EULER HERMES

Ratingbegründung

Rating vom 24. September 2012	
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 2011 einen Umsatz von € 831 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
- hoher Anteil immaterieller Vermögensgegenstände
- geringer Umsatzanteil in BRIC

Chancen:

- Wachstumsperspektiven durch zunehmenden Straßengüterverkehr und höhere gesetzliche Sicherheitsanforderungen
- Ausbau des Geschäftssegments *Aftermarket*
- steigende Qualitätsanforderungen in Schwellenländern

Risiken:

- Konjunkturabschwächung
- Wettbewerbs- und Preisdruck
- steigende Rohstoffpreise
- steigendes Zinsniveau

Euler Hermes Rating bewertet die Bonität und Zukunftsfähigkeit der SAF-HOLLAND S.A. mit BBB-. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir eine stabile Entwicklung des Ratingurteils.

Ausschlaggebend für das Rating ist die starke Marktposition von SAF-HOLLAND in Europa und Nordamerika, die zunehmende Ertragsstabilität durch das wachsende Ersatzteil- und Servicegeschäft sowie die nach der Kapitalerhöhung gute Kapitalstruktur und finanzielle Flexibilität. Durch die weltweiten Produktionsmöglichkeiten und das flächendeckende Service-Netzwerk konnte SAF-HOLLAND S.A. seine guten Marktpositionen in den Segmenten *Trailer Systems* und *Powered Vehicle Systems* sichern und erweitern. Die positive Entwicklung der Neuaufträge geht mit einer steigenden Marktdurchdringung einher und bildet gleichzeitig die Grundlage für das Wachstum im konjunkturstabileren und margenstärkeren Folgegeschäft *Aftermarket*.

Chancen bestehen unseres Erachtens neben den Wachstumsperspektiven aus der Zunahme des globalen Transportvolumens, vor allem durch den Ausbau des Servicegeschäftes. 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. Innovationspotenzial sieht SAF-HOLLAND S.A. gegenwärtig vor allem in dem Bereich der Gewichtsreduktion und der Integration von Elektronikkomponenten.

Schwächen der SAF-HOLLAND S.A sehen wir neben der Abhängigkeit von der zyklischen Nutzfahrzeugbranche vor allem in dem hohen bilanziellen Anteil immaterieller Vermögensgegenstände sowie in der geringen Wertschöpfungstiefe im Segment *Trailer Systems*. Durch den geringen Umsatzanteil 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*	2009	2010	2011
EBITDA-Marge	3,4	8,4	8,5
Return on Capital employed (ROCE)	-2,1	10,4	15,9
Eigenkapitalquote	-5,5	-5,2	31,6
Verschuldungsgrad	107,8	107,6	53,2
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	29,4	8,4	4,5
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	21,0	5,9	2,4
EBIT-Zinsdeckung	-0,3	1,1	2,6
EBITDA-Zinsdeckung	0,7	1,9	3,7

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2012

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 2011 erwirtschaftete das Unternehmen mit durchschnittlich 3.107 Mitarbeitern in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* (Umsatzanteil: 18,5 %), *Trailer Systems* (Umsatzanteil: 56,9 %) und *Aftermarket* (Umsatzanteil: 24,6 %) einen Konzernumsatz von € 831,3 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 54 % und Nordamerika mit einem Umsatzanteil von 41 %.

Im Segment *Trailer Systems* verfügt SAF-HOLLAND S.A. 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 2011 ein Umsatz von € 472,8 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis (EBIT) von € 14,8 Mio. (EBIT-Marge: 3,1 %) 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 € 154,0 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 14,2 Mio. (EBIT-Marge: 9,2 %) 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 2011 ein Umsatz von € 204,5 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 32,1 Mio. (EBIT-Marge: 15,7 %) 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 haben aktuell einen Anteil von ca. 5,7 %. 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).

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2012

Ertragskraft und Rentabilität

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir im Rahmen unserer Analyse Erträge aus Anlageabgängen (2010-2011), Erträge aus der Entkonsolidierung der SAF-HOLLAND Slovakia (2010) sowie Wertaufholungen von immateriellen Vermögenswerten (20010-2011) in das außerordentliche Ergebnis gegliedert. Restrukturierungsaufwendungen (2009-2011) sowie Wertminderungen von Firmenwerten und immateriellen Vermögensgegenständen (2009) haben wir ebenfalls dem außerordentlichen Ergebnis zugerechnet.

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung*	2009		2010		2011		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2010	2011
Umsatzerlöse	419.618	*100,0*	631.053	*100,0*	831.317	*100,0*	50,4	31,7
Gesamtleistung	419.618	*100,0*	631.053	*100,0*	831.317	*100,0*	50,4	31,7
Materialaufwand	256.270	*61,1*	407.620	*64,6*	551.497	*66,3*	59,1	35,3
Rohertrag	163.348	*38,9*	223.433	*35,4*	279.820	*33,7*	36,8	25,2
Sonstige betriebliche Erträge	1.226	*0,3*	1.136	*0,2*	768	*0,1*	-7,3	-32,4
Personalaufwand	93.071	*22,2*	121.397	*19,2*	148.291	*17,8*	30,4	22,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	57.292	*13,7*	50.503	*8,0*	61.973	*7,5*	-11,8	22,7
EBITDA	14.211	*3,4*	52.669	*8,3*	70.324	*8,5*	270,6	33,5
Abschreibungen	20.121	*4,8*	22.808	*3,6*	20.676	*2,5*	13,4	-9,3
EBIT	-5.910	*-1,4*	29.861	*4,7*	49.648	*6,0*	-605,3	66,3
Finanzergebnis	-26.230	*-6,3*	-35.046	*-5,6*	-23.060	*-2,8*	33,6	-34,2
davon Zinsaufwand	*21.388*	*5,1*	*28.053*	*4,4*	*19.009*	*2,3*	*31,2*	*-32,2*
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	-32.140	*-7,7*	-5.185	*-0,8*	26.588	*3,2*	-83,9	-612,8
Außerordentliches Ergebnis	-23.803	*-5,7*	1.043	*0,2*	322	*0,0*	-104,4	-69,1
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-55.943	*-13,3*	-4.142	*-0,7*	26.910	*3,2*	-92,6	-749,7
Konzernjahresüberschuss	-48.913	*-11,7*	-8.310	*-1,3*	26.802	*3,2*	-83,0	-422,5

*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 (vgl. Kapitalstruktur und Verschuldung). Im Geschäftsjahr 2010 profitierte SAF-HOLLAND neben der Konjunkturerholung auch von erheblichen Nachholeffekten in der Transportindustrie. Entsprechend dynamisch verlief die Umsatzentwicklung in diesem Jahr mit einer Steigerung von +50,4 % auf Konzernebene.

Nach der positiven Entwicklung im Jahr 2010 konnte SAF-HOLLAND den Konzernumsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr um +31,7 % auf € 831,3 Mio. steigern. Der Zuwachs resultierte vor allem aus dem Segment *Trailer Systems* mit einem Umsatzanstieg von +46,5 % auf € 472,8 Mio. Darüber hinaus verbuchte die Sparte *Powered Vehicle Systems* ein Umsatzplus von +20,8 % auf € 154,0 Mio. und profitierte dabei von einer starken Wettbewerbsposition im Markt für Sattelkupplungen in Nordamerika. Im Segment *Aftermarket* verbesserten sich die Umsätze vor allem durch die zunehmende Marktdurchdringung der Konzernprodukte, den Ausbau des Händlernetzes sowie neue Logistikzentren um +13,2 % auf € 204,5 Mio. Der Anteil der Umsatzerlöse am Konzernumsatz betrug 2011 im Segment *Trailer Systems* 56,9 % (2009: 41,7 %; 2010: 51,1 %), im Segment *Powered Vehicle Systems* 18,5 % (2009: 23,4 %; 2010: 20,2 %) und im Segment *Aftermarket* 24,6 % (2009: 34,8 %, 2010: 28,6 %).

Im Hinblick auf die Absatzregionen resultierte die Umsatzsteigerung im vergangenen Geschäftsjahr vor allem aus dem Wachstum in den Kernmärkten *Europa* und *Nordamerika*. In *Europa* stieg der Umsatz wechselkursbereinigt um +46,6 % auf € 456,5 Mio. Mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 53,8 % (Vj.: 49,4 %) ist Europa die Absatz-

region mit größter Bedeutung für SAF-HOLLAND. In *Nordamerika* stiegen die Umsätze im Jahr 2011 um +24,8 % auf € 348,5 Mio. an. Der Anteil am Gesamtumsatz betrug 41,0 % (Vj.: 44,2 %). In den zur Region *Sonstige* zählenden Ländern der BRIC-Staaten stieg der Umsatz um +9,6 % auf € 44,4 Mio. Der Umsatzanteil verringerte sich auf 5,2 % (Vj.: 6,4 %).

Hinsichtlich der Kundenstruktur entfielen im abgelaufenen Geschäftsjahr ca. 6,1 % der Gesamtumsätze auf den größten Kunden und ca. 38 % der Umsätze auf die größten 10 Kunden. Bedingt durch das teilweise erhebliche Mitspracherecht des Endkunden bei der Komponentenauswahl eines Trailers relativieren sich allerdings die erwähnten Umsatzdependenzen.

Im gesamten Analysezeitraum blieb die Entwicklung des Rohertrags hinter den Umsatzsteigerungen zurück. Die Rohertragsmarge verringerte sich in den Jahren 2009 bis 2011 um insgesamt 520 Basispunkte auf 33,7 %. Diese Entwicklung ist einerseits auf steigende Rohstoffpreise (z. B. Stahl) zurückzuführen und andererseits auf eine Umsatzverschiebung zugunsten der *Trailer*-Sparte. Aufgrund der geringen Wertschöpfungstiefe erwirtschaftet das Segment *Trailer Systems* vergleichsweise niedrige Margen, sodass das dynamische Wachstum dieser Sparte in den Jahren 2010 (+87 %) und 2011 (+47 %) 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*).

Hinsichtlich der Lieferantenstruktur im Jahr 2011 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. In diesem Zusammenhang können Rohstoffpreisschwankungen mit einer zeitlichen Verzögerung von ca. sechs Monaten an den Kunden weitergegeben werden.

Die Personalaufwendungen wurden als Reaktion auf die Finanzkrise durch Personalbbau, Kurzarbeit und Gehaltsverzicht des Managements im Jahr 2009 deutlich reduziert. Im Zuge der dynamischen Konjunkturerholung in den Folgejahren nahm der Personalaufwand unterproportional um +22,2 % auf insgesamt € 148,3 Mio. zu. Durch laufende Maßnahmen zur Effizienz- und Produktivitätssteigerung sowie Degressionseffekte ging die Personalaufwandsquote auf 17,8 % zurück. Die geschäftsbedingte Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen verlief ebenfalls unterproportional zum Umsatz, sodass sich die korrespondierende Quote auf 7,5 % verringerte. Das bereinigte EBIT verbesserte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr um +66,3 % auf € 49,6 Mio. Die erwirtschaftete EBIT-Marge lag mit 6,0 % über dem Niveau des Vorjahres sowie der Geschäftsjahre 2009 (-1,4 %) und 2008 (3,2 %). Zu dieser positiven Ergebnisentwicklung trugen vor allem die Segmente *Trailer Systems* und *Aftermarket* bei. Die bereinigten EBIT-Beiträge erhöhten sich im Bereich *Trailer Systems* auf € 14,8 Mio. (Vj. € -9,0 Mio.) bzw. im Bereich *Aftermarket* auf € 32,1 Mio. (Vj. € 22,4 Mio.). Die bereinigten EBIT-Margen stiegen auf 3,1 % (Vj. -2,8 %) bzw. auf 15,7 % (Vj. 14,3 %) an. Im Gegensatz dazu konnte das bereinigte operative Ergebnis im Segment *Power Vehicle Systems* nicht an den hohen Vorjahreswert anknüpfen und ging auf € 14,2 Mio. zurück (Vj. € 22,4 Mio.). Hintergrund ist ein abgelaufener margenstarker Großauftrag im Volumen von ca. US$ 40 Mio. p. a., der die operative Marge des Vorjahres positiv überzeichnete. Mit dem Auslaufen des Großauftrages verschlechterte sich die EBIT-Marge im Segment *Power Vehicle Systems* von 17,6 % auf 9,6 %.

Die Zinsaufwendungen aus verzinslichen Darlehen und sonstigen Ausleihungen konnten durch die Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten um € 140 Mio. (vgl. Kapitalstruktur und Verschuldung) sowie durch eine Minderung der Zinsmarge um ca. 170 Basispunkte gesenkt werden. Das Finanzergebnis verbesserte sich darüber hinaus durch nicht realisierte Kursgewinne aus Fremdwährungsanleihen auf insgesamt € -23,0 Mio. Das Ergebnis vor Steuern erhöhte sich von € -4,1 Mio. auf € 26,9 Mio. Der Verlust im außerordentlichen Ergebnis des Jahres 2009 erklärt sich überwiegend aus einem erhöhten Abschreibungsbedarf durch einen Werthaltigkeitstest im Volumen von € 16,9 Mio. Aufgrund ungünstigerer Umsatz- und Ergebnisprognosen infolge der Finanzkrise wurden die im Jahr 2007 erworbenen Marken „SAF“, „HOLLAND“ und „Trilex“ entsprechend wertgemindert. Die Nachfrageerholung in den Folgejahren führte zu marginalen Wertaufholungen der zuvor abgeschriebenen Werte.

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres steigerte die SAF-HOLLAND S.A. den Konzernumsatz gegenüber dem Vorjahr um +5,4 % auf € 440,3 Mio. Im Segment *Trailer Systems* stiegen die Umsatzerlöse um +0,4 % auf € 242,8 Mio., u. a. aufgrund von steigender Nachfrage nach Federungssystemen in der Region Nordamerika. Das Segment *Powered Vehicle Systems* erzielte ein Umsatzplus von +10,7 % auf € 81,7 Mio. und konnte damit den im Vorjahr ausgelaufenen Großauftrag mehr als kompensieren. Die stetige Ausweitung der Marktdurchdringung führte darüber hinaus zu einer Umsatzsteigerung von +13,2 % im Segment *Aftermarket* auf € 115,9 Mio. Das operative Ergebnis des Konzerns ging insgesamt um -3,7 % auf € 28,9 Mio. zurück. Die EBIT-Marge lag mit

5,6 % unter dem Wert des Vorjahreszeitraums (6,4 %) und des Geschäftsjahres 2011 (6,2 %). Dieser Rückgang ist fast ausschließlich auf den im dritten Quartal 2011 ausgelaufenen und mit hohen Margen verbundenen Großauftrag im Segment *Powered Vehicle Systems* zurückzuführen. Dementsprechend verringerte sich die bereinigte operative Marge in diesem Segment von 10,3 % auf 8,4 %. Die bereinigte EBIT-Marge im Segment *Trailer Systems* blieb trotz gestiegener Materialkosten stabil bei 3,2 %. Das Segment *Aftermarket* verbuchte einen leichten Rückgang der bereinigten operativen Marge von 16,2 % auf 14,3 % aufgrund von Expansionsaufwendungen.

Ertragskraft und Rentabilität der SAF-HOLLAND S.A. haben sich im Jahr 2011 verbessert und sind als stark befriedigend zu bewerten. Diese positive Entwicklung ist neben einer für das Unternehmen günstigen Marktentwicklung auch das Ergebnis einer flexibleren Produktion und 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 (2009-2011). Darüber hinaus haben wir die Position der immateriellen Vermögensgegenstände aus Vorsichtsgründen um 25 % gemindert und das bilanzielle Eigenkapital entsprechend reduziert (2009-2011).

Strukturbilanz	31.12.2009		31.12.2010		31.12.2011		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2010	2011
Aktiva	395.937	*100,0*	418.574	*100,0*	461.547	*100,0*	5,7	10,3
Langfristige Vermögenswerte	255.935	*64,6*	252.518	*60,3*	252.848	*54,8*	-1,3	0,1
davon immaterielle Vermögenswerte	*136.426*	*34,5*	*140.030*	*33,5*	*138.992*	*30,1*	*2,6*	*-0,7*
Kurzfristige *Vermögenswerte*	140.002	*35,4*	166.056	*39,7*	208.699	*45,2*	18,6	25,7
davon Vorräte	55.508	*14,0*	68.082	*16,3*	90.400	*19,6*	22,7	32,8
davon Forderungen aus LL	57.210	*14,4*	80.336	*19,2*	95.352	*20,7*	40,4	18,7
davon liquide Mittel	20.742	*5,2*	8.546	*2,0*	15.345	*3,3*	-58,8	79,6
Passiva	395.937	*100,0*	418.574	*100,0*	461.547	*100,0*	5,7	10,3
Eigenkapital	-21.720	*-5,5*	-21.750	*-5,2*	145.901	*31,6*	0,1	-770,8
Langfristige Schulden	348.046	*87,9*	343.003	*81,9*	191.260	*41,4*	-1,4	-44,2
Kurzfristige Schulden	69.610	*17,6*	97.321	*23,3*	124.386	*26,9*	39,8	27,8
Finanzverbindlichkeiten	*319.543*	*80,7*	*316.604*	*75,6*	*180.907*	*39,2*	*-0,9*	*-42,9*

Die bereinigte Bilanzsumme ist im Analysezeitraum überwiegend durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeit auf € 461,6 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. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen nahmen im abgelaufenen Geschäftsjahr um € 38,1 Mio. auf € 95,4 Mio. zu. Im Vergleich zum Umsatz stiegen die kurzfristigen Vermögensgegenstände insgesamt jedoch nur unterproportional, sodass sich Debitoren- und Kreditorenlaufzeiten sowie Lagerumschläge verbesserten. Damit wirkte sich die vom Unternehmen im Zuge der Finanzkrise eingeleitete Reduzierung der Kapitalbindung auch in den Folgejahren positiv aus. Die langfristigen Vermögenswerte haben sich in den Jahren 2009 bis 2011 – absolut betrachtet – stabil entwickelt. Durch den zeitgleichen Anstieg der Bilanzsumme verringerte sich ihr Anteil im abgelaufenen Geschäftsjahr jedoch auf 54,8 %. Von wesentlicher Bedeutung für die Vermögensstruktur sind die immateriellen Vermögensgegenstände, die nach der 25 %-igen analytischen Bereinigung noch 30,1 % der Bilanzsumme ausmachen. Die immateriellen Vermö-

genswerte 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 vergangenen Geschäftsjahr durch das erwirtschaftete Jahresergebnis und insbesondere die Kapitalerhöhung im März 2011 (Bruttoemissionserlös: € 139,4 Mio.) auf € 145,9 Mio. Die Kapitalrücklagen nahmen dabei um € 139,2 Mio. auf € 245,6 Mio. zu. Die bereinigte Eigenkapitalquote stieg auf 31,6 %. Hierbei wirkte sich insbesondere die Tilgung von Bankdarlehen in Höhe von € 143,4 Mio. positiv aus, die aus dem Emissionserlös der Kapitalerhöhung finanziert wurde. Dadurch verringerten sich die Finanzverbindlichkeiten im Jahr 2011 um € 135,7 Mio. auf € 180,9 Mio. Dieser deutliche Rückgang der Finanzverbindlichkeiten war der wesentliche Grund für die bilanzielle Abnahme langfristiger Schulden. Im Zuge der Kapitalerhöhung wurde mit den Konsortialbanken eine Anpassung der bestehenden Kreditvereinbarungen geschlossen, die im abgelaufenen Geschäftsjahr zu besseren Finanzierungskonditionen bzw. günstigeren Zinsmargen führte. Die aktuellen Finanzierungsvereinbarungen mit einer Laufzeit bis September 2014 sehen Kreditlinien von insgesamt € 221,5 Mio. vor. Die langfristigen Schulden enthalten außerdem Pensionsrückstellungen in Höhe von € 14,8 Mio. In diesem Zusammenhang bestehen – unter den per 31. Dezember 2011 getroffenen Zins- und Renditeerwartungen – außerbilanzielle Deckungslücken in einer Größenordnung von € 33,5 Mio. Im Bereich der kurzfristigen Schulden erhöhten sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen durch die Ausweitung der Geschäftstätigkeit um € +16,1 Mio. auf € 86,0 Mio. Die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten nahmen stichtagsbezogen um € 4,9 Mio. ab.

In Abhängigkeit von der Höhe der Bereinigung der immateriellen Vermögensgegenstände (0 %, -25 %, -50 %) variiert die Eigenkapitalquote von 24,0 % bis 37,9 % und der Verschuldungsgrad von 46,3 % bis 62,5 %. Die Szenarioanalyse unterstreicht die Solidität der Kapitalstruktur. Selbst in einem extremen Szenario bei einem Abschreibungsbedarf von 50 % würden die Eigenkapitalquote und der Verschuldungsgrad noch gute bzw. schwach befriedigende Werte erreichen.

Zum 30. Juni 2012 belief sich die unbereinigte Bilanzsumme der SAF-HOLLAND S.A. auf € 563,8 Mio. Dies entspricht einem Anstieg von € +27,3 Mio. gegenüber dem Jahresabschluss 2011. Geschäftsbedingt erhöhten sich insbesondere die Vorräte (€ +4,4 Mio.), die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (€ +13,3 Mio.) sowie die sonstigen kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte (€ +2,0 Mio.). Die Zahlungsmittel stiegen um € +6,0 Mio. auf € 21,3 Mio. Das unbereinigte Eigenkapital überstieg mit € 207,7 Mio. den Vorjahresendwert von € 192,2 Mio. Die bilanzielle Eigenkapitalquote lag trotz der Zunahme in der Bilanzsumme mit 36,8 % über dem Niveau zum 31. Dezember 2011 (35,8 %). Im Rahmen der Finanzierung des Geschäftsfortgangs erhöhten sich die kurz- und langfristigen Schulden um insgesamt € +11,8 Mio. auf € 131,6 Mio. bzw. € 224,5 Mio. Die bilanzielle lang- und kurzfristige Finanzverschuldung nahm leicht um € +4,3 Mio. zu.

Vor dem Hintergrund der Kapitalerhöhung und der erzielten Jahresüberschüsse verfügte die SAF-HOLLAND S.A. zum Ende des Analysezeitraums über eine gute Kapitalstruktur, die auch in einem Szenario hoher Bereinigungen der immateriellen Vermögensgegenstände noch befriedigende Werte erreicht. Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen waren insgesamt befriedigend. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Zinsdeckungsrelationen im abgelaufenen Geschäftsjahr durch eine höhere unterjährige Fremdkapitalbasis zusätzlich belastet wurden.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow (T€)	2009	2010	2011
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	48.261	39.438	41.098
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-7.460	-7.177	-12.109
Free Cashflow (Summe)	40.801	32.261	28.989
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-28.422	-45.312	-22.344

Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit profitierte im Jahr 2009 unter anderem von Einmaleffekten im Rahmen der Reduzierung des Working Capital. In den Folgejahren normalisierte sich der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit. Im abgelaufenen Geschäftsjahr verbesserte sich der operative Cashflow nur geringfügig. Hierbei wurde die bessere Ertragskraft durch eine geschäftbedingt höhere Kapitalbindung im Working Capital nahezu kompensiert. Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit erhöhte sich im Jahr 2011 aufgrund verstärkter Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen und beendete damit die Phase der Zurückhaltung in den Vorjahren. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit fiel, durch die Kapitalerhöhung bei gleichzeitiger Rückführung kurz- und langfristiger Bankverbindlichkeiten sowie sonstiger Darlehen, negativ aus.

Zur laufenden Finanzierung stehen der SAF-HOLLAND S.A. Konsortialkredite bzw. Linien in Höhe von € 221,5 Mio. zur Verfügung, welche per 30. Juni 2012 mit € 178,3 Mio. in Anspruch genommen wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine halbjährliche Tilgungsleistung von jeweils € 5,8 Mio. im Mai und im November vereinbart wurde. Diese Finanzierungsvereinbarungen sind auf den 30. September 2014 befristet. Per Ende Juni bestanden freie Linien im Volumen von € 42,3 Mio. Unter Einbeziehung der liquiden Mittel belief sich die Gesamtliquidität per 30. Juni 2012 auf ca. € 64 Mio. Darüber hinaus kann das Unternehmen eine Factoringlinie im Volumen von € 20 Mio. in Anspruch nehmen. Vor dem Hintergrund der bestehenden Linien und der liquiden Mittel verfügt die SAF-HOLLAND gegenwärtig über eine gute finanzielle Flexibilität.

Durch den Anstieg der operativen Ertragskraft hat sich das Innenfinanzierungspotenzial im vergangenen Geschäftsjahr leicht verbessert. Der zur Verfügung stehende Finanzierungsrahmen und die zusätzlich zur strategischen Liquiditätsreserve gehaltenen Barmittel bieten eine gute finanzielle Flexibilität. Außerdem wurde durch die Refinanzierungsvereinbarungen mit den Konsortialbanken eine mittelfristige Sicherung der Finanzierung mit verbesserten Finanzierungskonditionen erreicht.

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.

Infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise ergab sich vor allem im Jahr 2009 ein massiver Rückgang der Produktionsmengen in der weltweiten Nutzfahrzeugindustrie. Insbesondere der Bereich schwerer Zugmaschinen und Sattelauflieger war von einem stark rückläufigen Gütertransportvolumen und einer Investitionszurückhaltung betroffen. Darüber hinaus bestanden überdurchschnittlich hohe Lagerbestände bei Herstellern und Händlern. Im weiteren Verlauf erfolgte 2010/2011 in den Hauptabsatzregionen Nordamerika (2010: +14,5 %; 2011: +30,0 %) und Europa (2010: +42,9 %; 2011: +21,6 %) ein rascher Wiederanstieg der Nachfrage vor allem durch Nachholeffekte. Da die Produktionsmengen von Zugmaschinen und Sattelaufliegern weitgehend korrelieren, betraf die positive Entwicklung beide Produktgruppen gleichermaßen.

Nach der Erholung der Weltwirtschaft erwartet der IWF in seinem aktuellen Ausblick (06/2012) für 2012 ein weltweites Wirtschaftswachstum auf reduziertem Niveau. Für die Euro-Zone werden Abwärtstendenzen erwartet (2011: 1,5 %; 2012: -0,3 %; 2013: 0,7 %). Die aktuelle konjunkturelle Entwicklung der Europäischen Union verlief in der ersten Jahreshälfte 2012 rückläufig (EU27: BIP -0,1 %, Eurostat). Die ungewisse konjunkturelle Entwicklung infolge der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise führt hier aktuell zu einer verhaltenen Investitionsbereitschaft. Für die USA werden die Wachstumserwartungen seitens des IWF positiver eingeschätzt (2011: 1,7 %; 2012: 2,0 %; 2013: 2,3 %). Risiken bestehen hier im Fehlen eines tragfähigen Plans zur Konsolidierung des US-Staatshaushalts.

Bezogen auf die erwarteten Produktionszahlen in der Nutzfahrzeugindustrie sehen wir für Europa in 2012 eine leicht rückläufige Entwicklung. Dagegen werden für die nordamerikanischen Märkte aufgrund anhaltender Nachholeffekte und einer insgesamt positiveren gesamtwirtschaftlichen Erwartungshaltung auch für 2012 positive Zuwachsraten erwartet.

Produktion mittlere/ schwere NFZ (Tsd. Einheiten)	Ist 2011	FC 2012	Veränderung zum VJ (%)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	CAGR (%) 2011-2018
Europa	645	621	-3,7	718	782	791	844	903	950	5,7
Nordamerika	453	508	12,1	550	583	613	588	572	632	4,9
Südamerika	282	205	-27,6	250	269	267	263	273	283	0,1
Asien	2.193	2.192	0,0	2.359	2.359	2.502	2.501	2.615	2.653	2,8
Rest der Welt	3	4	3,2	4	4	4	4	3	4	0,5
Gesamt	3.577	3.530	-1,3	3.880	3.997	4.177	4.200	4.366	4.523	3,4

Quelle: IHS Automotive, August 2012

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 +5,7 % bzw. +4,9 % (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 wichtige 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.

Das konjunkturelle Marktumfeld für Anbieter von Komponenten für Zugmaschinen und Sattelauflieger befindet sich nach hohen Zuwächsen in 2010/2011 aktuell auf einem für 2012 stabilen (Nordamerika) bis rückläufigen (Europa) Niveau. Aufgrund des weltweit ansteigenden Gütertransportvolumens sehen wir 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.

Strategische Ausrichtung

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
Trailer Systems und Powered Vehicle Systems ▪ profitables Wachstum durch das erwartete Marktwachstum und durch den Ausbau der nordamerikanischen Aktivitäten ▪ Erweiterung des Produktportfolios durch regionalen Technologietransfer ▪ Verstärkung der Differenzierung durch innovative Materialien und Nischenprodukte ***Aftermarket*** ▪ Ausbau des Vertriebs- und Servicenetzes ▪ Ausbau des Ersatzteilgeschäftes ▪ Vergrößerung des Ersatzteilportfolios durch die Einführung von Zweitmarken („Sauer Quality Parts“)	▪ Ausbau der Marktanteile in den Kernmärkten Europa und Nordamerika ▪ Ausbau der Marktpositionen in den BRIC-Staaten
Organisation	**Finanzen**
▪ laufende Optimierung der Produktions- und Logistikprozesse ▪ Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten ▪ laufende Optimierung der Einkaufsprozesse ▪ Selektive Prüfung von Akquisitionsmöglichkeiten	▪ fortgesetztes Umsatzwachstum auf Konzernebene ▪ Verbesserung der operativen Ertragskraft ▪ Erhöhung der Eigenkapitalquote 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) verteidigt 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 Achssysteme sollen vor dem Hin-

tergrund der bereits hohen Marktanteile in Europa vor allem Wachstumschancen in Nordamerika und in den BRIC-Staaten genutzt werden, in denen SAF-HOLLAND gegenwärtig über nur geringe Marktanteile und Produktionskapazitäten verfügt. Der Marktanteil in Nordamerika soll durch den Aufbau einer eigenen Achsproduktion sowie die Übertragung der in Europa gewonnenen Erfahrungen in der integrierten Achsproduktion mit Scheibenbremstechnologie (Technologietransfer) mittelfristig auf 30 % steigen. Hierbei will SAF-HOLLAND auch 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 %. 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. Aufgrund der technologischen Kompetenz in der europäischen Schreibenbremstechnologie und dem geplanten Kapazitätsausbau in Nordamerika ist SAF-HOLLAND für den erwarteten Strukturwandel in Nordamerika gut positioniert.

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 die Gewichtsreduzierung, erhöhte Modularisierung sowie die zunehmende Integration elektrischer und elektronischer Komponenten. Darüber hinaus 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. 50 %), dem ehemaligen Heimatmarkt von HOLLAND. Weitere Wachstumsmöglichkeiten sollen vor allem in Europa durch einen regionalen Technologietransfer und eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit der SAF-HOLLAND Verkehrstechnik erschlossen werden.

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 der positive Netzwerkeffekt vergrößert. In diesem Zusammenhang sollen die regionalen Vertriebsanstrengungen erhöht und das Angebot von Profilehrgängen und Schulungen ausgeweitet werden. Darüber hinaus soll das Ersatzteilsortiment durch die Einführung 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 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 Bruttomarge auf Konzernebene voranzutreiben und die Abhängigkeit von Konjunkturschwankungen zu vermindern.

Neben dem Ausbau der Marktanteile in Europa und Nordamerika strebt SAF-HOLLAND auch den Ausbau der Marktpositionen in den BRIC-Staaten an. Hierbei will das Unternehmen sein Produktangebot noch stärker auf die geringeren Qualitäts- und Sicherheitsanforderungen dieser Märkte abstimmen. Dadurch will SAF-HOLLAND dem aktuellen Bedarf dieser Länder besser entsprechen und sich zugleich die Option erhalten, mit diesen Märkten

qualitativ zu wachsen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere eine Verbesserung lokaler Produktportfolien im Bereich der Trommelbremssysteme geplant. Bedingt durch die hohe Wettbewerbsintensität in den BRIC-Staaten sind wir jedoch skeptisch, ob die geplante Expansion in diesen Staaten mittelfristig gelingen wird.

SAF-HOLLAND ist als Matrixorganisation in drei Geschäftssegmente auf der objektbezogenen Ebene und gruppenübergreifende Funktionsbereiche auf der verrichtungsbezogenen Ebene aufgebaut, die insgesamt von Herrn Detlef Borghardt verantwortet werden. Auf der Ebene der drei Geschäftssegmente *Trailer Systems*, *Powered Vehicle Systems* und *Aftermarket* werden die weltweiten Zuständigkeiten, u. a. Einkauf, Vertrieb, Produktion, Logistik etc. mit voller Ergebnisverantwortlichkeit der jeweiligen Leiter zusammengefasst. Durch die Bildung dieser Geschäftssegmente sollen eine starke Produktfokussierung und Kundenorientierung erreicht sowie schnelle, flexible Entscheidungen ermöglicht werden. Diese Struktur begünstigt zudem den angestrebten Technologietransfer, das heißt die Übertragung bewährter regionaler Produkteigenschaften und Innovationen auf andere geografische Märkte. In diesem Zusammenhang ist auch die direkte Einbindung der Geschäftssegmentsleiter in das Management Board vor großer Bedeutung. Wichtige gruppenübergreifende Funktionsbereiche werden von Herrn Wilfried Trepels verantwortet. Hierzu gehören neben dem Bereich Finanzen vor allem die Personalbereiche in Europa und Nordamerika.

SAF-HOLLAND hat eine starke internationale Ausrichtung und verfügt weltweit über 16 Produktionsstätten, unter anderem in den USA, Kanada, Deutschland, Australien, Brasilien, China und Indien. Anpassungsmöglichkeiten der Produktionskapazitäten bestehen u. a. durch Arbeitszeitkonten und den Einsatz befristeter Arbeitsverträge und Leiharbeitskräfte (ca. 20 % der Belegschaft). Im Produktionsbereich hat SAF-HOLLAND S.A. durch vertikale Integration und eine geringe Wertschöpfungstiefe eine gute Flexibilität, um auf Nachfrageschwankungen zu reagieren. Zunehmende Risiken entstehen unseres Erachtens durch Engpässe bei der Personalbeschaffung von Fachkräften und eine zunehmende Fluktuation in Deutschland.

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. 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. in weiter steigenden Rohstoff- und Energiekosten, in der Zunahme des Preisdrucks und der Wettbewerbsintensität, durch mögliche Qualitätsprobleme, die zum Verlust des Kundenvertrauens führen können, Produkthaftungsrisiken sowie Entwicklungs- und Kalkulationsrisiken.

Durchführung des Ratings

Der vorliegende Bericht stellt eine verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 24. September 2012 dar. Maßgeblich für die Begründung der Ratingnotation ist der ausführliche Ratingbericht, der dem Unternehmen vorliegt und der von der Euler Hermes Rating Deutschland GmbH nicht veröffentlicht wird.

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 22. August 2012 durch die SAF-HOLLAND S.A. (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 05. bis 06. September 2012 statt. Am 27. September 2012 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 24. September 2012 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, 27. September 2012

Analysten

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

Ratingkomitee

Gundel Bergknecht, Senior Analystin
Holger Ludewig, Senior Analyst

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2009, 2010, 2011
- 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 2012

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 2012