

Creditreform Rating-Summary zum Unternehmensrating

Informationstableau

Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (Konzern)		Rating: BB-	PD 1-jährig: 2,00%
		Erstellt am:	05.02.2014
Creditreform ID:	3150208663	Gültig bis max.:	04.02.2015
Geschäftsführer:	Dr. Hubertus Bartsch (geschäftsführender Gesellschafter) Peter Scholz	Mitarbeiter: (Ø 2012)	441
		Umsatz: (2012)	rd. 65,5 Mio. €
(Haupt-)Branche:	Herstellung von Lagern, Getrieben, Zahnrädern und Antriebsselementen		

Hinweis:

Zu dieser Rating-Summary wird der Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (Konzern) ein umfassender Ratingbericht inkl. Zertifikat ausgehändigt. Dieser enthält umfassende Informationen zum Rating des Unternehmens. Bei Unstimmigkeiten ist der Ratingbericht maßgeblich. Eine Veröffentlichung der Inhalte des Berichts von Seiten der Creditreform Rating AG ist ausgeschlossen.

Zusammenfassung

Die Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH (Konzern) (die NZWL) ist als Zulieferer von Getrieben, Getriebekomponenten und Teilen von Antriebssträngen vorwiegend für die Automotiv-Industrie tätig und hat sich hier zu einem anerkannten Partner (insb. für die VW-Gruppe, ca. 70% Umsatzanteil) entwickelt. Eine der wichtigen Produktgruppen der NZWL sind Teile für sog. Doppelkupplungs-/Direktschaltgetriebe (DSG). Im Geschäftsjahr 2012 erzielte der Konzern mit durchschnittlich 441 Mitarbeitern (davon 52 in der Slowakei) Umsatzerlöse i.H.v. 65,5 Mio. € (Vj. 57,5 Mio. €), ein EBIT i.H.v. 4,1 Mio. € (Vj. 3,2 Mio. €) und einen Jahresüberschuss i.H.v. 2,7 Mio. € (Vj. 1,9 Mio. €).

Basis: Konzernabschluss 2012 (HGB)	Strukturbilanz (Konzern)	
	2012	2011
Bilanzsumme	35.239,6 T€	33.627,4 T€
Eigenkapitalquote	25,08%	17,81%
Umsatz	65.456,8 T€	57.464,0 T€
EBITDA	9.127,2 T€	8.345,9 T€
EBIT	4.064,5 T€	3.239,3 T€
Jahresergebnis/EAT	2.740,5 T€	1.894,0 T€
Gesamtkapitalrendite	10,97%	9,42%
Umsatzrendite	4,49%	3,42%
Cashflow zur Gesamtleistung	11,87%	12,04%

Mit dem vorliegenden Rating wird der NZWL eine befriedigende Bonität attestiert, die im Vergleich zur Gesamtwirtschaft einer durchschnittlichen und zur Branche einer leicht unterdurchschnittlichen Beurteilung entspricht.

In unsere Ratingeinschätzung haben wir die geplante Anleihe i.H.v. bis zu 25 Mio. € berücksichtigt. Ebenfalls haben wir die Ausreichung eines Darlehens von 15 Mio. € an die Schwestergesellschaft Neue ZWL Zahnradwerke Leipzig International GmbH (die NZWL International) sowie die damit zu erwartenden bilanzstrukturellen Veränderungen und Risiken einbezogen. Bei einer Verwirklichung der Anleihe besteht Spielraum hinsichtlich der Umsetzung der strategischen Expansions- und Diversifikationsvorhaben, bei dem wir die Chancen für ein profitables Geschäftswachstum anerkennen, das zu einem nachhaltigen Ergebniserfolg führen kann.

Die gute Positionierung in wichtigen Geschäftsfeldern (insb. Doppelkupplungsgetriebe) und bei den maßgebli-

chen Kunden (insb. bei VW) sowie die damit verbundenen Chancen, die sich aus der strategischen Anbindung an den Hauptkunden VW und das zu erwartende Marktpotenzial im Bereich Doppelkupplungsgetriebe ergeben, werten wir positiv. Die auf Expansion und Diversifikation ausgerichtete Strategie erachten wir für das hier beurteilte Ratingobjekt als plausibel und konsequent.

Die nach der Anleiheemission zu erwartende Verschlechterung der Financials sowie die Finanzierungsfunktion und die damit verbundenen Risiken, welche die NZWL durch die geplante Ausreichung von 15 Mio. € an den Schwesterkonzern eingeht, begrenzen in Verbindung mit darüber hinausgehenden möglichen Planabweichungen die aktuelle Bonitätseinschätzung, auch wenn die gemeinsame Muttergesellschaft eine Verpfändung von 50% der Anteile an der NZWL International zugunsten der NZWL vorsieht¹. Der NZWL ist es wegen der guten und aussichtsreichen Marktstellung sowie des Produktportfolios und der engen Anbindung an wenige OEM in den letzten Jahren gelungen, einen positiven Track-Record hinsichtlich einer hinreichenden Profitabilität vorzuweisen. Der Einstieg (Start-up) in den chancenreichen chinesischen Markt beinhaltet diverse Erfolgsrisiken, die zu Ergebnis- und Finanzrisiken auch bei der NZWL von aktuell bis zu 15 Mio. € führen können. Dämpfend wirken sich auch, neben der Tätigkeit in einer konjunkturell sensiblen und wettbewerbsintensiven Branche, die weiterhin hohen Umsatzanteile einzelner Kunden aus.

Unternehmensstruktur

Die NZWL ist ein primär für deutsche Automobilproduzenten tätiges, von einem der Inhaber geführtes, mittelständisches Unternehmen, das sein Geschäft im Wesentlichen mit Produkten für die Antriebstechnik, insbesondere Getrieben und Getriebekomponenten generiert. Zum Konzern gehört ein Produktionsbetrieb in der Slowakei. Gesellschafter der Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH ist zu 100% die Liebertwolkwitz Beteiligungs GbR, Thale. Bezüglich der dort Beteiligten verweisen wir auf den Ratingbericht. Nach Darstellung der Geschäftsführung der Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH bleibt der Gesellschafterkreis der GbR stabil.

Auf Grundlage der Erläuterungen des Managements sehen wir die Konzernstruktur als zweckmäßig an. Die von den Kunden geforderte Kosteneffizienz sollte danach zu gewährleisten sein. Den Konzern halten wir aufgrund seiner Produkte, Ausrichtung sowie bei plangemäßigem Wachstum für grundsätzlich zukunftsfähig. Eine weitere Internationalisierung der Produktion und des Geschäfts sehen wir als wichtige strategische Maßnahmen an. Insofern erscheint die Strategie, einen Produktionsbetrieb in China zu etablieren, auch mit Blick auf eine nachhaltig stabile Kundenbeziehung bei der NZWL als sinnvoll. Insgesamt erscheinen uns die anstehenden strukturellen Veränderungen, vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen und der Positionierung der NZWL, auch mit Blick auf die Chancen, plausibel und folgerichtig.

Organisation

Die NZWL weist eine angemessene Organisation auf. Funktional halten wir die Einteilung von dezentralen und zentralen Funktionen für grundsätzlich sinnvoll. Der Konzern ist bestrebt, die Organisation wegen des angestrebten Wachstums, dem Margendruck und der Strategie weiter zu optimieren, was durch eine Erweiterung der Produktion in der Slowakei aber auch nach China, einem der wichtigen Zielmärkte der Hauptkunden, erfolgen soll. Letzteres geschieht jedoch außerhalb des hier betrachteten Konzerns. Allerdings gehen wir davon aus, dass insbesondere wesentliche organisatorische und administrative Funktionen auch für den Schwesterkonzern, zumindest vorerst, von Seiten der NZWL bereitgestellt werden.

Bezogen auf die Unternehmensgröße und die Positionierung sehen wir die Struktur und Organisation der NZWL als zufriedenstellend an. Vor dem Hintergrund des angestrebten konzerninternen und -externen Wachstums können allerdings weitere organisatorische und personelle Anpassungen erforderlich werden.

Management und Mitarbeiter

Die Geschäftsführung der NZWL besteht aus Herrn Dr. Hubertus Bartsch (CEO, 69 Jahre) und Herrn Peter Scholz (COO, 55 Jahre). Herr Scholz ist am 08.04.2013 aus der zweiten Managementebene in die Geschäftsführung der NZWL eingetreten. Die Geschäftsführung wird durch drei Gesamtprokuristen unterstützt. Die Mit-

¹ Die restlichen 50% sollen den Anleihegläubigern direkt als Sicherheit dienen.

glieder der Geschäftsführung bzw. der -leitung gehören seit vielen Jahren dem Unternehmen an. Die personelle Struktur des Managements trägt u.E. damit zur Sicherung der Kontinuität in der Unternehmungsführung bei. Nach unserer Einschätzung verfügen die Geschäftsführer über die notwendigen betriebswirtschaftlichen und technischen Kenntnisse, um die NZWL erfolgreich zu führen und ist damit in der Lage, die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmensgruppe erfolgreich zu gestalten. Als Ergänzung zum Management arbeitet das Unternehmen langjährig mit einer externen Beratungsgesellschaft zusammen.

Zum Zeitpunkt der Analyse vor Ort wurden im Konzern angabegemäß rd. 560 Personen (inkl. Leiharbeiter) beschäftigt. Wie die Mitglieder der ersten und zweiten Führungsebene zeichnen sich auch die Mitarbeiter der Stammebelegschaft der NZWL durch langjährige Betriebszugehörigkeit aus. Um die Personalkosten zu flexibilisieren sind bei der NZWL branchenübliche Elemente wie Zeitkonten, befristete Arbeitsverträge und Leiharbeit im Einsatz. Derzeit werden aber auch Mitarbeiter für den Standort in China ausgebildet (Grundmannschaft). Dieser Zusatzaufwand hat ebenfalls einen wesentlichen Beitrag zur Personalkostensteigerung. Eine Herausforderung wird es auch weiterhin sein, im Rahmen des Wachstums qualifiziertes Fachpersonal für die sich an verschiedenen Orten gelegenen Produktionsstätten zu finden.

Produkte und Markt

Die NZWL produziert als Modul- und Komponentenlieferant in der Antriebstechnik vor allem Getriebe und Getriebeteile für Unternehmen der Automobilindustrie sowie deren Zulieferer. Im Bereich Getriebeteile gehören Zahnräder und Rädertriebe, Synchronisierungen und Wellenpakete zum Sortiment. Im Bereich Module produziert das Unternehmen Getriebe, Teilgetriebe und Spezialgetriebe. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Umsatzverteilung der einzelnen Produktgruppen:

Umsatz und Anteile	Produktgruppen		
	Synchronisierungen (Groß-Serie)	Einzelteile und Baugruppen (Klein-Serie)	Getriebe (Montage)
Umsatz in Mio. € 2012:	45	9	11
in % am Gesamtumsatz	69,2%	13,8%	16,9%

Den Großteil des Umsatzes realisiert die NZWL mit großen Serien bei Synchronisierungen für DSG-Getriebe des Volkswagen-Konzerns. Der Erhöhung des Wirkungsgrads bei Antriebssystemen soll weiterhin im Produktstrategiefokus des Volkswagen-Konzerns (OEM) stehen, um effizientere und sparsamere Volumen-Modelle anbieten zu können. Die Großserienproduktion dieser Teile setzt die Anschaffung von teilweise spezialisierten Maschinen voraus, was die Markteintrittsbarrieren für potentielle Mitbewerber erhöht. Gegenüber dem OEM als Kunden ist das Unternehmen als Preisnehmer mit wenig bis keiner Verhandlungsmacht zu betrachten. Zwar besteht für den OEM eine gewisse/temporäre Abhängigkeit von den in einer bestimmten Menge, Qualität und Liefertreue produzierten Serienteilen, jedoch werden zumeist zwei oder mehr Lieferanten vorgehalten um somit ggf. substituieren zu können und etwaige Wechselkosten und -risiken für den Automobilproduzenten zu minimieren. Allerdings ist NZWL bei den meisten Produkten Single Source. Angebotsseitig sieht sich die NZWL insgesamt einer überschaubaren Anzahl von teils (finanz-)starken Wettbewerbern gegenüber (Schaeffler, GETRAG, ZF, Hörbiger).

Im Bereich Einzelteile und Baugruppen werden vor allem kleine Serien von Getriebeteilen wie Wellen oder Zahn-, Schalt-, Stirn- und Pumpenantriebsrädern sowie Teile für Motorensteuerungen (Nockenwellenversteller, Stirnräder) produziert. Wichtigste Kunden in diesem Segment sind Daimler, die ZF-Gruppe und Hilite. Komplettgetriebe werden ebenfalls nur in Kleinserie produziert, wobei hier Karsan und Multicar als wichtigste Kunden zu nennen sind. Für die Produktionen in kleineren und mittleren Serien lohnt sich der Aufbau von spezialisierten Produktionslinien, aufgrund der geringen Volumina, meistens nicht. Hier bietet die NZWL das notwendige technische Know-how und die Kapazitäten, um diese Serien mit einem vergleichsweise geringen Anteil von automatisierten Arbeitsschritten zu fertigen.

Wie in der oben stehenden Tabelle zu sehen, generiert das Unternehmen das Hauptvolumen der Umsätze jedoch durch Aufträge im Großserienbereich. Diesen liegen Rahmenverträge zugrunde, bei denen der Abnahmepreis im Voraus fixiert und eine Mindestproduktionskapazität +/-15% Flexibilität vereinbart wurde. Der

Rahmenvertrag garantiert der NZWL somit einen fixen Abnahmepreis, jedoch keine Mindestabnahmemenge der jeweiligen Produkte. Sollten die Abrufmengen der in den Rahmenverträgen genannten Produkte die 15% Flex-Menge über- oder unterschreiten, können die Konditionen neu verhandelt werden. Überwiegend ist das Unternehmen angabegemäß Exklusivlieferant für die betreffenden Produkte. Tätigkeiten als Bearbeiter und Dienstleister werden nur in Ausnahmefällen für Hauptkunden angenommen, wenn es bei den Hauptkunden zu temporären Engpässen in der Fertigung kommt. Der Anteil in den ersten 9 Monaten 2013 war kleiner als 3% vom Umsatz. Laut Managementangaben verfügt die NZWL für den überwiegenden Anteil der produzierten Teile über „life-time-Vereinbarungen“, was dem Unternehmen auch die Produktion von Ersatzteilen sichert und somit langfristig wirkt.

Mit der Herstellung von mechanischen Komponenten für Getriebe in Großserie sowie Getriebemodulen in Kleinserien ist das Unternehmen sehr stark von der Automobilbranche abhängig. Das Produktportfolio der NZWL ist somit als wenig diversifiziert zu betrachten. Erwartungsgemäß besteht im Unternehmen keine wesentliche eigene F&E-Abteilung zur Entwicklung neuer Produkte, da die Produktspezifikationen in den Produktionen vom Kunden zumeist vorgegeben werden. Hierbei finden jedoch regelmäßig Entwicklungen bei der Optimierung der Produktionsprozesse statt, die in Zusammenarbeit mit dem jeweiligen Kunden, Maschinenlieferanten oder mit Hilfe externer Dritter erfolgen.

Der weltweite Automobilmarkt zeigte sich im Jahr 2012 und auch 2013 in stabiler Verfassung (siehe Aktuelle Geschäftsentwicklung und Ausblick). Insgesamt erwartet der VDA auch für 2014 durch das starke Wachstum in Fernost eine positive Marktentwicklung. Die ersten Zahlen für Deutschland vom Januar 2014 stimmen optimistisch. Für das Jahr 2014 erwartet der VDA insgesamt eine Steigerung des Weltmarktes von +3%. Aufgrund des starken Exportanteils deutscher Automarken (mehr als 3 von 4 in Deutschland produzierter Autos werden exportiert), sind diese vom Rückgang der Nachfrage auf den europäischen Märkten weniger betroffen als Marken mit einem Fokus auf den Absatzmarkt Europa. Im Geschäftsbereich Getriebe ist die NZWL mit ihren Komplettmontagen von Getrieben in Kleinserie u.a. auch von der Entwicklung der Nutzfahrzeugbranche beeinflusst. Dieser Markt zeigte sich zuletzt verhalten.

Ein weiterhin hoher und stabiler Wertschöpfungsanteil von 75 % entfällt auf die Zulieferbetriebe. Ihr Umsatz in den ersten neun Monaten des Jahres 2013 betrug rd. 52 Mrd. EUR und entsprach dem Vorjahresniveau. Allerdings attestiert der VDA der Branche eine weiter zunehmende Wettbewerbsintensität und Internationalisierungsdruck. So folgen die Zulieferer zusehends den Herstellern mit einer eigenen Fertigung in die Wachstumsregionen. Das zunehmende Single-Sourcing der Einkaufsabteilungen bewirkt zudem eine starke Integration der Zulieferer in die Wertschöpfungskette der Automobilhersteller. Meist werden dazu langfristige Lieferverträge geschlossen, die sich teilweise über den ganzen Lebenszyklus des Modells erstrecken. Diesen Trend erachten wir für die Branche zunächst als positiv, weil hierdurch Abhängigkeiten der Hersteller zu ihren Zulieferern steigen und Wechselkosten erhöht werden. Jedoch sind die Zulieferer ebenfalls auf Anschlussverträge für nachkommende Produktionen angewiesen, was die Verhandlungsmacht wiederum deutlich einschränkt und insgesamt die Abhängigkeiten verstärkt. Ein wachstumshemmendes Element für die Branche könnte die zunehmende Tendenz von protektionistischen Handelsbeschränkungen sein. Außer den tarifären ist das Aufkommen von nicht-tarifären Maßnahmen steigend.

Im Wettbewerbsumfeld und der Wettbewerberstruktur sehen wir grundsätzlich eine große Konkurrenz, die sich in einem allgemeinen Preis- und Innovationsdruck widerspiegelt. Aufgrund der trend- und marktkompatibel eingeschätzten Technologien und der gefestigten Einbindung in die kundenbezogene Wertschöpfungskette, sehen wir die NZWL insgesamt als wettbewerbsfähig. Bei einzelnen Produktgruppen bestehen derzeit Wettbewerbsvorteile. Wegen der zunehmenden Technologieintensität in den wählbaren Ausstattungsvarianten der PKW-Hersteller (z.B. diverse Assistenzsysteme) sehen wir in Bezug auf den Endkunden und dessen Ausstattungswahl auch einen Wettbewerb mit den Herstellern dieser Systeme für den Bereich Automatikgetriebe gelegen. Insgesamt ist das Wettbewerbsumfeld weiterhin von deutlichen Umbrüchen, Marktverschiebungen, kürzeren Zyklen, hohem Innovations- und Preiswettbewerb sowie durch Konsolidierungstendenzen geprägt. Die Strategie, der Globalisierung der Automotive-Branche zu folgen erscheint zwar einerseits notwendig und grundsätzlich sinnvoll, allerdings ist dieser Prozess gleichzeitig mit Wachstumsrisiken verbunden.

Strategiekonzepte

Die Strategie der NZWL ist grundsätzlich auf Wachstum ausgerichtet. Die Strategie des Konzerns ist stark an den Vorhaben und den seitens der OEM angetragenen Erfordernissen orientiert. Diese wiederum sind wesentlich geprägt durch den Mega-Trend der Globalisierung und der erforderlichen weltweiten Präsenz der deutschen OEM, dem wirtschaftlichen Aufschwung in neuen Märkten (insb. BRIC) sowie einem steigenden Rationalisierungsdruck.

NZWL plant diese nach den vorgelegten strategischen Konzepten zu nutzen. In den letzten Jahren hat sich NZWL deshalb von einem Lieferanten für Kleinserien auch zum Großserienproduzenten fortentwickelt. Die damit verbundenen Schwierigkeiten und Investitionserfordernisse haben das Ergebnis in der Vergangenheit belastet. Nunmehr möchte sich die NZWL vom spezialisierten Teilelieferant, insbesondere für den Bereich Doppelkupplungsgetriebe, zu einem Lieferant von Teilsystemen bis hin zu Komplettsystem und Systemvarianten fortentwickeln um damit den Anteil an der Wertschöpfung erhöhen. Die Konzentration auf den Outsourcing Trend der OEM und das damit potenziell verbundene Neugeschäft verringert den direkten Verdrängungswettbewerb für zusätzliches Geschäft. Quantitativ wird der größte Wachstumsbeitrag bei Teilen für Doppelkupplungsgetriebe erwartet. Hier rechnet das Management in den nächsten Jahren mit deutlich über dem allgemeinen Markt liegenden Wachstumsraten. In diesem Bereich ist das Unternehmen insbesondere beim Hauptkunden (VW-Gruppe) gut etabliert.

Neben den Chancen, als etablierter Zulieferbetrieb am Technologie- und Globalisierungserfolg der Hauptkunden, insbesondere VW und Daimler, partizipieren zu können, liegen die Risiken der Strategie in der hohen Kundenfokussierung und den damit verbundenen Klumpenrisiken. Das Unternehmen verstärkt mit der Strategie seine hohe Abhängigkeit von den wesentlichen OEM. Eine Herausforderung ist, den vielfältigen Anforderungen dieser auch langfristig entsprechen zu können. Hierzu waren und sind auch weiterhin erhebliche Investitionsvolumina erforderlich. Die vorgesehene Platzierung einer Unternehmensanleihe dient als komplementäres Strategieelement, um die Finanzierung der Gesamtstrategie gewährleisten zu können. Strategie- oder Verhaltensänderungen der Hauptkunden und Konjunkturschwankungen könnten die NZWL damit deutlich stärker treffen. Ein Duplikat der Großserienproduktion in Leipzig in China (Tianjin) zu errichten erfolgt ausschließlich im Kontext der Globalisierungsstrategie von Volkswagen. Dies und die damit abzuschließenden langfristigen Aufträge festigt die strategische Zusammenarbeit mit dem OEM. Für ein Unternehmen von der Größe der NZWL halten wir dieses Vorgehen bei der Internationalisierung für sinnvoll. Trotzdem werden damit andererseits auch die Abhängigkeit vom größten Kunden und die damit verbundenen Nachteile weiter gefestigt. Die Internationalisierung in Wachstumsmärkte erhöht zwar langfristig die räumliche und konjunkturelle Diversifizierung, allerdings findet dies abseits des hier betrachteten Ratingobjektes statt. Zwar verringert dies auch die direkten Markt- und Investitionsrisiken sowie die bilanziellen Risiken für die NZWL, über die hohe Kapitalbereitstellung von bis zu 15 Mio. € für den Schwesterkonzern zzgl. eventueller weiterer Anforderungen, verbleiben jedoch mittelbar erhebliche Ergebnis- und Finanzrisiken beim Ratingobjekt, was eine dämpfende Wirkung auf die Ratingeinschätzung ausübt.

Rechnungswesen und Controlling

Die Rechnungslegung des Konzerns erfolgt nach den Regelungen des HGB. Die Einzelabschlüsse der ausländischen Tochtergesellschaften richten sich nach den jeweiligen landesrechtlichen Regelungen. Im Rechnungswesen wurde bislang auf übliche EDV-technische Systemlösungen zurückgegriffen. In 2013 wurde mit der Umstellung auf SAP Version 6.0 begonnen und Teilbereiche der Buchführung überführt. Der Prozess ist angabegemäß weit vorangeschritten. Als unterjähriges Steuerungsinstrument dienen betriebswirtschaftliche Auswertungen mit Planvergleichen, die monatlich erstellt werden können. Abweichungsanalysen und Erläuterungen runden das Reporting ab. Das monatliche Reporting umfasst dabei zusätzlich einen Liquiditätsstatus bzw. einen Bankenspiegel. Insgesamt erachten wir das Rechnungswesen und Controlling mit Blick auf die laufenden Verbesserungsmaßnahmen für hinreichend differenziert. Der Bereich wurde zuletzt auch personell verstärkt. Vor dem Hintergrund des Geschäftswachstums und der Internationalisierung eine sinnvolle Maßnahme. Das zunehmend komplexere Feld des (quasi) Beteiligungscontrollings sollte dabei ausgebaut werden.

Finanzen

Die NZWL verfügt über eine integrierte Planungsrechnung inkl. Finanzplanung für das 4. Quartal 2013 sowie die Folgejahre 2014 bis 2020. Danach verfügte das Unternehmen für die letzten Monate des Geschäftsjahres

2013 über ausreichend finanzielle Spielräume, was sich anhand der vorläufigen Bilanz und dem Bankenspiegel zum 31.12.2013 zu bestätigen scheint. Allerdings würden nach der Darstellung die liquiden Mittel durch die Rückführung der PREPS-Mittel im März 2014 weitgehend ausgereizt. Die Rückführung der Mezzanine Mittel (Genussrechtskapital) soll allerdings im Zuge der Anleiheemission im März 2014 fristgerecht erfolgen. Im selben Monat soll eine erste Tranche von 9 Mio. € und eine 2. Tranche über 6 Mio. € im August 2014 an die Schwestergesellschaft als Darlehen ausgereicht werden. Im Darlehensvertrag zwischen der NZWL und der NZWL International ist ein Zinssatz von 8% angegeben, der damit den geplanten Zinssatz der Anleihe (7,50%) leicht übersteigt. Ein wesentlicher Risikoaufschlag wäre damit jedoch nicht verbunden². Sollte die Platzierung der Anleihe nicht den gewünschten Emissionserfolg mit sich bringen, ist die sich daraus ableitende Finanzplanung zu überprüfen. Der ursprünglich Anfang 2014 fällige Investitionskredit der Hausbank über 3,0 Mio. € wurde bis Januar 2015 prolongiert. Derzeit ergeben sich damit keine Hinweise auf einen unmittelbaren Liquiditätsengpass. Die Platzierung der Anleihe ist bei zusätzlicher Berücksichtigung der vereinbarten Factoring-Linie für die NZWL in genannter Größenordnung derzeit nicht erforderlich, mit Blick auf die beabsichtigte Finanzierung des Schwesterkonzerns hingegen notwendig.

Die Gesellschaft finanzierte sich zum 30.09.2013 nach den originären Zahlen des Konzern-Zwischenabschlusses zu rd. 23,5% aus dem Eigenkapital. Die verzinsliche Finanzierung (Genussrecht, Banken, Mietkauf und Stille Beteiligung) belief sich auf rd. 19,6 Mio. €. Dem stand ein Barvermögen von lediglich 26,3 T€ gegenüber. Das EBITDA betrug nach 9 Monaten rd. 7,9 Mio. €. Während der insbesondere weitgehend nachvollziehbare Anstieg des Anlagevermögens von rd. 3,1 Mio. € zur Vorjahresperiode unkritisch erscheint, bleibt der Anstieg des Umlaufvermögens um 3,5 Mio. € zu beobachten. Hier spielen der Umsatzanstieg aber auch wieder verlängerte Zahlungsziele der Kunden eine Rolle. Durch die nunmehr erweiterte Factoring-Linie von 12,5 Mio. € sollte diese Position aus finanzieller Sicht aber beherrschbar sein. Zum 30.09.2013 hat das Unternehmen das Factoring angabegemäß zu 1,8 Mio. € in Anspruch genommen. Die vorläufigen Werte zum 31.12.2013 zeigen, dass sich die Position Kundenforderungen verringert hat.

Neben den bilanzierten Verbindlichkeiten des Konzerns zum 30.09.2013 (davon 12,2 Mio. € ggü. Kreditinstituten), sind auch die Off-Balance-Verbindlichkeiten zu berücksichtigen. Diese beliefen sich für Leasingverpflichtungen auf 1,6 Mio. € sowie für Bestellobligo für Investitionen auf rd. 3,0 Mio. €.

Prospektiv ist zu berücksichtigen, dass die für März 2014 geplante Anleiheemission mit einem Volumen von bis zu 25 Mio. € und einer aktuell geplanten Laufzeit von 5 Jahren, trotz der teilweisen Verwendung zur Ablösung von anderen Finanzfazilitäten (3,5 Mio. €), die Verschuldung des Ratingobjektes deutlich erhöhen und die Bilanzarithmetik verändern wird. Kurzfristig ergibt sich trotz der Weiterreichung von 15 Mio. € an das Schwesterunternehmen eine verbesserte Liquidität. Wegen der vorläufigen Zuordnung zum mittelfristigen Fremdkapital werden sich wichtige Kennzahlen, wie die Eigenkapitalquote, das Net Debt zu EBITDA und die Entschuldungsdauer sowie der Anlagendeckungsgrad negativ entwickeln, wobei die Investition in das Finanzanlagevermögen (Start-up) von geplanten 15 Mio. € im Gegenzug einen weiteren dämpfenden Effekt ausüben. Da wegen der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung die NZWL und die NZWL International nicht konsolidiert werden, bleibt das Ratingobjekt vorerst von negativen Ergebnisentwicklungen des Start-Up verschont. Mittel- bis langfristig könnten bei einer unplanmäßigen Entwicklung jedoch finanzielle und ergebnisbezogene Effekte auf das Ratingobjekt wirken. Die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität der NZWL wird somit in den nächsten Geschäftsjahren nicht nur von einer eigenen stabilen/plangemäßen bzw. weiter wachstumskonformen Ertragssituation abhängig sein, sondern auch vom Erfolg des Schwesterkonzerns beeinflusst werden. Die bereits weiter oben beschriebenen Chancen wirken auf die NZWL dabei allenfalls indirekt, Ertrags- und Finanzrisiken jedoch mitunter direkt. Zudem ist nach unserem Informationsstand das Projekt „China“ noch nicht final durchfinanziert. Es bestehen zwar Absichtserklärungen wichtiger Finanzpartner und Garantiegeber, finale Schriftstücke und Konditionen liegen uns hierzu jedoch noch nicht vor. Hierzu und zu weiteren Aspekten das Finanzmanagement betreffend, verweisen wir auf den Gliederungspunkt „Aktuelle Geschäftsentwicklung und Ausblick“.

Da die Investitionen der NZWL bis 2019 (rd. 25,7 Mio. €) plangemäß deutlich unterhalb der kumulierten Abschreibungen (rd. 32,1 Mio. €) liegen, leitet sich hieraus eine wesentliche Komponente für die Wachstumsfinanzierung und Bedienung von Finanzverbindlichkeiten ab.

² Angabegemäß entspricht dies den für China zu beachtenden Höchstzinsen gemäß Devisen- und Steuerbestimmungen.

Risikomanagement

Durch eine umsichtige Geschäftsführung wurde dem Risikogedanken in der Vergangenheit entsprochen. Derzeit wird ein EDV-gestütztes Risikomanagementsystem aufgebaut. Vor dem Hintergrund des Geschäftswachstums, dem zunehmend vielschichtigen Geschäft und der Entwicklung der Rahmenbedingungen halten wir dies für eine sinnvolle Maßnahme.

Insbesondere bestehen Risiken aufgrund der weitgehenden Abhängigkeit der NZWL von der Automobilbranche bzw. die Konzentration auf wenige, teils einflussreiche Kunden. Diese Abhängigkeit könnte sich in den kommenden Jahren zunächst weiter erhöhen. Bei einem mindestens plangemäßen Verlauf der Geschäftsentwicklung des Ratingobjektes und der Schwestergesellschaft wäre mitunter langfristig eine Verringerung der Abhängigkeit möglich. Die Erreichung einer entsprechenden Unternehmensgröße erscheint hierzu notwendig. Es darf aber insgesamt nicht übersehen werden, dass gerade auch die Automobilbranche ausgesprochen konjunkturabhängig ist und sich daraus resultierende Risiken in der Zulieferindustrie und somit auch bei der NZWL verstärken können.

Die Aufnahme einer Anleihe von bis zu 25 Mio. € und die Weiterreichung eines wesentlichen Teils dieser Mittel an das Schwesterunternehmen (quasi Start-Up) beinhaltet nach unserer Meinung beachtenswerte Risiken.

Es bestehen zudem diverse Finanzrisiken, die sich aus längeren Zahlungszielen sowie aus Zahlungsverzögerungen seitens der Kunden ergeben können. Auch wenn über die Factoringlinie ein Teil der offenen Kundenforderungen bereits frühzeitig liquiditätsmäßig wirksam wird, so verbleibt doch ein Anteil, der die Konzernliquidität bindet. Hinzu kommt eine nach wie vor hohe Konzentration im Hinblick auf Umsatz- und Forderungsvolumina auf einzelne, große Kunden. Kurzfristig endfällige Finanzmittel die mitunter durch eine Anleiheplatzierung zu decken sind, deren Umsetzung noch nachzuweisen bleibt, bilden weitere Risiken die Finanzsphäre betreffend ab.

Risiken bestehen ebenfalls im Zuge der Wachstumsstrategie, insbesondere hinsichtlich der organisatorischen Anpassungen. Nennenswerte Rechtsstreitigkeiten sind auskunftsgemäß nicht anhängig.

Aktuelle Entwicklung

Gemäß dem Verband der Automobilindustrie e.V. (VDA) zeigte sich der **Weltautomobilmarkt im Jahr 2012** in stabiler Verfassung. Sowohl die USA als auch Japan und die BRIC-Länder verzeichneten deutliche Zuwächse. Die Verkäufe in Westeuropa verbuchten wegen der anhaltenden Staatsschuldenkrise demgegenüber ein deutliches Minus. Die deutschen Hersteller konnten aufgrund ihrer internationalen Ausrichtung und ihres Images von den Entwicklungen auf dem Weltmarkt profitieren und ihre Anteile in China und den USA steigern. Im **Verlaufe des Jahres 2013**³ setzte sich die unterschiedliche Entwicklung auf den internationalen Märkten fort. Insgesamt legte der PKW-Weltmarkt in 2013 wohl um 5% zu. Die beiden großen Automobilmärkte USA und China waren in 2013 auf Wachstumskurs, wobei China erstmals zum weltgrößten Absatzmarkt aufstieg. In Westeuropa zeigt sich zuletzt, nach einem schwachen ersten Halbjahr, ein leicht positiver Trend an, wenngleich das Gesamtjahr 2013 hier wohl nochmals negativ abschließen wird. Trotz der schwierigen deutschen und westeuropäischen Märkte sollte die Inlandsproduktion, getragen vom Export, in 2013 zulegen. Weiter verhalten zeigt sich die Entwicklung bei den Nutzfahrzeugen. Insgesamt wird vom Branchenverband VDA allerdings eine steigende Auslandsfertigung und somit eine Internationalisierung der Wertschöpfung festgestellt. **In 2014** geht der Verband von weiteren weltweiten Steigerungsraten und einer annähernden Stabilisierung des Automobilmarktes in Europa aus. Ungeachtet der internationalen Steigerungsraten und Absatzchancen bleibt die Branche, nach unserer Meinung, von einer hohen Konjunkturanfälligkeit geprägt, die zumeist überproportional auf die Zulieferbetriebe durchschlägt. Eine zunehmende Verlagerung der Wertschöpfung auf die Lieferanten über Outsourcing aber auch ein steigender Rationalisierungsdruck, verlängerte Zahlungsziele und Internationalisierungsanforderungen, prägen den Trend im Branchensegment. Risiken ergeben sich auch, neben der internationalen Konkurrenz, für die deutsche Automotiv-Wirtschaft aus denkbarem Protektionismus und weiteren Länderrisiken in wichtigen Zielmärkten. Neben einer verbesserten Kosteneffizienz kann die Verlagerung der Produktion in die Zielmärkte diesem Risiko der OEM entgegen wirken, die in der Folge ihrerseits entsprechende Anforderungen an ihre Zulieferbetriebe stellen.

³ Quelle: www.vda.de

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Entwicklung der NZWL anhand ausgewählter Konzern-Kennwerte für die letzten Jahre an.

NZWL Konzernzahlen					
in T€	2009 Ist	2010 Ist	2011 Ist	2012 Ist	09/2013 Ist
Umsatz	32.246,9	46.176,6	57.464,0	65.456,8	52.501,8
EBITDA	3.878,5	4.655,4	8.345,9	9.127,2	7.026,2
EBIT	-585,3	-2,5	3.239,3	4.064,5	3.229,8
EBIT-Marge	-1,8%	-0,0%	5,6%	6,2%	6,2%
EBT	-2.215,0	-18,9	1.983,6	2.960,1	2.397,1
EAT	-2.274,9	-25,8	1.894,0	2.740,5	2.202,7
ROS ⁴	-7,1%	-0,0%	3,3%	4,2%	4,2%

Nach den deutlichen umsatz- und ergebnisschwachen Geschäftsjahren 2009 und 2010⁵ hat der Konzern ein qualitatives Wachstum in 2011 und 2012 darstellen können. Dem rückläufigen Automotive-Markt in Europa konnte sich die **NZWL** aufgrund des Kundenportfolios und des Produktmixes in **2012** entziehen. Der Konzern hat seine Umsätze abermals merklich steigern können (+13,9%) und erzielte damit im Geschäftsjahr 2012 Umsätze i.H.v. 65,5 Mio. €. Er generierte ein EBIT von 4,1 Mio. € und ein EAT von 2,7 Mio. €. Das Ratingobjekt blieb dabei in den letzten Jahren zwar sowohl im Umsatz als auch im Ergebnis hinter seinen eigenen Erwartungen zurück, trotzdem zeigen sich danach eine zufriedenstellende Ergebnislage und eine Stabilisierung des Turn-Around an. Die Konzerntochter ZWL Slovakia s.r.o. trug dabei jeweils positiv zum Ergebnis bei. Der Umsatzanstieg 2012 begründet sich auf dem Erfolg der wesentlichen Kunden und dem daraus resultierenden, gestiegenen Geschäft, insbesondere im Produktbereich Synchronisierungen/DSG (Doppelkupplungsgetriebe von VW). Allerdings bremsen zeitweise merkliche Rückgänge der Abrufmengen der Kunden das Umsatzwachstum aus, weshalb auch das noch im Konzernjahresabschluss 2012 angegebene Umsatzziel 2013 von 80,5 Mio. € nicht erreicht werden konnte. Bei der Beurteilung der Ergebnisse des Konzerns der letzten Jahre ist zudem relativierend zu berücksichtigen, dass darin Zuwendungen der öffentlichen Hand, enthalten sind (2012: 631 T€). Derartige nicht operative Erträge werden im laufenden Geschäftsjahr 2013 angabegemäß letztmalig das Ergebnis stützen. Zusätzlich waren im Konzernergebnis 2012 erhöhte Erträge aus Anlagenabgängen (819 T€) enthalten, was das gute Ergebnis insgesamt etwas relativiert.

Durch die Entwicklung der letzten Geschäftsjahre und die Thesaurierung der Jahresergebnisse, konnte der Konzern seine bilanzanalytische **Eigenkapitalquote** im Jahr 2012 auf 25,08% steigern und so wieder ein befriedigendes Niveau erreichen. Die Bilanzarithmetik wurde hierdurch gestärkt. Für die kommenden Jahre schließt die Geschäftsführung jedoch eine teilweise Ausschüttung des EAT nicht aus (angabegemäß max. 25%), auch wenn der Businessplan eine vollständige Thesaurierung der Ergebnisse vorsieht. In 2013 könnte sich eine ähnliche Kennzahlenausprägung wie 2012 ergeben. Allerdings werden folgende negative Effekte die Struktur im Gegenzug belasten. Hierzu zählen die im Anfang 2014 endfälligen Mezzanine Mittel i.H.v. 3,0 Mio. € der PREPS 2007-1 plc, die im Jahresabschluss 2012 noch zu 50% dem analytischen Eigenkapital und zu 50% dem mittelfristigen Fremdkapital zugeordnet wurden und die Ende 2014 fällige stille Beteiligung von 0,5 Mio. €, die analytisch zum 31.12.2013 ebenfalls vollständig dem Fremdkapital zugeordnet wird. Für das ursprünglich Anfang Februar 2014 endfällige einjährige Investitionsdarlehen der Hausbank über 3,0 Mio. € wurde kürzlich eine Prolongation bis 31.01.2015 gewährt.

Die Rückführung der im März 2014 fälligen PREPS-Mittel erscheint auch aus dem Cashflow und den vorhandenen Kontokorrentlinien fristgerecht möglich. Die NZWL plant die Rückführung allerdings über die Platzierung einer **Unternehmensanleihe**, mit einem Volumen von bis zu 25 Mio. € zu gewährleisten. Aus einer angenommen vollplatzierten Anleihe sollen 10 Mio. € (40%) beim Ratingobjekt verbleiben (davon rd. 1,2 Mio. € Emissionskosten) und der Anschlussfinanzierung der Mezzanine Mittel (3,0 Mio. €) und der Ablösung einer stillen Beteiligung (0,5 Mio. €) dienen. Somit ergibt sich in Bezug auf die Unternehmensgröße eine weiterhin beachtliche Neuverschuldung von 21,5 Mio. €, welche wegen ihrer Höhe in Bezug auf die Bilanzsumme und

⁴ Hier EAT/Umsatz.

⁵ In 2010 ist ein a.o. Ertrag aus einem Kundenbeitrag (Volkswagen) zur Kompensation von Fixkosten i.H.v. 1,6 Mio. € (bzw. ein a.o. Ergebnis von 1,45 Mio. €) enthalten, was primär für den verspäteten Produktionsbeginn eines Großserienauftrages gewährt wurde.

der Mittelfristigkeit, die Struktur der Passivseite, aber auch der Bilanz insgesamt, belastet. Diese zu erwartende technische Entwicklung haben wir in die Ratingentscheidung einbezogen. Eine weitere teilweise Verwendung zur Ablösung von Bankenfinanzierungen schließen wir dabei nicht aus, rechnen jedoch kurzfristig mit einer Zuführung zu den liquiden Mitteln und einer mittelfristigen Verwendung im Rahmen der Wachstumsfinanzierung der NZWL.

Der größte Teil der Anleihemittel würden der Schwestergesellschaft **NZWL International** als Darlehen (15 Mio. €, 60%) zur Verfügung gestellt werden. Sie würden nach Angabe der Geschäftsführung von der Darlehensnehmerin in ihre 100% Tochterunternehmung in China (Tianjin) als (Eigen-)Kapital eingebracht und als Teil der Gesamtfinanzierung (53 Mio. € + Working Capital Finanzierung) des dort aufzubauenden Produktionsbetriebs und Geschäftsdiensten. Hintergrund der Investition ist die vom Markt und den Hauptkunden geforderte Internationalisierung der Zulieferindustrie. NZWL plant hier primär ihrem Hauptkunden Volkswagen wunschgemäß zu folgen, der im wichtigen Zielmarkt China produktproben und leistungsfähige Zulieferbetriebe benötigt. Ein möglichst vollständiges Platzierungsvolumen der Anleihe scheint ein wesentliches Kriterium für die Umsetzbarkeit des Projektes zu sein. Die Marktentwicklungen und die vom Management der NZWL dargelegten Rahmenbedingungen, einschließlich der Absprachen bzw. dem Diskussionsstand mit VW sowie die bisherige Position des Unternehmens in der Wertschöpfungskette des Hauptkunden, lassen diesen strategischen Schritt sinnvoll erscheinen. Grundsätzlich halten wir den Schritt abseits des hier betrachteten Ratingobjektes damit für plausibel. Eine langfristige Geschäftsplanung für die chinesische Gesellschaft wurde vorgelegt, wonach die Umsetzung des Projektes, bei Berücksichtigung des aktuellen Realisierungsstands, realistisch erscheint. Allerdings sind wesentliche Komponenten des Gesamtvorhabens (z.B. die Finanzierung) zwar weitgehend konzeptioniert, jedoch nicht finalisiert. Teilweise bestehen lediglich Planungen und Absichtserklärungen. Änderungen der Planungen und Konzeptionen halten wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt für möglich. Es bestehen hieraus entsprechende Risiken und Unwägbarkeiten für die NZWL International und auch mittelbar für die NZWL und somit für die Fremdkapitalgeber des hier beurteilten Ratingobjektes. Zudem kommen wir zu der Meinung, dass die als Darlehen auszureichenden Mittel an die im Juli 2013 gegründete NZWL International und deren geplante Weiterreichung als Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen an die chinesische Gesellschaft ähnlich einer Start-Up-Finanzierung wäre, auch wenn hinsichtlich der Produktion und Prozesse als auch der Produkte und deren Absatzfähigkeit vergleichsweise verringerte Risiken bestehen. Auch wenn sich die NZWL 50% der Anteile⁶ an der Schwestergesellschaft als Sicherheiten abtreten lassen sollte, verbleiben (bei gegebenem Zinskupon 8%), vorläufig lediglich die Risiken aus der Darlehensausreichung bei der NZWL. Ein (wesentlicher) Risikoaufschlag ist im Vergleich zum geplanten Zinskupon der Anleihe (7,50%) im Darlehensvertrag zwischen dem Ratingobjekt und seiner Schwestergesellschaft nicht vorgesehen. Sollte die Ziehung der Sicherheit notwendig werden, ist zudem die Werthaltigkeit der Sicherheit zu diesem Zeitpunkt zu hinterfragen. An den Chancen des Projekts partizipiert das Ratingobjekt nicht (mittelbar jedoch zumindest zu einem wesentlichen Teil quasi an den Risiken eines Eigenkapitalgebers). Es bleibt zudem abzuwarten, ob sich das Vorhaben termingerecht umsetzen lässt. Wichtige Voraussetzungen (wie behördliche Genehmigungen) wurden zwar geschaffen oder befinden sich in Umsetzung, Projektverzögerungen sind jedoch nicht auszuschließen. Auch bei einem erwartungsgemäßen Verlauf würde die chinesische Gesellschaft in den ersten Geschäftsjahren Anlaufverluste ausweisen. Bereits hieraus und aus Planunterschreitungen z.B. aus Verzögerungen der Umsetzung, könnte die finanzielle Stabilität ihrer Muttergesellschaft NZWL International und darüber auch die der NZWL beeinträchtigt werden. Trotz der mit dem Projekt verbundenen Chancen und dessen strategischer Plausibilität, beinhaltet es insgesamt erhebliche Risiken und Unwägbarkeiten für die NZWL, die derzeit eine dämpfende Wirkung auf die Ratingeinschätzung ausüben. Bei unserer Ratingeinschätzung haben wir dabei die in den Unternehmensplanungen dargestellte Annahme getroffen, dass über die 15 Mio. € hinaus keine weiteren wesentlichen finanziellen Anforderungen (z.B. aus einzugehenden Haftungsverhältnissen oder einer Kapitalisierung der Zinsen aus dem Darlehensvertrag) durch die NZWL in Bezug auf den Schwesterkonzern gestellt werden. Das heißt, dass z.B. Kostenverrechnungen periodengerecht vorgenommen werden und fällige Darlehenszinsen zugunsten des Ratingobjektes aus der Weiterreichung der Anleihemittel danach beim Ratingobjekt nicht nur ertragsmäßig sondern auch liquiditätsmäßig wirksam werden. Im Jahr der Fälligkeit der Anleihemittel (2019) sollen seitens des Schwesterkonzerns laut Plan 9 Mio. € der ausgereichten 15 Mio. € zurückgeführt werden. Der Rest (6 Mio. €) verteilt sich auf die kommenden Jahre bis 2023. Bei einem planmäßigen Verlauf der Geschäftsentwicklung der NZWL in den kommenden Jahren, wäre die NZWL allerdings danach in der Lage, die in 2019 fälligen Anleihemittel auch aus dem prognostizierten eigenen Cashflow zu

⁶ Die verbleibenden 50% sollen den Anleihegläubigern direkt als Sicherheit gewährt werden.

bedienen, wenn die Jahresüberschüsse vollständig thesauriert würden und die Schwestergesellschaft die Darlehenszinsen zahlt. Berücksichtigt man die maximale jährliche Ausschüttungsquote von 25% des EAT, so ergäbe sich ein max. kumulierter Ausschüttungsbetrag für die Jahren 2014 bis 2019 von rd. 4,2 Mio. €. Für diesen Fall halten wir bei einem plangemäßigem Geschäftsverlauf und der Bedingung, dass die Schwestergesellschaft die 9,0 Mio. € ihrer Verbindlichkeit gegenüber der NZWL in 2019 tilgt, die Rückführung der Anleihemittel für möglich. Es bestehen jedoch Abweichungsrisiken sowohl auf der Ebene der NZWL als auch beim Schwesterkonzern, sodass zumindest eine teilweise Anschlussfinanzierung mitunter nötig werden kann. Der tatsächliche Eintritt dieser Zukunftsaussagen lässt sich vorab nicht prüfen. Gemäß unserer Einschätzung und bei Würdigung der aus den Planungen ableitbaren Prämissen⁷ halten wir die Realisierung der Unternehmensplanung im Best Case für durchaus erreichbar. Im Rahmen des Ratings haben wir das Risiko von Planunterschreitungen berücksichtigt und in die Ratingeinschätzung einbezogen. Aus Umfangsgründen werden an dieser Stelle nicht alle Prämissen der Planung abgebildet, eine Abweichung von den Prämissen und deutliche Planunterschreitungen können in der Zukunft jedoch eine Ratingveränderung nach sich ziehen.

Formal bestehen seitens der NZWL keine Zugriffsmöglichkeiten auf das operative Geschäft in China. Wegen der identischen Gesellschafterstruktur bei der NZWL (Emittentin, Darlehensgeberin) und bei der Schwestergesellschaft NZWL International (Darlehensnehmerin) sowie der Personalunion in der Geschäftsführung, den anzunehmenden funktionalen und kundenbezogenen Verflechtungen, sehen wir das daraus resultierende Risiko differenziert, ohne diese Risikoposition grundsätzlich auszuschließen. Zum Beispiel könnte sich die Interessenslage der handelnden Personen im Zeitablauf zu Lasten des Ratingobjektes verschieben. Hinsichtlich der technischen Analyse ergibt sich über dieser Ausgestaltung der Vorteil, dass die Gesamtfinanzierung und die Anlaufverluste zumindest vorerst die Bilanzbonität der NZWL nicht belasten sollte.

Der Bericht über die prüferische Durchsicht des **Konzernzwischenabschlusses per 30. September 2013** zeigt eine über Vorjahr liegenden Geschäftsentwicklung an. Der Umsatz der ersten neun Monate 2013 belief sich danach auf 52,5 Mio. € (Vj.: 48,4 Mio. €). Trotz der im Vorjahresvergleich um 560 T€ gestiegenen sonstigen betrieblichen Erträge, konnte wegen der geringen Rohertragsmarge und der etwa proportional gestiegenen Personalaufwendungen, der Periodenüberschuss nach Steuern nur verhältnismäßig leicht gesteigert werden (EAT: 2.382,5 T€; +179,8 T€). Im Ergebnis sind Zuschüsse der öffentlichen Hand von 417 T€ enthalten. Trotzdem bleibt nach unserer Ansicht das Ergebnisniveau zufriedenstellend. Mit einem EBITDA von rd. 7,6 Mio. € (Vj. 7,0 Mio. €) bleibt die Innenfinanzierungskraft ebenfalls zufriedenstellend. Allerdings haben sich die Barmittel auf nur noch 26,3 T€ verringert und die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten, wie auch die Verbindlichkeiten insgesamt um 3,4 Mio. € auf 12,2 Mio. € erhöht. Dies konnte durch die Erhöhung des Eigenkapitals (Periodenüberschuss) bilanzstrukturell kompensiert werden. Der zum Umsatzanstieg überproportionale Bilanzsummenanstieg ist jedoch kritisch zu betrachten. Zum einen wirkt hier die Erhöhung des Anlagevermögens, was primär dem kreditfinanzierten Ausbau der Produktion (z.B. in der Slowakei) geschuldet ist. Zum anderen hat sich aber auch das Umlaufvermögen, wegen geringer als geplanter Abrufmengen der OEM, in den Vorräten aber auch durch einen Anstieg der Forderungen (Verlängerung der Zahlungsziele der Kunden) deutlich erhöht. Wir gehen davon aus, dass dies kurzfristig zu einem wesentlichen Teil durch den abgeschlossenen Factoring-Vertrag relativierbar ist. Zum anderen wurden jedoch auch die an die Schwestergesellschaft NZWL International weitergereichten Kosten aktiviert (rd. 1,0 Mio. €) und belasten so zwar vorläufig nicht das Ergebnis der NZWL, wohl aber ihre Liquidität. Eine Ausweitung der Finanzierungsfunktion erfolgt über die auszureichenden Anleihemittel und kann darüber hinaus (inkl. von denkbaren Haftungsverhältnissen) von uns für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden.

Die von Banken eingeräumten Kontokorrentlinien der NZWL (2,0 Mio. €)⁸ zur **Finanzierung** des Geschäfts, wiesen zum 30.09.2013 eine Inanspruchnahme von 556,3 T€ auf. Wie erwähnt ist zu berücksichtigen, dass ein wesentlicher Teil der Finanzierungen kurzfristig endfällig sind. Hinzu zählen Mezzanine Preps-Mittel von 3,0 Mio. € und ein Darlehen über ebenfalls 3,0 Mio. € (fällig Januar 2015). Es bestehen weitere Reserven in den Factoring-Linien. Aktuell besteht eine Linie von 12,5 Mio. € für Lieferantenforderungen ggü. VW und Skoda. Angabegemäß steht man in Gesprächen mit dem Factor hinsichtlich einer Einbeziehung von Forderungen ggü. Daimler und ZF. Grundsätzlich ist vor dem Hintergrund der zuletzt zufriedenstellenden Ergebnislage und

⁷ Z.B. Wachstumsraten, Rohertragsentwicklung, Zinsaufwand und -erträge, Investitionen vs. Abschreibungen, etc.

⁸ Davon 0,3 Mio. € für die Neue ZWL Transmission Technology (Tianjin) Co., Ltd als Unterlinie.

Innenfinanzierungskraft eine adäquate Fähigkeit zur Generierung von Finanzfazilitäten zur Finanzierung des bestehenden Geschäfts der NZWL festzustellen.

Bei einem geringer als geplanten Emissionsvolumen plant NZWL die Mittel der Anleihe pro rata zu verwenden. Wir gehen im vorliegenden Rating mit einer der NZWL vergebenen Note entsprechender Mindest-Wahrscheinlichkeit davon aus, dass die Banken im Bedarfsfall entsprechende Finanzierungslinien auch weiterhin bereitstellen würden. In diesem Falle sind die Konditionen und die Geschäftsplanung im Rahmen des einjährigen Monitorings durch die Creditreform Rating AG auf ratingrelevante Inhalte hin zu prüfen.

Die internationalen KK-Linien der ZWL Slovakia s.r.o. von 600 T€, die zum 30.09.2013 mit 532 T€ beansprucht waren und weitere Darlehen, bleiben angabegemäß unabhängig davon erhalten. Das Bestellobligo für Investitionen betrug im Konzern zum 30.09.2013 rund 3,0 Mio. €. Off-Balance-Verpflichtungen aus Miete und Leasing summierten sich auf 1,7 Mio. € und sind bei der analytischen Beurteilung der Verschuldung zu berücksichtigen.

Das Unternehmen verfügt nach unserer Einschätzung über eine markadäquates Produktportfolio, das, soweit erkennbar, durch innovative Techniken und Verfahren auf einem den Kundenerfordernissen entsprechenden Stand gehalten wird. Die NZWL konnte sich nach eigener Sicht in den letzten Jahren eine hohe Akzeptanz in ihrem Kundenkreis erarbeiten. Wir halten diese Darstellung grundsätzlich für glaubhaft. In Verbindung mit einer Weiterentwicklung der Organisation und der Finanzierungsstruktur erscheint die Expansions- und Diversifizierungsstrategie hin zu einem internationalen Zulieferer als grundsätzlich plausibel, wobei die nicht europäischen Aktivitäten außerhalb der hier betrachteten Einheit etabliert werden. Wesentliche Komponenten der Anschubfinanzierung, (z.B. Ausbildung Personal und Anschubfinanzierung) sollen jedoch durch das Ratingobjekt dargestellt werden.

Das vielschichtige Geschäft, Risiken aus Projekten, Anlaufverluste und unplanmäßiger Finanzierungsbedarf des Schwesterkonzerns sowie eine volatile, von konjunkturellen Zyklen abhängige Entwicklung des Kerngeschäfts Automotiv, bilden allerdings latente Ertrags- und Finanzrisiken für die NZWL. Mit sich kurzfristig verändernden Geschäftssituationen und Planabweichungen ist trotz der zuletzt zufriedenstellenden operativen und bilanziellen Strukturen, des teils in innovativen Produkten zur Anwendung kommende Produktportfolio sowie der noch auszubauenden Größenvorteile latent zu rechnen. Dies wurde im Rahmen des Ratings ergebnisdämpfend berücksichtigt. Die Planwerte der Folgejahre erscheinen uns vor dem Hintergrund der Marktaussichten im Bestcase als erreichbar, wenngleich wir vor dem Hintergrund der gewählten Strategie, den eingeleiteten Maßnahmen zur Kosteneffizienz ebenfalls gute Chancen für einen positiven operativen Geschäftsverlauf der NZWL sehen. Aufgrund der hohen allgemeinen, branchenkonjunkturellen und kundenspezifischen Abhängigkeit, verbleibt ein von Seiten der Konzernführung nur begrenzt beeinflussbares (Markt-)Risiko, dass zusammen mit dem steigenden Strukturkostensockel des Konzerns zu beobachten bleibt.

Ein annähernd plangemäßer und damit nachhaltig profitabler Geschäftsverlauf sowie die weitere Optimierung der Finanzierungsstruktur als auch die plangemäße Entwicklung des Schwesterkonzerns bleiben wichtige Komponenten der zukünftigen Bonitätseinschätzung zur NZWL.

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Kontaktdaten

Creditreform Rating AG
Hellersbergstraße 11
D-41460 Neuss

Telefon +49 (0) 2131 / 109-626
Telefax +49 (0) 2131 / 109-627

E-Mail info@creditreform-rating.de
Internet www.creditreform-rating.de

Vorstand:
Dr. Michael Munsch

Aufsichtsratsvorsitzender:
Prof. Dr. Helmut Rödl
HR Neuss B 10522

Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH
Ostende 5
D-04288 Leipzig

Telefon +49(0) 34297 / 85202
Telefax +49(0) 34297 / 85302

Email info@nzw.de
www.nzw.de

Geschäftsführer:
Dr. Hubertus Bartsch
Peter Scholz

HRB 15643, Amtsgericht Leipzig