externen Käufers dar (stand alone), der nur die Markenrechte, nicht aber andere Vermögensgegenstände, z.B. Warenlager, erwirbt. Diese Größe kann für Kaufpreisverhandlungen mit Externen, für Kreditbesicherungen oder für Fair-Value-Bewertungen im Rahmen der Markenbilanzierung verwendet werden. Für die Be-

rechnung des unternehmensspezifischen Wertes wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen die Marke weiter im normalen Geschäftsbetrieb nutzt (going concern). Für die Bewertung der Besicherung der Anleihe durch die Rechte an der Marke „VEDES“ bei der Anleiheemission ist aus Sicht von FERI der marktorientierte Markenwert dem unternehmensspezifischen Markenwert vorzuziehen. Für den marktorientierten Markenwert ermittelt das Gutachten einen Wert zwischen 27,8 und 34,3 Mio. EUR (2013). Im Gutachten aus dem Jahr 2010 lagen die entsprechenden Werte niedriger. Die Berechnung des Werts bei dem marktorientierten Markenwert geht von einer planmäßigen Entwicklung der verschiedenen Geschäftsfelder von VEDES aus und nimmt an, dass die Marke von einem durchschnittlichen Unternehmen aus der Peergroup von VEDES gekauft wird.

Aus Sicht von FERI können die in den Gutachten ermittelten Werte nur bedingt als Anhaltspunkt für die Ermittlung des Wertes der verpfändeten Markenrechte „VEDES“ dienen. Die Markenwertgutachten umfassen alle Länder, in denen VEDES seine Markenrechte hat schützen lassen. Dieser Markenschutz besteht außer Deutschland in mehreren anderen europäischen Ländern. Bei dem Treuhänder sind zunächst jedoch nur die nach deutschem Recht verpfändbaren Rechte verpfändet. Erst wenn die bilanzielle Eigenkapitalquote unter 15% sinken sollte, werden auch sämtliche nicht nach dem deutschen Recht bestehenden Rechte an der Marke „VEDES“ verpfändet. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es zu einer Verwertung der besicherten Markenrechte kommen würde, wenn VEDES den Pflichten aus den Anleihebedingungen nicht nachkommt oder nicht nachkommen kann. In einer solchen Situation ist damit zu rechnen, dass auch der Markenwert darunter leidet. Imageschäden, die bei einer Zahlungsunfähigkeit, bei einer Insolvenz oder ähnlich gelagerten Problemen auftreten, greifen den Markenwert an. Es ist möglich, dass in einem solchen Prozess eine Marke mit einem hohen Bekanntheitsgrad wie „VEDES“ besonders stark an Wert verliert. Nach FERI-Einschätzung bietet die Besicherung durch die Marke „VEDES“ den Anleihegläubigern eine gewisse Sicherheit. Es besteht aber das Risiko, dass die im Gutachten festgestellten Werte bei einer Verwertung der Sicherheit bei weitem nicht realisiert werden können und die Anleihe somit nur partiell besichert ist.

Die Rückzahlung der Anleihe ist größtenteils aus dem operativen Cash-Flow vorgesehen. Bei erfolgreich verlaufender HOFFMANN-Integration sollen die erwirtschafteten liquiden Mittel für die Bedienung der Zinsverpflichtungen und für die Rückzahlung der Anleihe ausreichen. Aus Sicht von FERI können Verzögerungen bzw. höhere Kosten im Integrationsprozess dazu führen, dass das Unternehmen die Refinanzierung der Anleihe durch eine erneute Anleiheemission oder andere Maßnahmen durchführen muss.

**Emissionsdaten**

Im Folgenden sind die wichtigsten Merkmale der Anleihe zusammengefasst:

Emissionsart	Schuldverschreibung
Max. Emissionsvolumen	EUR 20 Mio.
Stückelung	EUR 1.000
Ausgabekurs	100%
Rückgabekurs	100%
Mindestzeichnung	EUR 1.000
Agio	Nein
Laufzeit	5 Jahre
Fälligkeit	24. Juni 2019
Kupon	7,125%
Kupon-Typ	Fest
Kupon-Periode	Jährlich
Kupon-Termin	jeweils 24. Juni
Stückzinsberechnung	act/act
WKN	A11QJA
ISIN	DE000A11QJA9
Währung	EUR
Zahlstelle	Bankhaus Neelmeyer, Bremen
Gültigkeit des Angebotes	Deutschland
Notierungsaufnahme	24. Juni 2014
Besicherung	Ja; Verpfändung der nach deutschem Recht verpfändbaren Rechte an der Marke „VEDES“.  Falls die Eigenkapitalquote unter 15% sinkt, werden zusätzlich sämtliche nach anderem als dem deutschen Recht bestehenden Rechte an der Marke „VEDES“ verpfändet.



	Verpfändung des Rückzahlungsbetrages für die nicht umgetauschten Schuldverschreibungen 2013-2014 bis zur Fälligkeit der Schuldverschreibungen 2013-2014
Mittelverwendungskontrolle	nicht vorgesehen
Erlösverwendung	Refinanzierung der Schuldverschreibung 2013/2014 und allgemeine Unternehmenszwecke, insbesondere Investitionen und Integrationskosten
Kündigungsrecht des Emittenten	Ja, aus steuerlichen Gründen, Call-Option
Anlegerschutz- und Sonderkündigungsrechte	Standardklauseln (z.B. Zahlungseinstellung oder Insolvenz). <ul style="list-style-type: none"> <li>- Negativverpflichtung auf Finanzverbindlichkeiten</li> <li>- Positivverpflichtung</li> <li>- Kontrollwechsel</li> <li>- Drittverzug</li> <li>- Ausschüttungsbeschränkung</li> <li>- Beschränkung der Veräußerung von Assets</li> </ul>
Emittent	VEDES AG
Handelsregister	HRB 10469, Amtsgericht Nürnberg
Gründung der Gesellschaft	1904
Emittententätigkeit	Verbundgruppe für Spiel, Freizeit und Familie in Europa und zählt zu den wichtigsten Fachhandelsunternehmen im deutschsprachigen Raum
Emittententyp	Unternehmen
Sitz des Emittenten	Deutschland
Gesellschafter/Aktionär	<ul style="list-style-type: none"> <li>- VEDES Vereinigung der Spielwaren-Fachgeschäfte eG, 82%</li> <li>- Spielzeug-Ring GmbH &amp; Co. KG, 17%</li> <li>- Streubesitz, 1%</li> </ul>
Vorstand	Dr. Thomas März, (Vorsitzender) Achim Weniger Wolfgang Groß
Branche	Spielwarengroßhandel
Gezeichnetes Kapital/Grundkapital	11.5 Mio. EUR

## Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung dieses Ratings ist der auf der Internetseite der FERI EuroRating Service AG veröffentlichte Code of Conduct der FERI EuroRating Services AG:

([http://frr.FERI.de/files/documents/fer/Downloads/LEGAL/Policies/feras\\_code\\_of\\_conduct.pdf](http://frr.FERI.de/files/documents/fer/Downloads/LEGAL/Policies/feras_code_of_conduct.pdf)).

Die FERI EuroRating Services AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens bzw. der Emission zum Stichtag, an dem dieses Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die FERI EuroRating Services AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Dieses Rating ist auch keine Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zur Investition für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Es soll von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Es kann eigene Untersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

FERI EuroRating Services AG unterstellt, dass die ihr vom Kunden zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind und diese ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermitteln. Sie unterstellt des weiteren, dass die vorgelegten Dokumente echt sind und die auf diesen abgegebenen Unterschriften von den jeweils berechtigten Personen abgegeben worden sind und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die FERI EuroRating Services AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die Veröffentlichung oder gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der FERI EuroRating Services AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich auch nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dür-

fen daher ebenfalls nur mit Zustimmung der FERI EuroRating Services AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Zustimmung der FERI EuroRating Services AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der FERI EuroRating Services Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

## **FERI EuroRating Services AG**

Haus am Park

Rathausplatz 8-10

61348 Bad Homburg

Germany

Telefon: +49 6172 916 3200

Fax: +49 6172 916 1200

E-Mail: [fer@FERI.de](mailto:fer@FERI.de)

## **VEDES AG**

Beuthener Straße 43

90471 Nürnberg

Telefon: +49 (0) 911 / 6556-0

Fax: +49 (0) 911 / 6556-251

E-Mail: [info@vedes.com](mailto:info@vedes.com)