EULER HERMES

Zusammenfassung des des Ratingberichtes

SAF-HOLLAND S.A.

4. September 2013

Ein Unternehmen der Allianz

EULER HERMES

Ratingbegründung

Rating vom 4. September 2013	
Unternehmensrating:	**BBB**
Ausblick:	**stabil**

Ratingobjekt:

Die SAF-HOLLAND S.A. entwickelt, produziert und vertreibt Achs- und Federungssysteme, Sattel- und Anhänger-Kupplungen sowie Königszapfen und Stützwinden für die LKW- und Trailerindustrie. Die Kernmärkte sind Europa und Nordamerika. Das Unternehmen erwirtschaftete im Jahr 2012 einen Umsatz von € 859,6 Mio. und zählte über 3.000 Mitarbeiter.

Stärken:

- hoher Marktanteil in Europa und Nordamerika
- gewachsene Kundenbeziehungen zu den OEM-Herstellern
- flächendeckendes Netzwerk an Servicestationen in den Kernmärkten

Schwächen:

- Abhängigkeit von der zyklischen Nutzfahrzeugbranche
- geringe Präsenz in den BRIC Staaten

Chancen:

- Wachstumsperspektiven durch zunehmenden Straßengüterverkehr und höhere gesetzliche Sicherheitsanforderungen
- Verbesserung der Ertragskraft im Segment *Trailer Systems*
- Ausbau des Geschäftssegments *Aftermarket*

Risiken:

- Konjunkturabschwächung
- Wettbewerbs- und Preisdruck
- steigende Rohstoffpreise

Euler Hermes Rating hebt das Unternehmensrating der SAF-HOLLAND S.A. von BBB- auf BBB an. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratings.

Ausschlaggebend für die Anhebung ist die zunehmende Ertragsstabilität durch das wachsende Ersatzteil- und Servicegeschäft sowie die nach den Kapitalmarkttransaktionen stark verbesserte Kapitalstruktur und gute finanzielle Flexibilität. Darüber hinaus bewerten wir die hohen Marktanteile in Europa und in Nordamerika positiv. Durch weltweite Produktionsmöglichkeiten und ein flächendeckendes Service-Netzwerk konnte SAF-HOLLAND im Jahr 2012 seine guten Marktpositionen in den Segmenten *Trailer Systems* und *Powered Vehicle Systems* sichern und erweitern. Aufgrund der positiven Auftragsentwicklung dieser Segmente und der stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Kernmärkten erwarten wir eine weiter steigende Marktdurchdringung der Hauptprodukte sowie nachhaltige Wachstumsimpulse für das konjunkturstabilere und margenstärkere Folgegeschäft *Aftermarket*. Vor diesem Hintergrund heben wir das Rating an.

Chancen bestehen unseres Erachtens neben den Wachstumsperspektiven aus der Zunahme des globalen Transportvolumens vor allem durch eine Verbesserung der Ertragskraft im Segment *Trailer Systems* sowie durch den weiteren Ausbau des Ersatzteilgeschäftes. Hierbei strebt SAF-HOLLAND eine verstärkte Differenzierung durch Innovationen und regionalen Technologietransfer an, um dem zunehmenden Preis- und Wettbewerbsdruck in der Branche standzuhalten, die gewachsenen Kundenbeziehungen mit OEM-Herstellern und Endkunden zu verbessern sowie die Ertragskraft langfristig zu sichern.

Schwächen der SAF-HOLLAND S.A sehen wir neben der Abhängigkeit von der zyklischen Nutzfahrzeugbranche vor allem in der geringen Wertschöpfungstiefe im Segment *Trailer Systems*. Durch die geringe Präsenz in den BRIC Staaten kann das Wachstumspotenzial in diesen Regionen zurzeit nur unzureichend genutzt werden.

Risiken bestehen u. a. durch eine hohe Konjunkturabhängigkeit, Rohstoff- und Energiepreissteigerungen, Währungsschwankungen, zunehmenden Preis- und Innovationsdruck durch die Nutzfahrzeughersteller, verstärkten Wettbewerb sowie durch zunehmende Engpässe bei der Materialbeschaffung.

Finanzkennzahlen	2010	2011	2012
EBITDA-Marge	8,4	8,5	8,3
Return on Capital employed (ROCE)	10,8	17,1	17,2
Eigenkapitalquote	-7,8	27,9	32,6
Verschuldungsgrad	111,8	56,4	49,1
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	8,5	4,7	4,3
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	5,9	2,3	2,0
EBIT-Zinsdeckung	1,1	2,7	3,9
EBITDA-Zinsdeckung	1,9	3,7	5,6

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Unternehmen

Die SAF-HOLLAND S.A. (SAF-HOLLAND) ist auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von qualitativ hochwertigen Systemen und Komponenten für Zugmaschinen (*Powered Vehicle Systems*) und Auflieger (*Trailer Systems*) spezialisiert. Die Geschäftsaktivitäten schließen darüber hinaus das dazugehörige Service- und Ersatzteilgeschäft (*Aftermarket*) ein. Im Geschäftsjahr 2012 erwirtschaftete das Unternehmen mit durchschnittlich 3.118 Mitarbeitern in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* (Umsatzanteil: 18,3 %), *Trailer Systems* (Umsatzanteil: 55,1 %) und *Aftermarket* (Umsatzanteil: 26,6 %) einen Konzernumsatz von € 859,6 Mio. SAF-HOLLAND verfügt weltweit neben den ca. 9.000 Servicestationen über insgesamt 16 Produktionsstätten, unter anderem in den USA, Kanada, Deutschland, Australien, China und Indien. Zu den wichtigsten Absatzmärkten gehören Europa mit einem Umsatzanteil von 50,6 % und Nordamerika mit einem Umsatzanteil von 42,6 %.

Im **Segment *Trailer Systems*** verfügt SAF-HOLLAND. über führende Marktpositionen in den Bereichen Achs- und Federungssysteme, Stützwinden sowie Königszapfen. Neben den Großkunden wie Krone und Kögel beliefert das Unternehmen in diesem Segment eine Vielzahl kleinerer regionaler Anbieter sowie Hersteller von Spezialfahrzeugen. Im Segment *Trailer Systems* wurde im Geschäftsjahr 2012 ein Umsatz von € 473,5 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis (EBIT) von € 14,3 Mio. (EBIT-Marge: 3,0 %) erwirtschaftet. In den Bereichen Achs- und Federungssysteme gehören zu den lokalen Wettbewerbern vor allem BPW in Europa, Hendrickson in Nordamerika und FUWA in China.

Im **Segment *Powered Vehicle Systems*** wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr mit Sattelkupplungen und Federungssystemen ein Umsatz von € 157,6 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 15,6 Mio. (EBIT-Marge: 9,9 %) erwirtschaftet. Im Gegensatz zum Bereich *Trailer Systems* ist das Segment *Powered Vehicle Systems* durch eine höhere Konzentration auf der Abnehmerseite und eine dominierende Marktstellung der Zugmaschinenhersteller (OEM) gegenüber den Lieferanten gekennzeichnet. Zu den größten Kunden dieser Sparte gehören Paccar, Oshkosh, Daimler, Volvo und Navistar. Der wichtigste globale Wettbewerber ist vor allem Jost, während auf lokaler Ebene insbesondere Fontaine in Nordamerika und FUWA in China dominieren.

Im **Segment *Aftermarket*** stellt SAF-HOLLAND die zeitnahe Versorgung der Transportindustrie mit Ersatzteilen sicher. Hierbei ist die Kundenstruktur stark fragmentiert und reicht von Endkunden (Flottenbetreibern) über Ersatzteilhändler bis hin zu Werkstätten. In den Kernmärkten Europa und Nordamerika ist das Servicenetzwerk flächendeckend ausgelegt und deutlich umfassender als das der meisten Wettbewerber. Im Segment *Aftermarket* wurde im Jahr 2012 ein Umsatz von € 228,5 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 33,1 Mio. (EBIT-Marge: 14,5 %) erwirtschaftet.

Die SAF-HOLLAND S.A. wurde am 21. Dezember 2005 mit dem Ziel gegründet, die SAF-Gruppe und die HOLLAND Group zu einem Unternehmen zusammenzuführen. Die Beteiligungsgesellschaft Pamplona Capital Partners hatte sich bei beiden Unternehmen eingekauft und den Zusammenschluss initiiert. Die Geschichte der SAF-Gruppe (Sauer Achsenfabrik) geht auf eine 1881 in Keilberg gegründete Pflugschmiede zurück. Im Jahr 1950 nahm SAF die industrielle Fertigung von Achsen für die Nutzfahrzeugindustrie auf. Die Ursprünge der HOLLAND Group liegen bei einem im Jahr 1910 gegründeten US-amerikanischen Hersteller für Sicherheitsschnellkupplungen. Im Zuge der Industrialisierung erfolgte die Umfirmierung in The HOLLAND Hitch Company sowie der Fokus auf Anhänger- und Sattelkupplungen für schwere Nutzfahrzeuge. Im Jahr 2007 wurde der organisatorische Zusammenschluss der beiden Teilkonzerne SAF und HOLLAND abgeschlossen. Weitere Meilensteine in der Unternehmensgeschichte waren die Verwendung der Scheibenbremstechnologie im Trailereinsatz sowie die Akquisitionen eines europäischen Herstellers von Sattelkupplungen (Georg Fischer Verkehrstechnik) und eines US-amerikanischen Produzenten von Stützwinden (Austin-Westran) im Jahr 2008. Die Aktien der SAF-HOLLAND S.A. sind seit 2007 börsenotiert und seit 2010 im SDAX vertreten. Die Aktien befinden sich überwiegend in Streubesitz. Mitglieder des Management Board und des Board auf Directors hatten per 31. März 2013 einen Anteil von ca. 4,4%. Zu den Mitgliedern des Management Board zählen zurzeit Herr Detlef Borghardt (CEO), Herr Wilfried Trepels (CFO) sowie die jeweiligen Leiter der drei Geschäftssegmente *Powered Vehicle Systems* (Herr Jack Gisinger), *Trailer Systems* (Herr Steffen Schewerda) und *Aftermarket* (Herr Alexander Geis).

Rating-Historie	24.09.2012	04.09.2013			
Notation/Outlook	BBB- / stabil	BBB / stabil			

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Ertragskraft und Rentabilität

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir im Rahmen unserer Analyse Erträge aus Anlageabgängen (2010-2012), Erträge aus der Entkonsolidierung der SAF-HOLLAND Slovakia (2010) sowie Wertaufholungen von immateriellen Vermögenswerten (2010-2012) in das außerordentliche Ergebnis gegliedert. Restrukturierungsaufwendungen (2010-2012) sowie Wertminderungen von Firmenwerten und immateriellen Vermögensgegenständen (2012) haben wir ebenfalls dem außerordentlichen Ergebnis zugerechnet.

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung*	2010		2011		2012		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2011	2012
Umsatzerlöse	631.053	*100,0*	831.317	*100,0*	859.578	*100,0*	31,7	3,4
Gesamtleistung	631.053	*100,0*	831.317	*100,0*	859.578	*100,0*	31,7	3,4
Materialaufwand	407.620	*64,6*	551.497	*66,3*	566.683	*65,9*	35,3	2,8
Rohertrag	223.433	*35,4*	279.820	*33,7*	292.895	*34,1*	25,2	4,7
Sonstige betriebliche Erträge	1.136	*0,2*	768	*0,1*	1.161	*0,1*	-32,4	51,2
Personalaufwand	121.397	*19,2*	147.597	*17,8*	159.433	*18,5*	21,6	8,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	50.503	*8,0*	61.973	*7,5*	63.565	*7,4*	22,7	2,6
EBITDA	52.669	*8,3*	71.018	*8,5*	71.058	*8,3*	34,8	0,1
Abschreibungen	22.808	*3,6*	20.676	*2,5*	20.884	*2,4*	-9,3	1,0
EBIT	29.861	*4,7*	50.342	*6,1*	50.174	*5,8*	68,6	-0,3
Finanzergebnis	-35.046	*-5,6*	-24.019	*-2,9*	-29.572	*-3,4*	-31,5	23,1
davon Zinsaufwand	*28.053*	*4,4*	*19.009*	*2,3*	*12.736*	*1,5*	*-32,2*	*-33,0*
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	-5.185	*-0,8*	26.323	*3,2*	20.602	*2,4*	-607,7	-21,7
Außerordentliches Ergebnis	1.043	*0,2*	322	*0,0*	-4.627	*-0,5*	-69,1	-1.537,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-4.142	*-0,7*	26.645	*3,2*	15.975	*1,9*	-743,3	-40,0
Konzernjahresüberschuss	-8.310	*-1,3*	26.619	*3,2*	7.418	*0,9*	-420,3	-72,1

*Die Gewinn- und Verlustrechnung wurde aus dem veröffentlichten Umsatzkostenverfahren abgeleitet

Im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise führte im Geschäftsjahr 2009 eine Kombination aus erheblichen Nachfragerückgängen und hohen Lagerbeständen in der Nutzfahrzeugindustrie zu konzernweiten Umsatzeinbußen von -47,5 %. Die Umsatzverluste waren hierbei zu mehr als 90 % dem Segment *Trailer Systems* zuzurechnen. Vor dem Hintergrund der negativen Erfahrungen aus hohen Lagerbeständen setzte sich in den Folgejahren eine zunehmend bedarfsorientierte Produktion durch. In den Jahren 2010 und 2011 profitierte SAF-HOLLAND neben der Konjunkturerholung auch von erheblichen Nachholeffekten in der Transportindustrie. Entsprechend dynamisch verlief die Umsatzentwicklung in diesen Jahren mit Steigerungsraten von +50,4 % bzw. +31,7 % auf Konzernebene. Schlechtere Konjunkturperspektiven und geringere Nachholeffekte belasteten die Umsatzentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr. Dennoch steigerte SAF-HOLLAND den **Konzernumsatz** um € +28,3 Mio. auf € 859,6 Mio. Der Zuwachs resultierte vor allem aus dem für die Ertragskraft der Gruppe wichtigsten Segment *Aftermarket* mit einem Umsatzanstieg von € 24,0 Mio. auf € 228,5 Mio. Hier wirkten sich die zunehmende Marktdurchdringung der Konzernprodukte, der Ausbau des Händlernetzes sowie die Verfügbarkeit neuer Logistikzentren positiv aus. Darüber hinaus verbuchte die Sparte *Powered Vehicle Systems* ein Umsatzplus von € +3,6 Mio. auf € 157,6 Mio. und profitierte dabei von steigenden Investitionsausgaben und einer starken Wettbewerbsposition im Markt für Sattelkupplungen in Nordamerika. Trotz schwieriger europäischer Marktbedingungen erhöhten sich die Umsatzerlöse im größten Segment *Trailer Systems* um € +0,7 Mio. auf € 473,5 Mio. Der Anteil der Umsatzerlöse am Konzernumsatz betrug 2012 im Segment *Trailer Systems* 55,1 % (2010: 51,1 %; 2011: 56,9 %), im Segment *Powered Vehicle Systems* 18,3 % (2010: 20,2 %; 2011: 18,5 %) und im Segment *Aftermarket* 26,6 % (2010: 28,6 %, 2011: 24,6 %).

Im Hinblick auf die **Absatzregionen** resultierte die Umsatzsteigerung im vergangenen Geschäftsjahr 2012 vor allem aus dem Wachstum in den Regionen *Nordamerika* und *Sonstige*. In *Nordamerika* stiegen die Umsätze um 10,6 % auf € 367,1 Mio. an. Der Anteil am Gesamtumsatz erhöhte sich leicht auf 42,7 % (Vj. 39,9 %). In den zur Region *Sonstige* zählenden Ländern der BRIC Staaten stieg der Umsatz um 34,6 % auf € 57,6 Mio. Der Umsatzanteil stieg auf 6,7 % (Vj. 5,2 %). Im Gegensatz dazu belastete das schwierige europäische Marktumfeld die Region *Europa*, sodass sich der Segmentumsatz um -4,8 % auf € 434,9 Mio. verringerte. Mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 50,6 % (Vj. 54,9 %) ist *Europa* die Absatzregion mit größter Bedeutung für SAF-HOLLAND.

Mit Blick auf die **Kundenstruktur** entfielen im abgelaufenen Geschäftsjahr auf den wichtigsten Kunden ca. 6,5 % und auf die größten 10 Kunden ca. 38,3 % der Gesamtumsätze. Bedingt durch das teilweise erhebliche Mitspracherecht des Endkunden bei der Komponentenauswahl eines Trailers relativieren sich allerdings die erwähnten Umsatzdependenzen.

Der Rückgang der **Rohertragsmarge** im Zeitraum 2009 bis 2011 um insgesamt 520 Basispunkte ging einerseits auf steigende Rohstoffpreise (z. B. Stahl) zurück und andererseits auf eine Umsatzverschiebung zugunsten der *Trailer*-Sparte. Aufgrund der geringen Wertschöpfungstiefe erwirtschaftet das Segment *Trailer Systems* vergleichsweise niedrige Bruttomargen, sodass das dynamische Wachstum dieser Sparte in den Jahren 2010 (+87,0 %) und 2011 (+47,0 %) die Rohertragsmarge auf Konzernebene zunehmend belastete. Das überproportionale Wachstum im Segment *Trailer Systems* impliziert jedoch eine zunehmende Marktdurchdringung der Konzernprodukte und damit einen höheren künftigen Ersatzteilbedarf (Segment *Aftermarket*). Deshalb ist die Verwässerung der Bruttomarge überwiegend Ausdruck der strategischen Unternehmensentscheidung, die Marktdurchdringung für das margenträchtigere Ersatzteilgeschäft erheblich auszuweiten. Fehlendes Umsatzwachstum im Segment *Trailer Systems* und überproportionales Wachstum im Segment *Aftermarket* waren im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 wesentliche Gründe für die Verbesserung der Rohertragsmarge.

Hinsichtlich der Lieferantenstruktur im Jahr 2012 können den wichtigsten Lieferanten in Europa bzw. in Nordamerika zusammen fast ein Drittel der gesamten Materialaufwendungen zugerechnet werden. Deshalb ist aus unserer Sicht eine gewisse Abhängigkeit von Schlüssellieferanten, insbesondere bei Brems- und Lagersystemen, vorhanden. Ein Anstieg der Bezugspreise kann mit einer zeitlichen Verzögerung von ca. sechs Monaten an den Kunden weitergegeben werden.

Die **Personalaufwendungen** wurden als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise durch Personalabbau, Kurzarbeit und Gehaltsverzicht des Managements deutlich reduziert. Im Zuge der dynamischen Konjunkturerholung in den Folgejahren nahm der Personalaufwand bis in das Geschäftsjahr 2012 auf € 159,4 Mio. zu. Die geschäftsbedingte Erhöhung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** verlief unterproportional zum Umsatz, sodass sich die korrespondierende Quote auf 7,4 % verringerte.

Das analytisch bereinigte **EBIT** verlief im Jahr 2012 weitgehend stabil und erreichte € 50,2 Mio. Hierbei ist zu beachten, dass der Vorjahreswert von € 50,3 Mio. Ergebnisbeiträge aus einem planmäßig ausgelaufenen Großauftrag enthielt. Unter Berücksichtigung dieses Sondereffektes wäre das bereinigte EBIT im Geschäftsjahr 2011 um € 7,3 Mio. niedriger ausgefallen. Mit einem bereinigten EBIT von € 33,1 Mio. (Vj. € 32,1 Mio.) war das **Segment *Aftermarket*** der mit Abstand **wichtigste** und **stabilste Ergebnisträger** im Konzern. Die bereinigte EBIT-Marge dieses Segments erreichte 14,5 % (Vj. 15,7 %). Das Segment *Power Vehicle Systems* musste einen umfangreichen Großauftrag kompensieren und konnte trotzdem die Ergebnisbeiträge auf € 15,6 Mio. (Vj. € 14,2 Mio.) steigern. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich auf 9,9 % (Vj. 9,2 %). Im Segment *Trailer Systems* verminderten sich die bereinigten EBIT-Beiträge leicht auf € 14,3 Mio. (Vj. € 14,8 Mio.). Die bereinigte EBIT-Marge reduzierte sich auf 3,0 % (Vj. 3,1 %). Um die Ertragskraft von *Trailer Systems* zu verbessern sind verschiedene Maßnahmen geplant (vgl. Strategie und Planung).

Die **Zinsaufwendungen** aus verzinslichen Darlehen und sonstigen Ausleihungen konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr durch die Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten sowie durch eine Minderung der Zinsmargen gesenkt werden. Gleichzeitig wurde das **Finanzergebnis** unter anderem durch einmalige Sondereffekte im Zusammenhang mit der Refinanzierung (€ 9,3 Mio.) und der Ablösung von Zinssicherungsgeschäften (€ 3,0 Mio.) belastet. In Summe verschlechterte sich das Finanzergebnis um € -5,6 Mio. auf € -29,6 Mio. Aufwendungen für Restrukturierungen und Wertberichtigungen führten gleichzeitig zu einem außerordentlichen Verlust von € -4,6 Mio. Vor diesem Hintergrund verringerte sich das **Ergebnis vor Steuern** insgesamt um € -10,7 Mio. auf € 16,0 Mio.

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Ertragskraft (%)	2010	2011	2012
EBITDA-Marge	8,4	8,5	8,3
Gesamtkapitalrentabilität	5,5	9,9	7,3
ROCE	10,8	17,1	17,2
Cashflow-ROI	12,6	15,5	15,6

Im Analysezeitraum verbesserten sich die Ertrags- und Rentabilitätskennzahlen insbesondere durch die starke Markterholung auf ein befriedigendes Niveau. Der Rückgang der Gesamtkapitalrentabilität auf einen schwach befriedigenden Wert in 2012 resultierte überwiegend aus der refinanzierungsbedingt einmaligen Verschlechterung im Finanzergebnis. Der Return on Capital Employed erhöhte sich im Analysezeitraum durch die Verbesserungen bei Ertragskraft (2011) und Nettoverschuldung (2011-2012) und erreichte trotz steigender Eigenkapitalbasis (2011-2012) im abgelaufenen Geschäftsjahr ein gutes Niveau.

Im **ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2013** verringerte sich der Konzernumsatz planmäßig um € 4,8 Mio. (-1,1 %) gegenüber dem Vorjahr auf € 435,6 Mio. Positiv und besser als erwartet entwickelte sich hierbei das Segment *Trailer Systems* mit einem leichten Umsatzzuwachs auf € 249,2 Mio. (Vj. 242,8 Mio.). Die planmäßigen Umsatzrückgänge in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* (€ -6,2 Mio. auf € 75,4 Mio.) und *Aftermarket* (€ -4,9 Mio. auf € 110,9 Mio.) resultierten hauptsächlich aus den hohen Basiseffekten im Vorjahr, welche im weiteren Jahresverlauf auslaufen. Im Segment *Aftermarket* wirkten sich darüber hinaus temporäre Personalengpässe in China sowie kundenseitig reduzierte Lagerbestände negativ aus. Trotz der leichten Umsatzrückgänge erhöhte sich das operative Ergebnis konzernweit auf € 29,8 Mio. (Vj. € 29,7 Mio.). Die bereinigte EBIT-Marge erreichte 6,8 % (Vj. 6,7 %). Wichtigster Ergebnisträger bleibt das Segment *Aftermarket* mit einem bereinigten EBIT von € 18,8 Mio. (Vj. € 16,7 Mio.). Die Segmente *Power Vehicle Systems* und *Trailer Systems* lieferten operative Ergebnisbeiträge von € 7,2 Mio. (Vj. € 7,2 Mio.) bzw. € 6,8 Mio. (Vj. € 7,9 Mio.). Die bereinigten EBIT-Margen dieser Segmente verbesserten sich auf 9,6 % (Vj. 8,7 %) bzw. verschlechterten sich auf 2,7 % (Vj. 3,3 %). Die schwächere bereinigte EBIT-Marge im Segment *Trailer Systems* resultierte überwiegend aus höheren Garantiekosten, welche im Zusammenhang mit den überdurchschnittlichen Produktionszahlen aus den Jahren 2006 / 2007 stehen. Daneben belasteten höhere Aufwendungen für Forschung und Vertrieb. Aufgrund geplanter Preiserhöhungen eines Großkunden rechnen wir für die zweite Jahreshälfte 2013 mit einer Stabilisierung der bereinigten EBIT-Marge im Segment *Trailer Systems*.

Ertragskraft und Rentabilität der SAF-HOLLAND S.A. haben sich im Jahr 2012 stabil entwickelt. Wichtigste Elemente dieser Entwicklung sind steigende Ergebnisbeiträge in den Segmenten *Aftermarket* und *Powered Vehicle Systems,* welche die schwächere Ertragkraft im Segment *Trailer Systems* überkompensieren konnten. Die Stabilität der Ertragskraft ist neben einer für das Unternehmen günstigen Marktentwicklung in Nordamerika auch das Ergebnis einer flexibleren Produktion sowie einer steigenden Bedeutung des Ersatzteilgeschäftes. Dieses Geschäftssegment zeichnet sich neben einer geringeren Konjunktursensitivität vor allem durch eine höhere operative Marge aus und führt insgesamt zu einer stabileren Entwicklung der Ertragskraft.

Kapitalstruktur und Verschuldung

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir im Rahmen unserer Analyse bei der Ermittlung des wirtschaftlichen Eigenkapitals die aktiven latenten Steuern mit den passiven latenten Steuern saldiert (2010-2012) und aktivische Überschüsse vom Eigenkapital subtrahiert (2011-2012). Darüber hinaus haben wir die Position der immateriellen Vermögensgegenstände aus Vorsichtsgründen um 25,0 % gemindert und das bilanzielle Eigenkapital entsprechend reduziert (2009-2011).

Strukturbilanz	**31.12.2010**		**31.12.2011**		**31.12.2012**		**Veränderungen zum Vorjahr (%)**	
	T€	**%**	**T€**	**%**	**T€**	**%**	**2011**	**2012**
Aktiva	417.406	*100,0*	458.360	*100,0*	454.709	*100,0*	9,8	-0,8
Langfristige Vermögenswerte	251.350	*60,2*	249.661	*54,5*	248.073	*54,6*	-0,7	-0,6
davon immaterielle Vermögenswerte	*140.859*	*33,7*	*139.821*	*30,5*	*139.091*	*30,6*	*-0,7*	*-0,5*
Kurzfristige Vermögenswerte	166.056	*39,8*	208.699	*45,5*	206.636	*45,4*	25,7	-1,0
davon Vorräte	*68.082*	*16,3*	*90.400*	*19,7*	*88.163*	*19,4*	*32,8*	*-2,5*
davon Forderungen aus LL	*80.336*	*19,2*	*95.352*	*20,8*	*87.319*	*19,2*	*18,7*	*-8,4*
davon liquide Mittel	*8.546*	*2,0*	*15.345*	*3,3*	*18.579*	*4,1*	*79,6*	*21,1*
Passiva	417.406	*100,0*	458.360	*100,0*	454.709	*100,0*	9,8	-0,8
Eigenkapital	-32.543	*-7,8*	128.033	*27,9*	148.120	*32,6*	-493,4	15,7
Langfristige Schulden	355.360	*85,1*	208.178	*45,4*	197.965	*43,5*	-41,4	-4,9
Kurzfristige Schulden	94.589	*22,7*	122.149	*26,6*	108.624	*23,9*	29,1	-11,1
Finanzverbindlichkeiten	*316.604*	*75,9*	*180.907*	*39,5*	*161.407*	*35,5*	*-42,9*	*-10,8*

Die bereinigte Bilanzsumme ist im Analysezeitraum überwiegend durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf € 454,7 Mio. angestiegen. In der Struktur der Vermögenswerte hat sich der Anteil der **kurzfristigen Vermögenswerte** geschäftsbedingt erhöht. Die erheblichen Umsatzsteigerungen in den Jahren 2010 und 2011 spiegeln sich bilanzseitig in höheren Vorrats- und Forderungsbeständen wider. Im abgelaufenen Geschäftsjahr führten eine stabile Geschäftsentwicklung und Forderungsverkäufe in Höhe von € 7,8 Mio. zu niedrigeren Forderungsbeständen. Dadurch verminderte sich die Mittelbindung im Umlaufvermögen um ca. € 10,0 Mio. Liquide Mittel erhöhten sich insbesondere durch die positive Ergebnisentwicklung und die Emissionserlöse aus den Kapitalmarkttransaktionen. Die **langfristigen Vermögenswerte** haben sich im Analysezeitraum – absolut betrachtet – stabil entwickelt. Von wesentlicher Bedeutung sind hier die **immateriellen Vermögensgegenstände**, die nach der 25 %-igen analytischen Bereinigung noch 40,8 % der Bilanzsumme ausmachen. Die immateriellen Vermögenswerte gehen überwiegend auf erworbene Firmenwerte und Kundenbeziehungen der Teilkonzerne „SAF“ und „HOLLAND“ im Jahr 2006 zurück. Nach unserer Einschätzung ist im Hinblick auf die vorgenommene Bereinigung sowie auf die anhaltend guten Rahmenbedingungen und mittelfristigen Wachstumsperspektiven von einer Werthaltigkeit der Position auszugehen.

Das bereinigte wirtschaftliche **Eigenkapital** erhöhte sich im Analysezeitraum bis auf € 148,1 Mio. im Geschäftsjahr 2012. Diese Verbesserungen resultierten im Wesentlichen aus den Kapitalerhöhungen im März 2011 (Bruttoemissionserlös: € 139,4 Mio.) und November 2012 (Bruttoemissionserlös: € 21,6 Mio.) sowie aus den erwirtschafteten Jahresergebnissen. Die **Kapitalrücklagen** nahmen dabei um € 159,4 Mio. auf € 265,8 Mio. zu. Durch die vorzeitige Anwendung von IAS 19R („Leistungen an Arbeitnehmer“) und den damit verbundenen Wegfall der Korridormethode wurde das Eigenkapital im abgelaufenen Geschäftsjahr mit € 20,4 Mio. (Vj. € 15,3 Mio.) belastet. Die analytisch bereinigte **Eigenkapitalquote** verbesserte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr um 470 Basispunkte auf 32,6 % (Vj. 27,9 %). Hierbei wirkten sich insbesondere die Ablösung von Bankdarlehen und Zinssicherungsgeschäften positiv aus, die unter anderem aus den Emissionserlösen der Kapitalmarkttransaktionen finanziert wurde. Dadurch verringerten sich die **Finanzverbindlichkeiten** im Geschäftsjahr 2012 um (netto)

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

€ 19,5 Mio. Der Rückgang der Finanzverbindlichkeiten war der wesentliche Grund für die bilanzielle Abnahme langfristiger Schulden.

Im Zuge der **Neustrukturierung der Finanzierung** im Oktober 2012 wurde mit den Konsortialbanken eine Anpassung bestehender Kreditvereinbarungen geschlossen, die im laufenden Geschäftsjahr zu besseren Finanzierungskonditionen bzw. günstigeren Zinsmargen führen. Wesentlicher Bestandteil dieser Restrukturierungsbemühungen war die Emission einer fünfjährigen Anleihe in Höhe von € 75,0 Mio. Die aktuellen Finanzierungsvereinbarungen mit einer Laufzeit bis Oktober 2017 sehen Kreditlinien von insgesamt € 207,1 Mio. vor (vgl. Innenfinanzierung und finanzielle Flexibilität). Die langfristigen Schulden enthalten außerdem Pensionsrückstellungen in Höhe von € 39,2 Mio. In diesem Zusammenhang bestehen – unter den per 31. Dezember 2012 getroffenen Zins- und Renditeerwartungen – außerbilanzielle Deckungslücken in einer Größenordnung von € 39,2 Mio. (Vj. € 33,5 Mio.). Im Bereich der kurzfristigen Schulden verringerten sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stichtagsbedingt um € 15,4 Mio. auf € 70,6 Mio.

In Abhängigkeit von der Höhe der Bereinigung der immateriellen Vermögensgegenstände (0%, -25,0%, -50,0%) variiert die Eigenkapitalquote von 24,9 % bis 38,8 % und der Verschuldungsgrad von 42,3 % bis 58,4 %. Die Szenarioanalyse unterstreicht die Solidität der Kapitalstruktur. Selbst in einem extremen Szenario bei einem Abschreibungsbedarf von 50,0 % würden die Eigenkapitalquote und der Verschuldungsgrad noch befriedigende Werte erreichen.

Zum 30. Juni 2013 belief sich die unbereinigte Bilanzsumme der SAF-HOLLAND S.A. auf € 556,3 Mio. Dies entspricht einem Anstieg von € +19,5 Mio. gegenüber dem Jahresabschluss 2012. Geschäftsbedingt erhöhten sich insbesondere die Vorräte um € +6,2 Mio. sowie die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um € +12,7 Mio. Die Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen blieb durch die Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen um € +20,4 Mio. unverändert. Liquide Mittel waren mit € 18,4 Mio. stabil. Das unbereinigte Eigenkapital überstieg mit € 209,4 Mio. den Vorjahresendwert von € 197,9 Mio. Die bilanzielle Eigenkapitalquote lag mit 37,6 % über dem Niveau per 31. Dezember 2012 (36,9 %). Die bilanzielle lang- und kurzfristige Finanzverschuldung verringerte sich um weitere € 11,1 Mio. auf € 150,3 Mio.

Vor dem Hintergrund der Kapitalmarkttransaktionen und der erzielten Jahresüberschüsse verfügte SAF-HOLLAND S.A. zum Ende des Analysezeitraums über eine stark befriedigende Kapitalstruktur, die selbst in einem Szenario hoher Bereinigungen der immateriellen Vermögensgegenstände noch befriedigende Werte erreicht. Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen waren insgesamt gut bzw. stark befriedigend. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Zinsdeckungsrelationen im abgelaufenen Geschäftsjahr überwiegend durch ungünstige Finanzierungskonditionen belastet wurden.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow (T€)	2010	2011	2012
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	39.438	41.098	53.993
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-7.177	-12.109	-21.333
Free Cashflow (Summe)	32.261	28.989	32.660
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-45.312	-22.344	-29.253

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit konnte im Analysezeitraum sukzessive gesteigert werden. Entscheidende Faktoren dieser Entwicklung waren eine bessere Ertragskraft in 2011 und eine geringere Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen in 2012. Wesentliche Sondereffekte waren Vorzieheffekte im Geschäftsjahr 2011 in Höhe von € 6,0 Mio. bzw. Forderungsverkäufe im Geschäftsjahr 2012 in Höhe von € 7,8 Mio. Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit erhöhte sich in den Jahren 2010 bis 2012 aufgrund verstärkter Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr resultierten die zunehmenden Investitionsausgaben insbesondere aus der Integration lokaler SAP-Systeme in Höhe von € 6,0 Mio. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit profitierte in den Jahren 2011 bis 2012 von zwei Kapitalerhöhungen in Höhe von € 143,7 Mio. (2011) und € 21,7 Mio. (2012) sowie von der Platzierung einer Anleihe in Höhe von € 75,0 Mio. (2012). Die Emissionserlöse dieser Kapitalmarkttransaktionen wurden schwerpunktmäßig zur Ablösung von Finanzverbindlichkeiten verwandt. Der Abbau von Finanzverbindlichkeiten führte neben einmaligen Transaktionskosten aus den Refinanzierungsaktivitäten sowie Zahlungen für die Ablösung von Zinssicherungsgeschäften in Summe zu negativen Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.

Zur laufenden Finanzierung stehen der SAF-HOLLAND S.A. Konsortialkredite bzw. Linien in Höhe von € 207,1 Mio. zur Verfügung, welche per 30. Juni 2013 mit € 75,7 Mio. in Anspruch genommen wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine halbjährliche Tilgungsleistung von jeweils € 3,9 Mio. im März und im September vereinbart wurde. Diese Finanzierungsvereinbarungen sind auf den 5. Oktober 2017 befristet. Per Ende Juni bestanden freie Linien im Volumen von € 131,4 Mio. Unter Einbeziehung der liquiden Mittel belief sich die Gesamtliquidität per 30. Juni 2013 auf ca. € 149,7 Mio. Darüber hinaus kann das Unternehmen eine Factoringlinie im Volumen von € 25,0 Mio. in Anspruch nehmen. Vor dem Hintergrund der bestehenden Linien und der liquiden Mittel verfügt die SAF-HOLLAND gegenwärtig über eine sehr gute finanzielle Flexibilität.

Im vergangenen Geschäftsjahr konnten die stabile Ertragskraft und geringere Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen das Innenfinanzierungspotenzial der SAF-HOLLAD S.A. weiter verbessern. Der zur Verfügung stehende Finanzierungsrahmen und die zusätzlich zur strategischen Liquiditätsreserve gehaltenen Barmittel bieten eine sehr gute finanzielle Flexibilität. Darüber hinaus wurde durch die Refinanzierungsvereinbarungen mit den Konsortialbanken eine mittelfristige Sicherung der Finanzierung mit verbesserten Finanzierungskonditionen erreicht.

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Marktumfeld

Die wirtschaftliche Entwicklung der Anbieter von Baugruppen und Komponenten für Zugmaschinen und Sattelauflieger im Bereich schwerer Nutzfahrzeuge ist in erster Linie abhängig von den Produktions- und Abrufmengen der OEMs, Flottenbetreiber, Werkstätten sowie Ersatzteilhändler. Diese hängen im Allgemeinen von der konjunkturellen Entwicklung der Zielmärkte ab, insbesondere von der Nachfrage nach Gütertransportleistungen und dem Infrastrukturausbau. Im Speziellen beeinflussen auch die Gestaltung von Finanzierungsmöglichkeiten (Leasing) und individuelle Präferenzen von Endkunden (z. B. Flottenmanager) die Nachfrage. Des Weiteren spielen Abgas- und Sicherheitsnormen, Treibstoffverbrauch, der Lebenszyklus von Zugmaschinen und Sattelaufliegern sowie die hieraus ableitbaren Potenziale im Sekundärmarkt bzw. Ersatzteilgeschäft eine Rolle. Das Wettbewerbsumfeld ist oligopolistisch geprägt. Wenige, meist auf ein Kernprodukt spezialisierte Anbieter, bedienen Nischen mit stark regionalen und an die Bedürfnisse einzelner OEMs bzw. Endkunden angepassten Produkteigenschaften.

Aufgrund von starken Nachholeffekten infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise, ergaben sich in den Jahren 2010 und 2011 hohe Zuwachsraten beim weltweiten Gütertransportaufkommen und bei den Produktionsmengen in der weltweiten Nutzfahrzeugindustrie. Die korrelierenden Bereiche schwere Zugmaschinen und Sattelauflieger konnte von dieser Entwicklung gleichermaßen profitieren. Im weiteren Verlauf ergaben sich unterschiedliche Entwicklungen in den Hauptabsatzregionen von SAF-HOLLAND. Während die Produktionsmengen mittlerer/schwerer Nutzfahrzeuge 2012 europaweit wieder leicht zurückgingen (2010: +42,9 %; 2011: +22,2 %; 2012: -4,6 %), erhöhten sie sich in Nordamerika das dritte Jahr in Folge (2010: +14,5 %; 2011: +29,4 %; 2012: +10,0 %).

Nach der Erholung der Weltwirtschaft erwartet der IWF in seinem aktuellen Ausblick (07/2013) für 2013 ein weltweites Wirtschaftswachstum auf dem Niveau 2012. Für die Euro-Zone werden weiterhin Abwärtstendenzen erwartet (2012: -0,6%; 2013: -0,6 %; 2014: +0,9 %). Die aktuelle konjunkturelle Entwicklung der Europäischen Union verlief im ersten Quartal 2013 rückläufig (EU27: BIP -0,7 %, Eurostat). Die ungewisse konjunkturelle Entwicklung infolge der europäischen Staatsschulden- und Vertrauenskrise führt hier zu einer verhaltenen Investitionsbereitschaft. Für die USA erwartet der IWF ein positives Wirtschaftswachstum (2012: +2,2 %; 2013: +1,7 %; 2014: +2,7 %). Wachstumsdämpfer bestehen hier in den aktuellen Auswirkungen der Zwangskürzungen des US-Haushaltsbudgets und der notwendigen Konsolidierung des US-Staatshaushalts für kommende Perioden.

Bezogen auf die erwarteten Produktionszahlen in der Nutzfahrzeugindustrie sehen wir für Europa in 2013 eine anhaltend stagnierende bis leicht positive Entwicklung. Dagegen wird für die nordamerikanischen Märkte aufgrund einer insgesamt positiveren gesamtwirtschaftlichen Erwartungshaltung auch für 2013 von robusten, aufgrund von nachlassenden Nachholeffekten reduzierten, Zuwachsraten ausgegangen.

Produktion mittlere/schwere NFZ (Tsd. Einheiten)	Ist 2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR (%) 2012-2018
Europa	619	633	765	820	808	876	936	7,1
Nordamerika	496	521	566	614	588	571	620	3,8
Südamerika	197	242	259	271	274	270	277	5,8
Asien	1.977	2.128	2.196	2.325	2.324	2.438	2.512	4,1
Rest der Welt	3	3	3	4	4	4	4	4,9
Gesamt	3.293	3.526	3.790	4.033	3.998	4.159	4.348	4,7

Quelle: IHS Automotive, Februar 2013

Mittel- bis langfristig erwarten wir in allen Regionen ansteigende Produktionszahlen. Der Anstieg des Straßengüterverkehrs, Nutzfahrzeugexporte in Wachstumsregionen, Nachholeffekte und verstärkte Ersatzinvestitionen aufgrund der Einführung strengerer Emissionsvorschriften (z. B. EPA 10 in den USA, Euro 6 in der EU) sollen dabei in den europäischen und nordamerikanischen Märkten bis 2018 zu einer jährlichen Wachstumsrate von +7,1 % bzw. +3,8 % (CAGR) führen. In den südamerikanischen und asiatischen Ländern wird durch die Verlagerung der Nutzfahrzeugproduktion, durch den Ausbau der Infrastruktur und durch ein stark wachsendes Güterverkehrsaufkommen (Konsumgüter + Rohstoffe) ebenfalls ein zunehmendes Produktionsvolumen erwartet.
Das zukünftige globale Geschäftsumfeld der Anbieter von Komponenten für Zugmaschinen und Sattelauflieger ist in besonderem Maße durch ein weltweit ansteigendes (Straßen-) Güterverkehrsaufkommen geprägt. Eine wichti-

ge Rolle spielen in diesem Zusammenhang Finanzierbarkeit und der Anspruch von Flottenbetreibern an hochwertige Produkteigenschaften. Beide Gruppen sind an Wertstabilität und optimierten Gesamtkosten (TCO) der Endprodukte interessiert und beeinflussen so auch die Attraktivität des Sekundärmarktes für gebrauchte Zugmaschinen und Sattelauflieger. Chancen sehen wir in diesem Zusammenhang vor allem für Anbieter mit hohen Marktanteilen und langjähriger Marktpräsenz. Als wichtig sehen wir hierbei etablierte Vertriebswege zu marktführenden OEM`s an, um Komponenten in eine möglichst breite Basis von Endprodukten zu verteilen und in einem zweiten Schritt über ein dichtes Vertriebs- und Servicenetzwerk am späteren Ersatz(teil)-geschäft partizipieren zu können. Kontinuierliche Produktinnovationen und Branchenstandards leisten hier nach unserer Ansicht einen wichtigen Beitrag zum Ausbau der Marktpräsenz. Innovative Branchentrends sehen wir in der Gewichtsreduktion (Materialien, Design), reduziertem Wartungsaufwand, robuster Handhabung, Modularisierung (z. B. Achsen und Bremssystem), Standardisierung (z. B. Radanschluss), automatischen Systemen (z. B. bei Sattelkupplungen, Stützwinden) und steigenden Anforderungen an die Fahrsicherheit. Für die Lieferanten hochwertiger Komponenten ergeben sich zudem Chancen zur Entwicklung differenzierender Wettbewerbsvorteile, u. a. aufgrund einer konstruktionsbedingt zunehmenden Komplexität sowie steigender Anforderungen an Liefertreue und Qualität. Geografisch diversifizierte Anbieter (den OEMs folgend) mit einem an unterschiedliche Zielmärkte (z. B. wachsende Logistikmärkte Indien und China) angepassten Produktportfolio sehen wir hier im Vorteil.

Marktrisiken bestehen insbesondere in der ungewissen Konjunkturentwicklung der europäischen und nordamerikanischen Kernmärkte. Ein Übergreifen rezessiver Entwicklungen von Krisenstaaten auf bisher weitgehend unbetroffene Regionen kann nicht ausgeschlossen werden. Daneben ergeben sich für Qualitäts- und Innovationsführer erhebliche Investitionsrisiken aufgrund der hohen Anlageintensität sowie wiederkehrender Investitionen in Forschung, Entwicklung und Kapazitätserweiterung. Die hauptsächlich verarbeiteten Materialien Stahl und Aluminium unterliegen mitunter kurzzyklischen Preisschwankungen. Bei besonderen Anforderungen an Rohmaterialien (z. B. Sonderstähle) können Abhängigkeiten von Speziallieferanten und Lieferengpässe entstehen. Zudem erwarten wir insgesamt einen stetig ansteigenden Preisdruck auf die Zulieferindustrie durch Kooperationen und die zunehmende Konzentration sowie auch durch Veränderungen in Preisgestaltung und Marktverhalten auf der Abnehmerseite.

Nach hohen Steigerungsraten in den Jahren 2010 und 2011 entwickelte sich die Nachfrage nach Zugmaschinen und Sattelaufliegern im Jahr 2012 weltweit rückläufig. Mit Ausnahme von Nordamerika konnten sich die relevanten Märkte von SAF-HOLLAND diesem negativen Trend nicht entziehen. Aufgrund aktuell positiver Bestellzuwächse bei führenden Nutzfahrzeugherstellern erwarten wir für 2013 eine leicht positive Entwicklung. Aufgrund des weltweit ansteigenden Gütertransportvolumens sehen wir auch mittel- bis langfristig eine insgesamt positive Entwicklung des Marktpotenzials. Kurzfristige Wachstumschancen halten wir vor allem bei innovativen, markenstarken Anbietern durch Verdrängung und Marktanteilsgewinne für möglich. Ein schlüssiges Markenkonzept, Ersatzteilgeschäft und das Bedienen von Trendthemen wie Leichtbau, Umwelt und Sicherheit sehen wir als kritische Erfolgsfaktoren an. Neben konjunkturellen Unsicherheiten bestehen die Branchenrisiken überwiegend in der Wettbewerbsintensität und bei den Rohstoffpreisschwankungen.

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Strategie und Planung

Strategische Ausrichtung

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
Trailer Systems und Powered Vehicle Systems ▪ profitables Wachstum durch das erwartete Marktwachstum ▪ Entwicklung neuer Achs- und Federungssysteme für die Kernmärkte, insbesondere für Europa ▪ Verbesserung der Ertragskraft im Segment *Trailer Systems*, insbesondere durch Kostensenkungsmaßnahmen und Technologietransfer ▪ Verstärkung der Differenzierung durch Innovationen mit neuen Materialien, Elektronik und Nischenprodukten ***Aftermarket*** ▪ weiterer Ausbau des Vertriebs- und Servicenetzes ▪ weiterer Ausbau des Ersatzteilgeschäftes ▪ weiterer Ausbau des Ersatzteilportfolios durch Zweitmarken („Sauer Quality Parts“)	▪ Sicherung und Ausbau der Marktanteile in den Kernmärkten Europa und Nordamerika ▪ Ausbau der Marktpositionen in den BRIC Staaten
Organisation	**Finanzen**
▪ laufende Optimierung der Produktions- und Logistikprozesse ▪ Intensivierung der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten ▪ laufende Optimierung der Einkaufsprozesse ▪ selektive Prüfung von Akquisitionsmöglichkeiten	▪ Umsatzsteigerung im Zeitraum 2012 bis 2015 von durchschnittlich +6,7 % p. a. auf € 1.043 Mio. ▪ Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 8,4 % in 2015 ▪ Erhöhung der bereinigten Eigenkapitalquote auf 48,5 % in 2015 sowie Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten und der Zinsaufwendungen

SAF-HOLLAND positioniert sich als führender Anbieter hochwertiger Systemlösungen und Bauteile für die Nutzfahrzeugindustrie. Mit dieser strategischen Ausrichtung strebt das Unternehmen die Technologie- und Qualitätsführerschaft in den Kernmärkten Europa und Nordamerika an. Insbesondere sollen die führenden Marktpositionen als Hersteller von hochwertigen Produkten und Services in den Segmenten ***Trailer Systems*** (Auflieger), ***Powered Vehicle Systems*** (Zugmaschinen) und ***Aftermarket*** (Ersatzeilgeschäft) gehalten bzw. ausgebaut werden. Hierbei koordiniert SAF-HOLLAND ein globales Netz von Tochtergesellschaften und Allianzpartnern, um das strategisch bedeutsame Ersatzteil- und Servicegeschäft flächendeckend zu positionieren und selektiv auszubauen. Darüber hinaus soll auch in neuen Produktbereichen eine führende Marktposition erreicht werden. Dabei soll der Fokus auf Produkten liegen, die innerhalb des Gesamtportfolios Synergien schaffen oder Chancen nutzen, die aus einer Marktkonsolidierung oder aufgrund von verschärften regulatorischen Vorgaben entstehen.

Im ***Trailer Systems* Segment** gehören die Entwicklung innovativer Achs- und Federungssysteme sowie das Schweißen, Lackieren und Montieren zu den Kernkompetenzen der SAF-HOLLAND S.A. Durch den modularen Aufbau der Achs- und Federungssysteme kann das Unternehmen flexibel auf verschiedene Kundenanforderungen reagieren und spezielle Produkte für Nischenmärkte anbieten. Im Markt für Achs- und Federungssysteme sollen vor dem Hintergrund der bereits hohen Marktanteile in Europa (2012: 36-40 %) vor allem Wachstumschancen in **Nordamerika** und in den BRIC Staaten genutzt werden, in denen SAF-HOLLAND gegenwärtig über nur geringe Marktanteile und Produktionskapazitäten verfügt. Durch den kontinuierlichen Ausbau eigener Achsproduktion sowie durch die Übertragung der in Europa gewonnenen Erfahrungen in der integrierten Achsproduktion

mit Scheibenbremstechnologie (Technologietransfer) soll sich der Marktanteil in Nordamerika mittelfristig auf 30,0 % verdoppeln (2012: 15,0 %). Hierbei will SAF-HOLLAND insbesondere von einem Strukturwandel auf dem US-amerikanischen Trailer-Markt profitieren, der durch die ab 2013 in Kraft tretenden höheren gesetzlichen Anforderungen bei der Bremsleistung ausgelöst werden soll. Gegenstand dieser Regulierung ist eine Verkürzung des maximalen Bremswegs um ca. 30,0 %. Aus dieser Anforderung ist einerseits eine steigende Nachfrage nach Scheibenbremsen ableitbar, weil diese eine stärkere Bremsleistung und eine geringere Hitzeentwicklung im Vergleich zu Trommelbremsen aufweisen. Anderseits wird eine zusätzliche Nachfrage nach beiden Bremstypen (Trommel- und Scheibenbremsen) erwartet, da durch die verschärfte Regulierung kürzere Wartungszyklen prognostiziert werden. Vor diesem Hintergrund hat SAF-HOLLAND seine nordamerikanischen Produktionskapazitäten bereits von 40 Tsd. auf 80 Tsd. Achsen pro Jahr vergrößert. Aufgrund der technologischen Kompetenz in der europäischen Scheibenbremstechnologie und dem anhaltenden Kapazitätsausbau in Nordamerika ist SAF-HOLLAND für den erwarteten Strukturwandel in Nordamerika unseres Erachtens gut positioniert.

Neben den strukturellen Wachstumschancen in Nordamerika soll das Segment *Trailer Systems* in **Europa** vor allem marktbedingt zunehmen. Die aktuelle Entwicklung der Auftragseingänge bei den Herstellern für Nutzfahrzeuge bestätigen diese Planungsannahmen. Ab 2015 sollen wichtige Wachstumsimpulse aus der Neuentwicklung des europäischen Achs- und Federungssystems kommen. Dessen geplante Markteinführung soll neben verschiedenen anderen Maßnahmen die niedrige Ertragskraft (EBIT) im Segment *Trailer Systems* um bis zu 300 Basispunkte erhöhen. Die angestrebten Kostensenkungen sollen vor allem durch Werkskonsolidierungen in Deutschland und Nordamerika sowie durch eine Erhöhung der Wertschöpfung im Produktionsprozess, zum Beispiel im Bereich der Kugellagersysteme, erreicht werden. Durch schlankere Produktionsprozesse will SAF-HOLLAND darüber hinaus Produktivitätssteigerungen erreichen.

Im Markt für Federungssysteme verfügt SAF-HOLLAND in Europa und Nordamerika über hohe bzw. geringe Marktanteile. Hierbei dürfte in Nordamerika die geplante Markteinführung neuer Federungssysteme die regionalen Wachstumschancen verbessern. Vor dem Hintergrund hoher Marktanteile in den Kernmärkten hinsichtlich Königszapfen und Stützwinden existieren überwiegend regionale Wachstumschancen in den BRIC Staaten.

Im Fokus zukünftiger Entwicklungen im Segment *Trailer Systems* stehen in den Kernmärkten Europa und Nordamerika unverändert die Gewichtsreduzierung, erhöhte Modularisierung sowie die zunehmende Integration elektrischer und elektronischer Komponenten. Weiterhin sollen lokale Entwicklungs- und Fertigungskapazitäten ausgebaut, spezielle Produkte für Nischenmärkte im Nutzfahrzeugbereich entwickelt und strategische Partnerschaften mit internationalen Trailerherstellern ausgebaut werden.

Im ***Powered Vehicle Systems* Segment** definiert die SAF-HOLLAND S.A. innovative Sattelkupplungs- und Federungssysteme sowie das Schweißen, Lackieren und Montieren als Kernkompetenzen. Der Markt für Federungssysteme wird im Bereich Zugmaschinen überwiegend von großen Zulieferern bzw. von OEM-Herstellern dominiert. Zusätzliche Wachstumsimpulse sollen sich für SAF-HOLLAND durch ein neu verfügbares Federungssystem für den nordamerikanischen Markt ergeben. Im Markt für Sattelkupplungssysteme verfügt SAF-HOLLAND über einen hohen Marktanteil in Nordamerika (ca. 51,0 %), dem ehemaligen Heimatmarkt von HOLLAND. Weitere Wachstumsmöglichkeiten sollen vor allem in Europa durch regionalen Technologietransfer und selektive Ausweitung der Geschäftstätigkeit erschlossen werden. Vor diesem Hintergrund soll sich die Betriebsergebnismarge (EBIT) stabil entwickeln.

Im ***Aftermarket* Segment** zählt SAF-HOLLAND S.A. das weltweit größte Service-Netzwerk und die damit verbundene Kundennähe zu seinen Kernkompetenzen. Das große Netzwerk von Flottenbetreibern, Werkstätten und Ersatzteilhändlern versetzt SAF-HOLLAND in die Lage, seinen Kunden kurzfristig eine Reparatur zu organisieren und die entsprechenden Ersatzteile bereit zu stellen. SAF-HOLLAND verfügt weltweit über ca. 9.000 Service-Partner und genießt dadurch einen Vorteil gegenüber den Wettbewerbern. Aufgrund der sukzessiv steigenden Marktdurchdringung der SAF-HOLLAND Produkte soll der Ersatzteilbedarf künftig weiter zunehmen. Gleichzeitig soll das Service-Netzwerk flächendeckend in allen wichtigen Regionen stärker ausgebaut werden, sodass sich positive Netzwerkeffekte vergrößern. Die erfolgreiche Inbetriebnahme eines neuen Ersatzteildistributionszentrums für den Südamerikanischen Markt unterstreicht die konsequente Umsetzung dieser Expansionsstrategie. Mittelfristig soll mindestens ein weiteres Verteilungszentrum für den asiatischen Markt entstehen. Ferner sollen die regionalen Vertriebsanstrengungen erhöht und das Angebot von Profillehrgängen und Schulungen ausgeweitet werden. Das Ersatzteilsortiment soll durch den weiteren Ausbau von Zweitmarken, sogenannter A2-Brands („Sauer Quality Parts“), verstärkt werden. Dieses Angebot richtet sich insbesondere an diejenigen Märkte, welche über einen hohen Bestand an Zugmaschinen und Aufliegern im fortgeschrittenen Lebensalter verfügen. Hierdurch

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

will SAF-HOLLAND seinen Kunden lebenszyklusadäquatere Ersatzteile anbieten. Für die Produkte der Zweitmarken gilt eine Garantie im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften und nicht, wie bei den Premiumprodukten des Konzerns, die erheblich längere Garantie von bis zu sechs Jahren. Mit Hilfe dieser Zweitmarkenstrategie will SAF-HOLLAND vor allem die Märkte des Mittleren Ostens bedienen, um von der späteren Produktlebenszyklusphase eines Trailers zu profitieren und möglichen Substitutionsrisiken vorzubeugen. Der Ausbau des vergleichsweise stabilen und margenstarken Aftermarktgeschäftes ist der wichtigste Faktor, um die Erhöhung der Brutto- und Betriebsergebnismarge auf Konzernebene voranzutreiben und die Abhängigkeit von Konjunkturschwankungen zu vermindern.

Neben dem Ausbau der Marktanteile in den Kernmärkten Europa und Nordamerika strebt SAF-HOLLAND auch den Ausbau der Marktpositionen in den BRIC Staaten an. Hierbei sollen die ursprünglichen Pläne, das Produktangebot noch stärker auf die geringeren Qualitäts- und Sicherheitsanforderungen dieser Märkte abzustimmen, neu justiert werden. SAF-HOLLAND will zunehmend höherwertige Produkte für ausgewählte Marktsegmente in den BRIC Staaten anbieten und somit von seinen Kernkompetenzen profitieren. In diesem Zusammenhang soll beispielsweise ein für den US-amerikanischen Markt konzipiertes Federungssystem nach China adaptiert werden. Bedingt durch die hohe Wettbewerbsintensität und die geringeren Qualitätsanforderungen in den BRIC Staaten bleiben wir weiterhin skeptisch, ob die geplante Expansion in diesen Staaten mittelfristig gelingen wird.

Die SAF-HOLLAND S.A. verfügt unseres Erachtens über eine systematisch entwickelte, nach Produktsegmenten und Regionen differenzierte Strategie, die Chancen und Risiken im Marktumfeld, die eigene Marktposition und die verfügbaren Ressourcen und Kompetenzen angemessen berücksichtigt. Die Verbesserung der Ertragskraft im Segment *Trailer Systems* soll hierbei kurzfristig eine besonders hohe Priorität erhalten. Chancen ergeben sich unserer Meinung nach aus der steigenden Bedeutung des Ersatzteilgeschäftes, aus wachsenden Absatzpotenzialen in allen regionalen Märkten sowie aus Differenzierungsmöglichkeiten durch Innovationen und einem breiteren Produktportfolio. Risiken bestehen für die Geschäftsentwicklung der SAF-HOLLAND neben den genannten marktseitigen Unsicherheiten u. a. durch zunehmenden Wettbewerb, mögliche Qualitätsprobleme, die zum Verlust des Kundenvertrauens führen können, Produkthaftungsrisiken sowie Entwicklungs- und Kalkulationsrisiken.

Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 13. Mai 2013 durch die SAF-HOLLAND S.A. (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 14. August 2013 statt. Am 20. September 2013 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomittee am 04. September 2013 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Ratingurteil auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratingurteils auf den Internetseiten der Ratingagentur (www.eulerhermes-rating.com) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingbeurteilung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der Auftraggeberin. Die Auftraggeberin hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle Informationen des Berichts in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der Auftraggeberin mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Auftraggeberin übernimmt jedoch keine Garantie dafür, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen.

Der Ratingbericht ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zur abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, von der Auftraggeberin gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Auftraggeberin übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH

Hamburg, 20. September 2013

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Analysten

Torsten Schellscheidt, Senior Analyst und Projektleiter
Kai Gerdes, Direktor
Matthias Peetz, Rating Analyst

Ratingkomitee

Gundel Bergknecht, Senior Analystin
Jörg Walbaum, Senior Analyst

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2010, 2011, 2012
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen
  (z. B. Geschäftsentwicklung 2012, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier und Unternehmensplanung
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

Ratingmethode

Emittentenrating, Ratinghandbuch Unternehmensrating der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH Version März 2012

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013

Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als „erstklassig“ bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Güteklasse". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
A	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
BBB	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
BB	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
B	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftssichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
CCC	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
CC	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
C	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
D	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
SD	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
NR	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
PLUS (+) **MINUS (-)**	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013