

Zusammenfassung des
Ratingberichtes

Joh. Friedrich Behrens AG

02. Oktober 2015

Inhalt

Ratingbegründung	1
Unternehmen	2
Geschäftsrisikoprofil	3
Marktumfeld	3
Strategie	5
Finanzrisikoprofil	5
Ertragskraft	7
Kapitalstruktur	10
Cashflow / Finanzielle Flexibilität	13
Ankerrating	15
Modifizierung	15
Operationelle Risiken	15
Externer Einfluss	16
Durchführung des Ratings	17
Anlagen	
Anlage 1	Ratingnotationen
Anlage 2	Konzernstruktur
Anlage 3.1	Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung (2012 - 2014)
Anlage 3.2	Strukturbilanz (2012 - 2014)
Anlage 5	Definition Finanzkennzahlen

Ratingbegründung

Rating vom 02. Oktober 2015	
Vorläufiges Emittenten-rating:	B
Ausblick:	stabil

Ratingobjekt:

Die Behrens Gruppe ist ein weltweit tätiger und einer der europaweit führenden Hersteller von Befestigungstechnik für Holz. Entwickelt und produziert werden insbesondere druckluft- und gasbetriebene Nagel- und Klammergeräte sowie die entsprechenden Befestigungsmittel. Die Gruppe erwirtschaftete im Jahr 2014 mit mehr als 400 Mitarbeitern Umsatzerlöse von € 98,3 Mio.

Stärken:

- gute Marktposition mit branchenbekannten Marken
- breites, qualitativ hochwertiges Produktportfolio
- internationales Distributionsnetz mit gut diversifizierter Endkundenstruktur

Schwächen:

- kurzfristige Fälligkeitsstruktur und geringe Diversifizierung der Finanzschulden
- hohe Finanzverschuldung
- Personenabhängigkeit vom Alleinverstand

Chancen:

- Gewinnung neuer Industriekunden
- Selektive Ergänzung des Produktportfolios
- Opportunistische Erweiterung der ausländischen Absatzmärkte

Risiken:

- Konjunkturelle Abschwächung
- Wechselkurs- und Stahlpreisrisiko
- Dispositionsrisiken im Einkauf
- Risiken aus Fremdbezug (Qualität, Transportwege)
- Platzierungsrisiko neue Anleihe

Euler Hermes Rating bewertet die Joh. Friedrich Behrens AG mit einem vorläufigen Emittentenrating von B. Das Unternehmen steht unmittelbar vor der Neuordnung der Unternehmensfinanzierung. Bei dem vorläufigen Rating gehen wir davon aus, dass die vorgesehenen Finanzierungsmaßnahmen planmäßig umgesetzt werden. Sollte dies nicht gelingen, werden wir das vorläufige Rating zurückziehen.

Die Behrens Gruppe verfügt nach unserer Einschätzung über ein leicht erhöhtes **Geschäftsrisiko**. Positiv bewerten wir die gute Marktposition durch ein breites Produktportfolio, das die Behrens AG als Systemlieferant für Befestigungstechnik qualifiziert sowie die branchenweit bekannten Marken „BeA“ und „Reich“. Durch Tochtergesellschaften und Joint Ventures in verschiedenen Ländern sowie weitere Vertriebspartner verfügt die Gruppe über ein internationales Distributionsnetz. Das Distributionsnetz und die kurzfristige Lieferfähigkeit führen in Verbindung mit dem breiten Produktportfolio sowie den Beschaffungsstrukturen mit langen Transportzeiten zu einer hohen Kapitalbindung im Working Capital und einer hohen Komplexität, die bei kurzfristigen Marktabschwächungen nach unserer Einschätzung die Handlungsflexibilität einschränken. Mit ca. 20.000 Endkunden aus verschiedenen Branchen weist die Gruppe eine gute Diversifizierung auf. Die Hauptabnehmerbranchen Verpackungs-, Möbel- und Bauindustrie unterliegen konjunkturellen Schwankungen. Es bestehen Risiken aus der Aufwertung des US-Dollars sowie steigenden Stahlpreisen. Darüber hinaus können sich Risiken aus dem Fremdbezug sowie aus der Einkaufsdisposition ergeben.

Das **Finanzrisiko** der Behrens Gruppe schätzen wir als erhöht ein. Die Ertragskraft ist bei derzeit knapp befriedigenden Margen stark von der Entwicklung von Stahlpreis und US-Dollar abhängig. Umsatzrückgänge unter Erwirtschaftung eines den Zinsaufwand deckenden Betriebsergebnisses sind nach unseren überschlägigen Berechnungen in Höhe von max. 10 % verkraftbar. Insgesamt ist die Ertragskraft durch die währungs- und rohstoffbedingten Einflüsse relativ sensitiv. Die Bilanzstruktur ist von einem hohen Working Capital und einer hohen Finanzverschuldung mit aktuell kurzfristiger Blockfälligkeit geprägt. Die hohe Kapitalbindung im Vorratsbestand erfordert für die geplante Geschäftsausweitung sowie auch zur Abfederung von Schwankungen eine ausreichende finanzielle Flexibilität. Zur Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung über den März 2016 hinaus sollen eine neue Anleihe über € 25,0 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren emittiert sowie weitere Finanzierungsmaßnahmen umgesetzt werden.

Finanzkennzahlen *	2012	2013	2014
EBITDA-Marge	6,5	5,1	7,7
Return on Capital employed (ROCE)	5,2	3,4	7,2
Eigenkapitalquote	26,7	20,7	21,3
Verschuldungsgrad	68,2	74,1	72,1
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	8,9	12,4	7,7
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	6,4	8,6	5,4
EBIT-Zinsdeckung	1,0	0,6	1,4
EBITDA-Zinsdeckung	1,7	1,3	2,0

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

Unternehmen

Die Joh. Friedrich Behrens AG mit Sitz in Ahrensburg ist einer der europaweit führenden Anbieter von industriellen Befestigungssystemen für Holz und holzähnliche Werkstoffe. Die Behrens Gruppe entwickelt, produziert und vermarktet insbesondere Werkzeugmaschinen in Form von druckluft- und gasbetriebenen Nagel- und Klammergeräten sowie die entsprechenden Befestigungsmittel (magazinierte Nägel und Klammern). Komplementär bietet die Gruppe weitere Produkte wie beispielsweise Holzverbinder, Schrauben, Schmelzklebesysteme, elektronisch gesteuerte Anlagen sowie Druckluftzubehör an. Die Produkte werden in die Produktgruppen *Druckluftgeräte*, *Befestigungsmittel* und *Sonstige Produkte* unterteilt. Wichtige Abnehmerbranchen sind die Verpackungsindustrie (Kisten, Paletten, Kabelverpackungen), die Möbelindustrie (Gestellbau und Polsterer), die Bauindustrie (Fertighaushersteller, Dachdeckereien und Zimmereien), Wohnmobilhersteller und die Automobilzulieferindustrie sowie spezialisierte Händler in der Befestigungstechnik. Die Gruppe bietet ihre Produkte unter den Markennamen „BeA“ und „Reich“ an.

Die Behrens AG verantwortet einerseits das operative Geschäft in Deutschland und nimmt als Muttergesellschaft der ausländischen Beteiligungsunternehmen auch Holdingfunktionen wahr. Die zehn Tochtergesellschaften agieren in ihren nationalen Märkten bislang weitgehend selbständig und überwiegend als Vertriebsgesellschaften. Die Gruppe unterhält zwei Produktionsstätten überwiegend für die Gerätefertigung in Ahrensburg sowie in Tschechien. Die Befestigungsmittel werden weitgehend über Lieferanten in Asien und/oder Osteuropa bezogen. In rund 40 weiteren Ländern ist die Gruppe über Vertriebspartner oder Beteiligungen aktiv.

Die Behrens Gruppe teilt ihr Geschäft nach regionalen Gesichtspunkten in drei Segmente auf. Hierbei werden die Segmente *Deutschland*, *Europa* (ohne Deutschland) und *Rest of World (ROW)* unterschieden. Die Zuordnung erfolgt hierbei nicht nach den Geschäftsaktivitäten in den Regionen, sondern nach dem Sitz der Gesellschaft. Somit wird insbesondere im Segment Deutschland auch das Exportgeschäft (z. B. Australien, Neuseeland, USA) erfasst. Schwerpunkt der Aktivitäten bilden mit Umsatzanteilen von 42,2 % im Jahr 2014 Deutschland inkl. Exportumsätze und das restliche Europa (45,0 %). Das Segment ROW enthält eine Vertriebsgesellschaft in den USA sowie ein Joint Venture in Brasilien.

Die Anteile an der Behrens AG werden zu 46,12 % von der BeA Beteiligungsgesellschaft (Herr Fischer-Zernin und seine Ehefrau) und zu 20,0 % von der JCJI GmbH (vier Kinder der Eheleute Fischer-Zernin) gehalten. 33,88 % der Anteile befinden sich im Streubesitz. Alleinvertreter ist Herr Tobias Fischer-Zernin. Die Behrens AG ist seit 1977 börsennotiert.

Im Geschäftsjahr 2014 erwirtschaftete die Behrens Gruppe mit mehr als 400 Mitarbeitern Umsatzerlöse von € 98,3 Mio.

Europaweit tätiger Hersteller von Befestigungsmitteln für Holz für zahlreiche Abnehmerbranchen

10 ausländische Tochtergesellschaften

Regionale Segmente, Schwerpunkt Deutschland und Europa

Hauptaktionär ist die Familie Fischer-Zernin

Geschäftsrisikoprofil

Marktumfeld

Die Nachfrageseite für Befestigungssysteme ist stark fragmentiert und umfasst zum einen eine Vielzahl von Produzenten im Wesentlichen aus der Holzverarbeitenden Industrie wie bspw. Möbelhersteller, Hersteller von Holzverpackungen und Paletten, Anbieter von Holzhäusern sowie zum anderen Handwerker wie Dachdecker, Zimmerleute, Tischler etc. Neben größeren Herstellern werden die Produkte auch von Kleinstunternehmen bzw. Einzelunternehmen nachgefragt. Auch Automobilzulieferer wie bspw. Hersteller von Sitzen, fragen entsprechende Befestigungssysteme nach. Darüber hinaus werden die Befestigungssysteme auch an Fachhändler sowie im Nicht-Profibereich an Baumärkte veräußert.

Fragmentierte Nachfragestruktur

Wesentliche Abnehmerbranchen: Holzverpackungen, Bau- und Möbeldindustrie

Insgesamt ist die Nachfrage nach Befestigungsprodukten von dem Ersatzbedarf sowie der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung und im Besonderen direkt und indirekt von der Bautätigkeit und der Konsumnachfrage nach Möbeln abhängig.

2014 ist die Weltwirtschaft laut IWF um 3,4 % gewachsen, bei einem gegenüber dem Vorjahr höheren Wachstum in den Industrienationen und einem geringeren Wachstum in den Entwicklungs- und Schwellenländern – hier allerdings von einem deutlich höheren Niveau ausgehend. Höhere Zuwachsraten ergeben sich einerseits durch eine expansive Geldpolitik und fallende Ölpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die USA erreichten mit 2,4 % ein leicht über dem Vorjahr liegendes Wachstum. In den kommenden Jahren wird mit einer geringfügigen Steigerung des weltweiten Wachstums gerechnet, wobei das Risiko besteht, dass die Prognosen durch die sich abzeichnende Krise insbesondere in China zurückgenommen werden müssen.

Weltwirtschaftswachstum 3,4 %

Nachdem in den beiden Vorjahren die Wirtschaft geschrumpft ist, betrug das BIP-Wachstum in der Eurozone 2014 0,9 %, bei allerdings großen Unterschieden in den einzelnen Ländern. Frankreich konnte mit 0,4 % nur ein unterdurchschnittliches Wachstum erzielen, dem anfänglich positiven Wachstum folgte im 2. Quartal eine Stagnation. Italien hat die Rezession mit einem Rückgang um 0,4 % noch nicht überschritten. In Mittel- und Osteuropa konnten hingegen überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt werden. Derzeit geht man für den Euroraum von einer weiteren konjunkturellen Erholung aus.

Konjunkturelle Erholung in der Eurozone

In Deutschland lag das BIP-Wachstum 2014 bei 1,6 %, allerdings mit nachlassender Dynamik im Jahresverlauf. Der niedrige Ölpreis und der schwache Euro-Kurs wirken sich derzeit positiv auf die Konjunktur aus. Für 2015 bestehen diesbezügliche Unsicherheiten, und hinsichtlich der Risiken im internationalen Umfeld (insbesondere in China), ist insgesamt aber von einem weiteren Wachstum auszugehen.

Deutschland mit überdurchschnittlichem Wachstum

Nach der Immobilienkrise und den sich anschließenden schwierigen Jahren konnte die europäische Bauwirtschaft 2014 ein moderates Wachstum von etwa 1 % erzielen, bei ebenfalls starken Abweichungen in den einzelnen Ländern. Während sich die Erholung in Großbritannien beschleunigt hat, ist sie in der Eurozone nach Beendigung der Rezession erneut etwas ins Stocken geraten. In Deutschland sind das Bauhauptgewerbe und insbesondere der Wohnungsbau 2014 deutlich überdurchschnittlich gewachsen. Für 2015 wird ein weiteres Wachstum prognostiziert. In Italien hat noch keine Erholung eingesetzt. In Spanien war die Baubranche 2014 noch rückläufig, insbesondere im Wohnungsbausektor. In Osteuropa verlief insbesondere die Entwicklung in Polen positiv. Für die kommenden Jahre gehen wir in Europa von weiterhin positiven Wachstumsraten aus.

Erholung in der Bauwirtschaft

Insgesamt ist in den nächsten Jahren weiterhin von einer positiven Entwicklung auszugehen, die allerdings durch steigende Ölpreise, Wechselkurse und eine nachlassende Nachfrage in Asien getrübt werden könnte.

Der Markt für industrielle Befestigungssysteme ist von wenigen größeren, auch internationalen Markenanbietern dominiert. Neben wenigen deutschen Anbietern beherrschen insbesondere in Europa tätige Tochtergesellschaften von US-amerikanischen Konzernen den Markt. Darüber hinaus ist eine Vielzahl kleinerer Anbieter mit geringerer Sortimentstiefe am Markt tätig. Dabei bieten die Hersteller in der Regel neben den Werkzeugen auch die entsprechenden Befestigungsmittel wie Nägel, Schrauben und Klammern an, die teilweise ebenfalls in eigener Produktion hergestellt werden.

***Größere, internationale
Markenanbieter dominieren den Markt***

Innerhalb Europas hat Behrens eine führende Position inne und verfügt nach eigenen Angaben im Bereich der druckluftbetriebenen Befestigungssysteme über einen Marktanteil von etwa 20 %. Aufgrund der ausgereiften Technik ist eine entsprechende Differenzierung kaum noch möglich. Eine Unterscheidung ist neben Weiterentwicklung in Bezug auf Handhabbarkeit (Ergonomie) und Materialien im Wesentlichen nur aufgrund des angebotenen Services, des Lieferumfangs und der Lieferschnelligkeit möglich. Insgesamt handelt es sich um einen ausgereiften Markt, der nur geringes Wachstumspotenzial bietet. Mit größeren Marktanteilsverschiebungen ist daher kaum zu rechnen.

Differenzierung im Wesentlichen über Service

Der Markt für Befestigungssysteme wird von wenigen größeren Anbietern dominiert, die sich einer fragmentierten Nachfrageseite gegenübersehen. Eine Differenzierung und die Gewinnung von Marktanteilen ist nach unserer Einschätzung nur schwer zu erreichen und dürfte am ehesten über einen besseren Service bzw. die zuverlässige und schnelle Lieferfähigkeit möglich sein. Bedingt durch die wesentlichen Abnehmerbranchen Holzverpackung, Bau und Möbelindustrie besteht eine gewisse Abhängigkeit von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung sowie der Entwicklung in diesen Branchen.

Strategie

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
<ul style="list-style-type: none"> ■ Selektive Erweiterung des Produktspektrums ■ Ausweitung des Kundenservices mit länderübergreifenden Aktivitäten 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erhöhung des Marktanteils in Westeuropa ■ Opportunistischer Markteintritt in neue Auslandsmärkte ■ Gewinnung neuer Industriekunden
Organisation	Finanzen
<ul style="list-style-type: none"> ■ Verbesserung des Bestandsmanagements (Disposition/Lagerhaltung) ■ Neuordnung der Vertriebsstruktur in Deutschland 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Refinanzierung der 2016 fälligen Anleihe ■ Neuordnung der Unternehmensfinanzierung ■ Umsatzausweitung und Erhöhung der Ertragsstärke

Die Behrens Gruppe positioniert sich als einer der europaweit führenden Hersteller und Qualitätsanbieter von Befestigungstechnik für Holz. Die Gruppe differenziert sich hierbei von Wettbewerbern einerseits durch ein breites Produktspektrum, das es Kunden ermöglicht, einen Großteil der relevanten Befestigungsgeräte und dazugehörigen Befestigungsmittel aus einer Hand zu erwerben. Darüber hinaus fokussiert sich die Behrens Gruppe auf qualitativ hochwertige Befestigungsgeräte, die eine hohe Zuverlässigkeit bieten und gleichzeitig den Absatz der entsprechenden Befestigungsmittel gewährleisten.

Differenzierung von Wettbewerbern durch hochwertige Geräte und breites Produktspektrum

Die Kundenbasis ist mit etwa 20.000 Endkunden breit diversifiziert. Die Endkundenstruktur umfasst im Wesentlichen Industrie- und Handwerksbetriebe in verschiedenen Branchen. Die Behrens Gruppe will zukünftig insbesondere weitere Industriekunden gewinnen, die sie als Systemlieferant mit Befestigungstechnik ausstattet. In der Vergangenheit konnte die Gruppe Industriekunden auch durch individuelle (ergonomische) Gerätelösungen akquirieren. Individuelle und innovative Problemlösungen sowie die selektive Ausweitung des Produktspektrums, um Zielkunden gewinnen und optimal bedienen zu können, sollen auch zukünftig zur Erweiterung der Industriekundenbasis führen. Zur besseren Betreuung von international aufgestellten Industriekunden, deren Töchter bzw. Werke bislang aus den jeweiligen Landesgesellschaften heraus bedient wurden, wurde ein Key Account Management eingeführt. Die Belieferung soll jedoch weiterhin über die jeweiligen Landesgesellschaften erfolgen.

Gewinnung neuer Industriekunden durch Innovationen und individuelle Gerätelösungen

Neben der Zuverlässigkeit der Geräte ist die kurzfristige Lieferfähigkeit insbesondere von Befestigungsmitteln ein erfolgskritischer Faktor. Hier verfügt die Behrens Gruppe über eine diversifizierte logistische Infrastruktur. Zum einen werden die Kunden über lokale Lager der 15 Auslandsgesellschaften bzw. Joint Ventures versorgt. Weitere Länder, in denen die Behrens-Produkte über Händlerstrukturen vertrieben werden, werden in der Regel direkt aus dem Zentrallager in Deutschland bedient. Darüber hinaus werden größere Kunden bei ökonomischer Vorteilhaftigkeit direkt von den Lieferanten beliefert. Während die Befestigungsgeräte in Deutschland und Tschechien produziert werden, werden die Befestigungsmittel von verschiedenen, jeweils auf bestimmte Produkte spezialisierten Lieferanten bezogen. In Abhängigkeit vom Stahlpreis und US-Dollarkurs kann die Behrens Gruppe auf Lieferanten in China und Osteuropa zurückgreifen. Während die Beschaffungslogistik, insbesondere bei Bezug aus China, lange Transportzeiten erfordert, wird den Kunden im Regelfall eine Belieferung innerhalb von 48 Stunden zugestanden. Diese Mehrdimensionalität der Logistikstrukturen sowie hohe Disbalance der Vorlaufzeiten bei Einkauf und Vertrieb erfordern angesichts des breiten Produktspektrums eine sehr ausdifferenzierte Disposition

Kontinuierliche Verbesserung des Bestellwesens und der Lagerhaltung

der Lagerbestände. Die Behrens Gruppe arbeitet kontinuierlich an der weiteren Verbesserung der Software mit dem Ziel, aus dem bisherigen Bestellverhalten der Kunden und weiterer Parameter die Forecast-Genauigkeit zu verbessern, um den Lagerumschlag zu erhöhen und die Bestände insgesamt zu reduzieren.

Etwa drei Viertel des Umsatzes werden derzeit auf Auslandsmärkten erwirtschaftet, davon vornehmlich in europäischen Ländern. Wenngleich bereits eine hohe Abdeckung erreicht ist, will die Behrens Gruppe ihren Marktanteil in Europa sukzessiv weiter ausbauen. Darüber hinaus ist opportunistisch der Markteintritt in neue Auslandsmärkte, insbesondere außerhalb Europas, angestrebt. Dies soll maßgeblich über Händlerstrukturen in den jeweiligen Märkten/Regionen erfolgen.

Ausbau des Marktanteils in Westeuropa; Eintritt in neue Auslandsmärkte

Mit der Übernahme des Wettbewerbers Karl M. Reich GmbH, der über Händler Handwerksbetriebe Deutschland weit bedient, und dem gleichzeitigen altersbedingten Ausscheiden einiger Vertriebsmitarbeiter soll die Vertriebsstruktur in Deutschland neu geordnet werden, um regionale Doppelstrukturen zu vermeiden. Bereits seit der Übernahme werden Produkte beider Marken durch die Vertriebsmitarbeiter vermarktet.

Neuordnung der Vertriebsstruktur in Deutschland

Zur Sicherstellung der Finanzierung über den März 2016 hinaus will die Behrens Gruppe im Zuge der in Kürze erforderlichen Refinanzierung der in 2011 emittierten Industrieanleihe ihre Unternehmensfinanzierung neu strukturieren (Details siehe Finanzrisikoprofil).

Neuordnung der Unternehmensfinanzierung

Die strategische Ausrichtung der Behrens Gruppe zielt auf den Ausbau ihrer guten Marktposition in Europa insbesondere durch die Gewinnung neuer Industriekunden und die selektive Erweiterung des Produktspektrums. Darüber hinaus sollen neue Auslandsmärkte erschlossen werden. Maßnahmen zur Verbesserung der Warendisposition bzw. Lagerbestandshaltung und Verminderung der Kapitalbindung sollen weiter umgesetzt werden.

Fazit

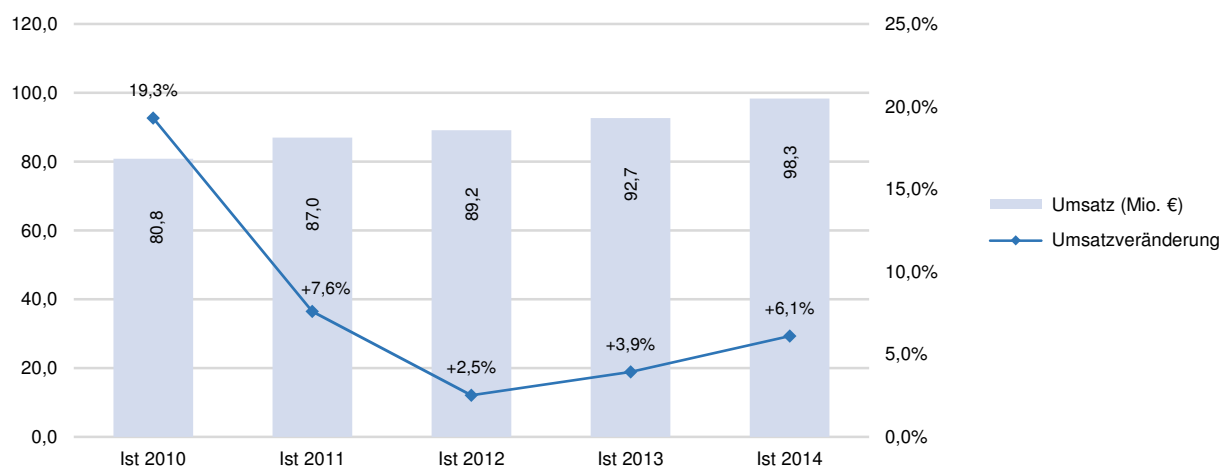
Die Behrens Gruppe verfügt nach unserer Einschätzung über ein **leicht erhöhtes Geschäftsrisiko**. Positiv bewerten wir die gute Marktposition durch ein breites Produktportfolio, das die Behrens AG als Systemlieferant für Befestigungstechnik qualifiziert sowie die branchenweit bekannten Marken „BeA“ und „Reich“. Durch Tochtergesellschaften und Joint Ventures in verschiedenen Ländern sowie weitere Vertriebspartner verfügt die Gruppe über ein internationales Distributionsnetz. Das Distributionsnetz und die kurzfristige Lieferfähigkeit führen in Verbindung mit dem breiten Produktportfolio sowie den Beschaffungsstrukturen mit langen Transportzeiten zu einer hohen Kapitalbindung im Working Capital und einer hohen Komplexität, die bei kurzfristigen Marktabschwächungen nach unserer Einschätzung die Handlungsflexibilität einschränken. Mit ca. 20.000 Endkunden aus verschiedenen Branchen weist die Gruppe eine gute Diversifizierung auf. Die Hauptabnehmerbranchen Verpackungs-, Möbel- und Bauindustrie unterliegen konjunkturellen Schwankungen. Es bestehen Risiken aus der Aufwertung des US-Dollars sowie steigenden Stahlpreisen. Darüber hinaus können sich Risiken aus dem Fremdbezug sowie aus der Einkaufsdisposition ergeben.

Finanzrisikoprofil

Ertragskraft

Die Erträge aus Joint Ventures wurden in die sonstigen betrieblichen Erträge gegliedert. Die sonstigen Steuern wurden analytisch den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zugeordnet. Darüber hinaus haben wir keine Bereinigungen vorgenommen.

Analytische Bereinigungen



Die Behrens Gruppe konnte ihre Umsatzerlöse in den vergangenen Jahren erhöhen. Im Jahr 2013 ging der Umsatzanstieg ausschließlich auf die Akquisition der Karl M. Reich Verbindungstechnik GmbH (KMR) zurück, die Erlöse in Höhe von € 4,2 Mio. (zeitanteilig für 9 Monate) erwirtschaftete. Das Wachstum in 2014 ging neben der ganzjährigen Berücksichtigung von KMR auf Umsatzzuwächse außerhalb Deutschlands, hier insbesondere der Tochtergesellschaften in England, Tschechien und den USA, zurück. Hierbei wurde die Entwicklung durch die Verbesserung der allgemeinen konjunkturellen Lage positiv beeinflusst.

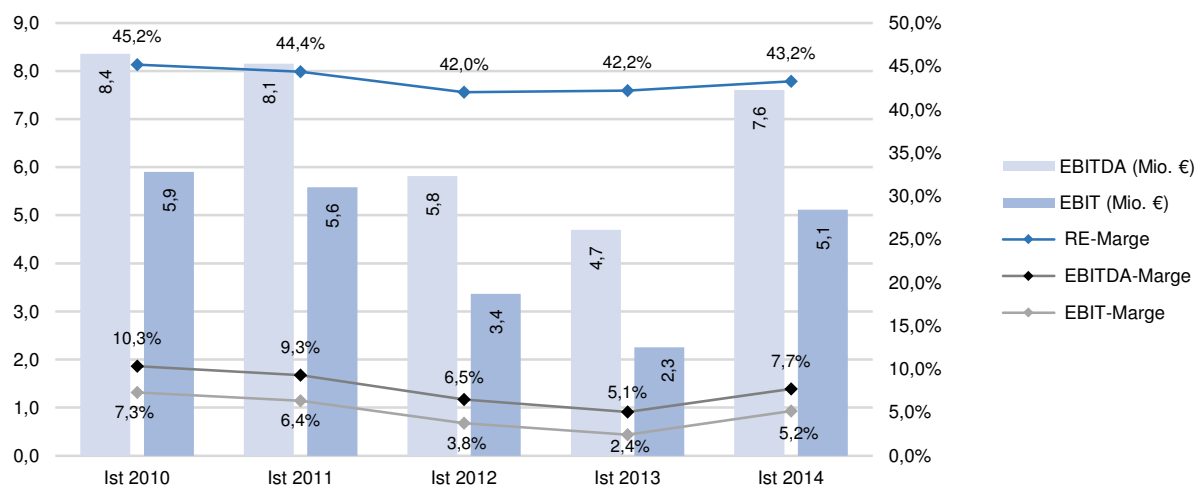
Umsatzwachstum durch eine Akquisition sowie Auslandsaktivitäten

In der regionalen Betrachtung wurden 2014 42,2 % der Umsätze vom Segment Deutschland inkl. Export, 45,0 % im restlichen Europa und 12,8 % in der restlichen Welt (ROW) erzielt. Etwa drei Viertel des Umsatzes wird in Auslandsmärkten erzielt. Nach Produktgruppen gegliedert werden etwa zwei Drittel der Umsätze mit Befestigungsmitteln, etwa 13 % mit Druckluftgeräten und rund 20 % mit sonstigen Produkten erwirtschaftet. Da die Befestigungsmittel überwiegend von Lieferanten bezogen werden, fungiert die Behrens AG diesbezüglich als Händler.

Europa ist der Kernmarkt

In den kommenden Jahren sollen die Umsätze durch organisches Wachstum weiter ansteigen. Insgesamt unterstellt die Behrens Gruppe in ihren Planungen für 2015 ein langsames konjunkturelles Wachstum der Realwirtschaft und für die Folgejahre insbesondere für Europa verbesserte Konjunkturdaten für die wichtigsten europäischen Länder Spanien, Italien und Frankreich. Aus unserer Sicht sind die geplanten Umsatzzuwächse weitgehend realistisch.

Umsatzwachstum geplant



Die Rohertragsmarge stieg in den vergangenen zwei Geschäftsjahren an. Im Geschäftsjahr 2014 konnte die Behrens Gruppe den sukzessiv gestiegenen USD-Wechselkurs durch einen rückläufigen Stahlpreis und eine Anpassung der Einkaufspreise bei den Hauptlieferanten in Asien kompensieren. Zudem wurde teilweise von europäischen auf preisgünstigere asiatische Lieferanten gewechselt. Insgesamt sind die Materialaufwendungen stark vom Stahlpreis sowie dem USD-Wechselkurs beeinflusst, die jeweils eine hohe Volatilität aufweisen. Das USD-Exposure wird zu einem Großteil seit Mitte 2014 regelmäßig abgesichert. Während die Bestellungen in Fernost einen längeren zeitlichen Vorlauf benötigen, ist der Produktabsatz von kurzfristigen Auftragsvorläufen sowie konjunkturellen und auch witterungsbedingten Einflüssen abhängig. Diese den Marktgegebenheiten und dem Wertschöpfungsprozess inklusive Logistik geschuldeten Risiken sind nur sehr begrenzt absicherungsfähig.

Rohertragsmarge stark vom volatilen Stahlpreis und USD-Wechselkurs beeinflusst

Die Erträge aus Joint Ventures stiegen im Betrachtungszeitraum kontinuierlich auf € 0,8 Mio. an, was auf die gute Entwicklung des polnischen Joint Ventures zurückgeht.

Steigende Ergebnisbeiträge aus Joint Ventures

Die Personalaufwendungen stiegen bis 2013 überproportional an. Dies war überwiegend auf Tarifierhöhungen sowie die erstmalige Berücksichtigung der KMR zurückzuführen. In 2014 konnte die Personalaufwandsquote insbesondere durch eine erhöhte Auslastung der Fertigungskapazitäten auf 19,8 % (2013: 20,7 %) reduziert werden. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren in 2013 durch die Übernahme der KMR, erhöhte Fracht- und Marketingaufwendungen im Zusammenhang mit der KMR-Übernahme sowie auch Waiver-Gebühren aufgrund der Covenant-Verletzungen im Konsortialkreditvertrag überproportional gestiegen.

Betriebskosten 2013 durch KMR-Übernahme belastet

In der längerfristigen Betrachtung ab 2010 war die operative Ertragskraft bis 2013 stark rückläufig. Maßgeblich ist dies auf bis 2012 gestiegene Materialaufwendungen durch die Umstellung von Eigenfertigung auf Fremdbezug der Befestigungsmittel zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2011 fielen zudem Einmalkosten für die Anleiheemission an. 2012 und 2013 belasteten überproportional gestiegene Personalaufwendungen im Zusammenhang mit dem Auslaufen des Sanierungstarifvertrages die operative Ertragskraft. Im Geschäftsjahr 2013 waren darüber hinaus Einmalkosten für die Übernahme der KMR zu verzeichnen. 2014 hat sich die operative Ertragskraft erstmals wieder erhöht. Dies ist einerseits auf Änderungen in der Beschaffung sowie auch auf eine verbesserte Auslastung der Fertigungskapazitäten zurückzuführen. Die Betriebsergebnismarge erreicht mit 5,2 % vor dem Hintergrund der Höhe der Finanzierungskosten ein noch nicht befriedigendes Niveau. Die Nachhaltigkeit einer (operativen) Ertragskraftverbesserung ist aus unserer Sicht überwiegend von der Auslastung der Fertigungskapazitäten sowie der Absicherung der Kalkulationsbasis, insbesondere des USD-Kurses, abhängig.

Operative Ertragskraft nach längerfristigem Abwärtstrend in 2014 erstmals wieder verbessert und auf ein noch befriedigendes Niveau

Durch die Umstellung von Eigenfertigung auf überwiegenden Fremdbezug der Befestigungsmittel im Jahr 2010 hat sich die Kostenstruktur flexibilisiert. Starke Umsatzeinbrüche,

wie sie die Behrens Gruppe im Jahr 2009 (rd. 30 %) verzeichnen musste, sollten unseres Erachtens künftig besser verkräftet werden. Im Gegenzug hat sich mit der Umstellung auf Fremdbezug der Befestigungsmittel jedoch eine hohe Komplexität der Beschaffungsseite herausgebildet. Hinzu kommt, dass die Beschaffungskosten neben dem Stahlpreisrisiko noch von Währungsrisiken beeinflusst werden.

Kostenstruktur in letzten Jahren flexibilisiert; Komplexität der Beschaffung jedoch gestiegen

Der Zinsaufwand ist in den vergangenen Jahren durch eine erhöhte Finanzverschuldung gestiegen und betrug 2014 € 3,8 Mio. Das Jahresergebnis war nach negativen Werten 2012 und 2013 in 2014 mit € 1,2 Mio. wieder knapp positiv. Steigende Ergebnisbeiträge verzeichnen die Auslandsgesellschaften in Großbritannien und Tschechien.

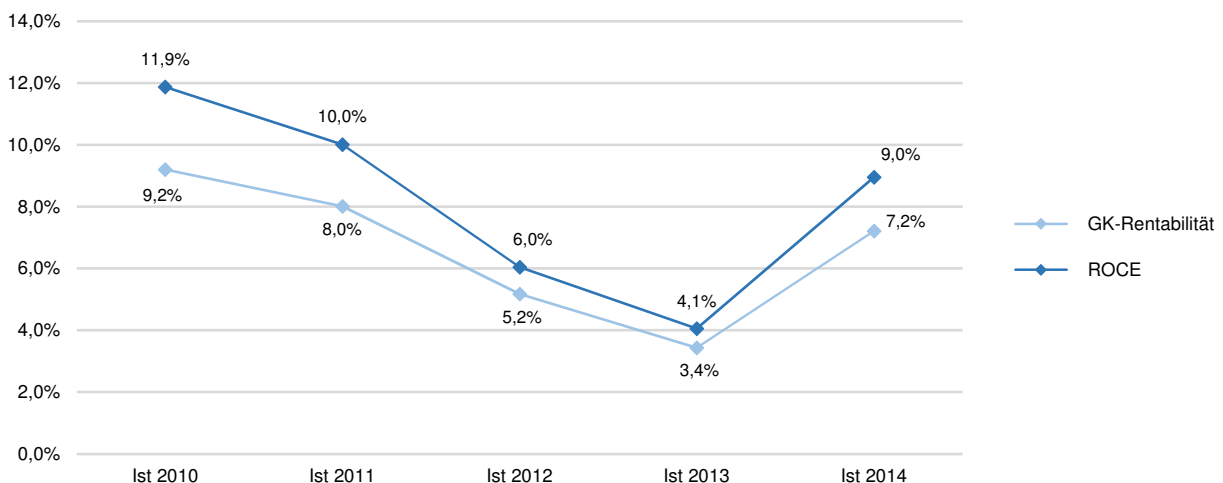
Zinsaufwand erhöht

Im 1. Halbjahr 2015 stiegen die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahreszeitraum um € 2,9 Mio. bzw. 5,6 % auf € 53,5 Mio., davon entfielen € 1,3 Mio. auf Währungseffekte. Die Materialaufwendungen stiegen wegen des starken USD überproportional an, sodass sich die Rohertragsmarge auf 42,4 % verminderte. Die Personalaufwendungen stiegen auslastungsbedingt unterproportional, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken maßgeblich durch den Wechsel des Logistikdienstleisters trotz der Geschäftsausweitung. Das Betriebsergebnis konnte um 7,5 % auf € 3,2 Mio. erhöht werden. Die EBIT-Marge verbesserte sich auf 6,0 % und liegt damit auf Planungsniveau. Das Konzernperiodenergebnis stieg auf € 1,1 Mio.

Positive Entwicklung im 1. HJ 2015. Wachstumsraten beim Umsatz und Betriebsergebnis liegen auf Planungsniveau

Die finanziellen Planungen gehen von einer schrittweisen Verbesserung der operativen Ertragsmargen durch eine erhöhte Rohertragsmarge sowie weitere Degressionseffekte infolge der geplanten Umsatzausweitung aus.

Verbesserung der operativen Ertragskraft geplant



Die Rentabilitätskennzahlen haben sich im Zusammenhang mit der Entwicklung der operativen Ertragskraft bis 2013 abgeschwächt und in 2014 stark verbessert. Im Geschäftsjahr 2014 erreichten die Werte aus unserer Sicht dennoch nur ein unbefriedigendes Niveau. Im 1. Halbjahr 2015 haben sich die ROCE und Gesamtkapitalrentabilität verbessert und liegen leicht über den Planwerten für 2015.

Schwache Rentabilitätskennzahlen in 2014; Verbesserung im 1. Halbjahr 2015

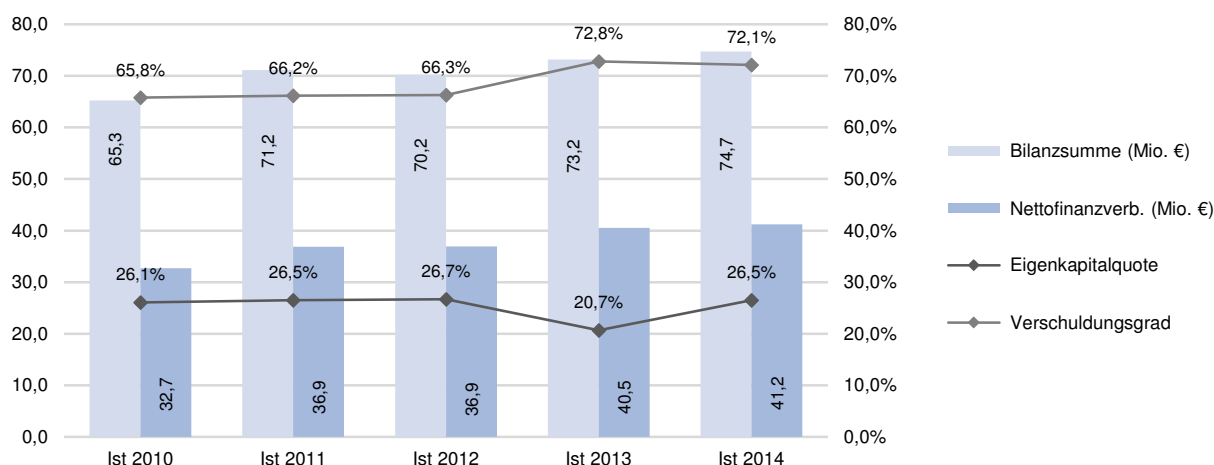
Die Behrens Gruppe konnte ihre Umsätze in den vergangenen Jahren mit zunehmender Dynamik erhöhen. Zum Teil geht dies auf Akquisitionen zurück. In der längerfristigen Betrachtung war die operative Ertragskraft bis 2013 stark rückläufig. Maßgeblich war dies auf eine zu geringe Auslastung der Fertigungskapazitäten, aber auch gestiegene Materialaufwendungen infolge volatiler Wechselkurse (EUR/USD) und Stahlpreise, die nur teilweise abgesichert wurden, zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2014 hat sich die (operative) Ertragskraft durch Änderungen auf der Beschaffungsseite (Lieferantenwechsel) sowie auch Degressionseffekte verbessert. Die Ertragskraft kann aus unserer Sicht vor dem Hintergrund der Höhe der Finanzierungskosten jedoch noch nicht zufrieden stellen. Die finanziellen Planungen gehen von einer

schrittweisen Verbesserung der operativen Ertragsmargen durch eine erhöhte Roh-ertragsmarge sowie weitere Degressionseffekte infolge der geplanten Umsatzausweitung aus. Die Nachhaltigkeit einer operativen Ertragskraftverbesserung ist stark von einer konjunkturell beeinflussten Umsatzerhöhung abhängig. Vor dem Hintergrund der erwarteten Entwicklung des Marktumfeldes sowie auch der bisherigen Entwicklung in 2015 bewerten wir die geplanten Umsatz- und Ertragssteigerungen als weitgehend realistisch. Risiken für die geplante Entwicklung resultieren nach unserer Einschätzung insbesondere aus einer derzeit unerwarteten konjunkturellen Abschwächung in den Hauptabsatzmärkten. Risiken aus der Beschaffungsseite, und hier vor allem aus einer weiteren Abschwächung des Euro gegenüber dem US Dollar, sollten durch die Absicherungsgeschäfte reduziert werden.

Kapitalstruktur

Basierend auf den Analysegrundsätzen der Euler Hermes Rating GmbH wurden die aktiven und passiven latenten Steuern saldiert.

Analytische Bereinigungen



Die Bilanzsumme hat sich in den vergangenen Jahren moderat erhöht. Während der Anstieg in 2013 insbesondere auf das ausgeweitete Vorratsvermögen im Zusammenhang mit der Aufnahme der KMR-Produkte in das Absatzprogramm, der Ausweitung des Produktportfolios um Bauschrauben, aber auch auf die Anhebung des zur Sicherstellung der Lieferfähigkeit notwendigen Vorratsbestandes zurückging, erhöhte sich in 2014 das Immobilienvermögen. Hier wurde am Stammsitz in Ahrensburg in einen Lagerneubau nebst Verschieberegallagersystem sowie in eine Lagererweiterung in Frankreich investiert. Die Sachanlagenquote liegt 2014 bei 34,7 %.

Erhöhung der Bilanzsumme in 2014 durch umfangreiche Investitionen

Die Vorräte machen rd. 35 % der Bilanzsumme aus. Der in den letzten Jahren angestrebte Bestandsabbau konnte noch nicht umgesetzt werden. Die ergriffenen, fortlaufenden Optimierungsmaßnahmen an der Dispositions- und Bestellsoftware sollen erst mittelfristig greifen. Der Vorratsbestand unterliegt währungs- und rohstoffpreisinduzierten Schwankungen, die zu einer höheren Kapitalbindung führen können. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen konnten 2014 um € 0,5 Mio. auf € 14,1 Mio. reduziert werden, nachdem die Kundenforderungen im Vorjahr wegen der erstmaligen Belieferung von KMR-Kunden sowie auch infolge der stärkeren Inanspruchnahme von Zahlungszielen um 1,3 Mio. angestiegen waren. Liquide Mittel werden aufgrund eines aktiven Liquiditätsmanagements nur in geringem Umfang vorgehalten, zuletzt per 31. Dezember 2014 in Höhe von € 0,4 Mio.

Angestrebter Bestandsabbau bei Vorräten noch nicht umgesetzt

Das Eigenkapital ist im Geschäftsjahr 2013 durch das negative Jahresergebnis und Währungsumrechnungsverluste von € 18,8 Mio. auf € 15,1 Mio. gesunken. 2014 erhöhte es

Eigenkapital 2014 leicht erhöht

sich auf € 15,9 Mio. Hierbei standen dem Jahresgewinn (€ 1,2 Mio.) versicherungsmathematische Bewertungsverluste aus den Pensionsverpflichtungen (€ 0,5 Mio.) gegenüber. Die Pensionsrückstellungen erhöhten sich entsprechend auf € 2,5 Mio. Das Eigenkapital besteht per 31. Dezember 2014 neben dem Grundkapital zu einem Großteil aus einer Neubewertungsrücklage.

Die Finanzverschuldung dominiert die Passivseite mit 55,7 % bzw. € 41,6 Mio. Den Großteil der Finanzverbindlichkeiten bildet die im März 2016 fällige Anleihe (per 31. Dezember 2014 € 29,4 Mio.). Die Bankverbindlichkeiten betreffen überwiegend die Inanspruchnahme der Konsortialkreditlinie, die – mit sinkender Kreditlinie – zunächst bis zum 31. Dezember 2015 zur Verfügung steht. In geringem Umfang (€ 1,3 Mio.) bestanden grundschuldbesicherte Immobiliendarlehen von Auslandsgesellschaften.

Die Kapitalstrukturkennzahlen stellen sich Ende 2014 mit einer Eigenkapitalquote von 21,3 % und einem Verschuldungsgrad von 72,1 % aus unserer Sicht knapp befriedigend dar. Vor dem Hintergrund der kurzfristigen Blockfälligkeit der Finanzverschuldung ist die Kapitalstruktur aus unserer Sicht derzeit unbefriedigend.

Zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2015 soll sich die Bilanzsumme durch ein geplantes nachrangiges Gesellschafterdarlehen der Eheleute Fischer-Zernin in Höhe von € 7,5 Mio. erhöhen. Nach unseren Analysegrundsätzen bewerten wir dieses Gesellschafterdarlehen zu 75 % als wirtschaftliches Eigenkapital. Das Eigenkapital soll sich des Weiteren gewinnbedingt erhöhen. Die wirtschaftliche Eigenkapitalquote soll sich 2015 auf befriedigende 27,0 % verbessern. Das Gesellschafterdarlehen wurde auf der Aktivseite wegen der Verpfändung der Liquidität in den sonstigen Vermögensgegenständen abgebildet. Die bestehende Anleihe über € 30,0 Mio. soll im laufenden Jahr durch eine neue Anleihe über € 25,0 Mio. refinanziert werden, die weiterhin das Hauptfinanzierungsinstrument bilden soll. Für den Fall einer Nicht(voll)platzierung der neuen Anleihe bestehen alternative Finanzierungskonzepte. Die Ende 2015 auslaufende Konsortialkreditlinie soll durch eine bilaterale Kreditlinie in Höhe von € 6,0 Mio. ersetzt werden. Darüber hinaus sind immobilienbesicherte Finanzierungen in Höhe von rd. € 7 Mio. geplant. Eine Sale-and-lease-back-Finanzierung von Maschinen (€ 1,0 Mio.) wurde bereits erfolgreich abgeschlossen und ausbezahlt. Der Verschuldungsgrad soll sich auf 66,5 % reduzieren. Die Kapitalstrukturkennzahlen sollen sich Ende 2015 insgesamt auf ein befriedigendes Niveau verbessern.

Das Eigenkapital soll sich ab 2016 gewinnbedingt erhöhen. Die Cashflow-Überschüsse sollen zur Verminderung der Finanzverschuldung führen, sodass sich die geplante Kapitalstruktur bis 2017 weiter verbessert.

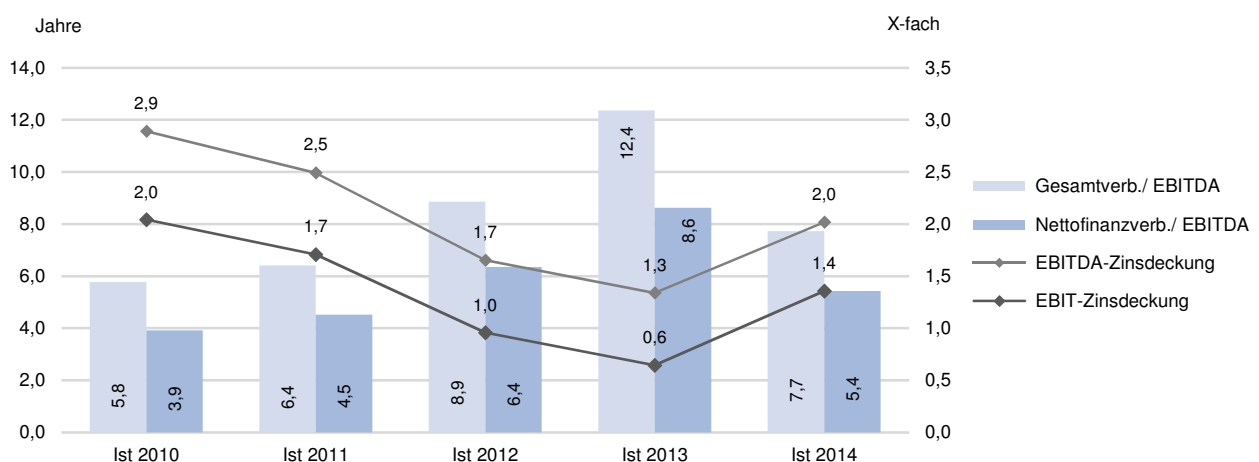
Hohe Finanzverschuldung mit kurzfristiger Blockfälligkeit

Kapitalstruktur unbefriedigend

2015 Verbesserung der Kapitalstruktur durch Gesellschafterdarlehen

Vorzeitige Refinanzierung der Anleihe und Neuordnung der übrigen Unternehmensfinanzierung

Ab 2016 gewinnbedingte EK-Erhöhung; Rückführung der Finanzverschuldung



Die verschuldungsbezogenen Finanzkennzahlen stellen sich aktuell infolge der hohen (Finanz)Verschuldung in Verbindung mit der noch verbesserungswürdigen operativen Ertragskraft schwach dar. Durch die schrittweise Rückführung der Finanzverschuldung und die Erhöhung der operativen Ertragskraft sollen sich Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen im Planungszeitraum sukzessiv verbessern

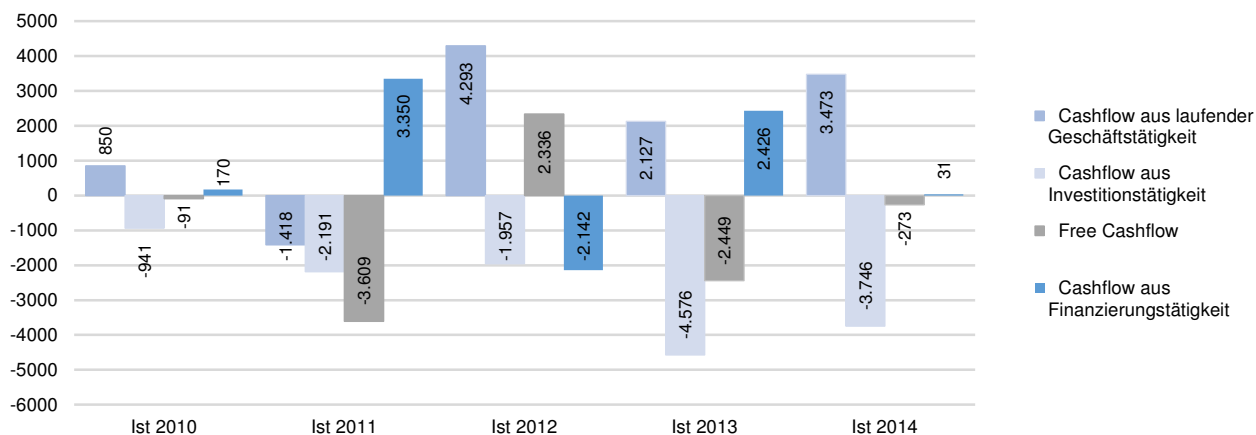
***Entschuldungspotenzial
und Zinsdeckungen sollen
sich verbessern.***

Im 1. Halbjahr 2015 stieg die Bilanzsumme um 7,1 % auf € 80,0 Mio. an. Hierbei stellen sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen saisonbedingt erhöht dar. Die Vorräte liegen infolge der Geschäftsausweitung um € 1,0 Mio. über dem letzten Bilanzstichtag. Das Eigenkapital stieg gewinn- und währungsbedingt um € 2,0 Mio. Die Finanzverschuldung stieg zur Finanzierung des erhöhten Working Capitals um € 1,6 Mio.

***Überplanmäßiges Working
Capital per 30. Juni 2015***

Die Bilanzstruktur ist von einem hohen Working Capital und einer hohen Finanzverschuldung geprägt. Die ergriffenen Optimierungsmaßnahmen zur Erhöhung des Lagerumschlags und Bestandsreduzierung beginnen erst zu greifen. Die Finanzverschuldung verfügt aktuell über eine kurzfristige Fälligkeitsstruktur. Die Anleihe (€ 30,0 Mio.) ist im März 2016 fällig und soll durch eine neue Anleihe über € 25,0 Mio. refinanziert werden. Für den Fall der Nicht(voll)platzierung bestehen alternative Finanzierungskonzepte. Die Ende 2015 auslaufende Konsortialkreditlinie wird schrittweise bis auf € 5,0 Mio. reduziert und soll auf bilateraler Basis in Höhe von € 6,0 Mio. prolongiert werden. Darüber hinaus sind Immobilienfinanzierungen in Höhe von rd. € 7 Mio. geplant. Die erfolgreiche Umsetzung der vorgesehenen Refinanzierungsmaßnahmen ist existenziell für die Behrens AG. Die finanziellen Planungen gehen neben einem Abbau der Vorratsbestände von einer Eigenkapitalerhöhung durch ein Gesellschafterdarlehen und geplante Gewinne sowie einer Reduzierung der Finanzverschuldung aus. Wir schätzen die geplante Reduzierung der Finanzverschuldung etwas zu ambitioniert ein. Wir gehen davon aus, dass sich die Reduzierung des Umlaufvermögens vor dem Hintergrund der angestrebten Geschäftsausweitung sowie insbesondere des komplexen Bestandsmanagements (Vorräte) nicht im geplanten Ausmaß einstellen wird und somit mehr finanzielle Mittel im Working Capital gebunden bleiben. Somit werden sich aus unserer Sicht die verschuldungsbezogenen Finanzkennzahlen etwas schwächer als geplant entwickeln, wengleich wir von einer Verbesserung gegenüber dem bisherigen Niveau ausgehen.

Cashflow / Finanzielle Flexibilität



Im Jahr 2013 führten die abgeschwächte Ertragslage sowie die mit der Erhöhung des Umlaufvermögens einhergehende Mittelbindung zu einem auf € 2,1 Mio. gesunkenen operativen Cashflow. Die Mittelabflüsse für Investitionen und Akquisitionen überstiegen den Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit, sodass sich ein negativer Free Cashflow von € 2,4 Mio. ergab, der durch die Erhöhung der Finanzverschuldung ausgeglichen wurde.

Durch die verbesserte Ertragslage hat sich der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit in 2014 auf € 3,5 Mio. erhöht. Dieser reichte jedoch nicht, um die im Geschäftsjahr erhöhten Mittelabflüsse für Investitionen in die Lagerkapazitäten zu decken. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit stellt sich nur knapp positiv dar, sodass zur Deckung des negativen Free Cashflows die liquiden Mittel reduziert wurden.

Mit steigenden Erträgen und bei geplantem unveränderten Working Capital Bestand sollen die Cashflows aus der laufenden Geschäftstätigkeit ab 2016 stark steigen. Die positiven Free Cashflows sollen zur Rückführung der Finanzverschuldung verwendet werden.

Im 1. Halbjahr 2015 hat sich der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit infolge der stark gestiegenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie höherer Vorräte vermindert und beträgt € -1,2 Mio. Durch nur geringe Mittelabflüsse aus Investitionstätigkeit beläuft sich der Free Cashflow auf € -1,3 Mio., der durch eine höhere Inanspruchnahme der Kreditlinien ausgeglichen wurde.

Neben der im März 2016 fälligen Anleihe (€ 30,0 Mio.) verfügt die Behrens Gruppe über eine Konsortialkreditlinie. Diese Konsortialkreditlinie über ursprünglich € 12,0 Mio. besteht per Ende August 2015 noch in Höhe von € 6,4 Mio. und wird bis zur Fälligkeit am 31. Dezember 2015 schrittweise auf € 5,0 Mio. reduziert. Per 17. September 2015 betrug die Inanspruchnahme der Kreditlinie € 3,8 Mio. Nach Auslaufen der Konsortialkreditlinie zum Jahresende plant die Behrens AG eine bilaterale Betriebsmittelkreditlinie in Höhe von insgesamt € 6,0 Mio. sowie immobilienbesicherte Finanzierungen (rd. € 7 Mio.). Als Alternative zu den immobilienbesicherten Finanzierungen sowie ggf. zum Ausgleich einer Minderplatzierung der neuen Anleihe soll die Platzierung von Schuldscheindarlehen erfolgen. Hierzu werden derzeit potentielle Investoren angesprochen.

Ausgehend von der Fälligkeit der Anleihe im März 2016 sowie vom derzeitigen Finanzierungsrahmen und unter Berücksichtigung der Rückführung der Konsortiallinie bis zum Jahresende soll die Unternehmensfinanzierung gesichert und bei Umsetzung aller Finanzierungsmaßnahmen die finanzielle Flexibilität verbessert werden.

2013 schwacher operativer Cashflow bei hohen Abflüssen für Investitionen und Akquisitionen

2014 führte hohe Investitionstätigkeit bei verbessertem operativen Cashflow zu leicht negativem Free Cashflow

Steigende Free Cashflows im Planungszeitraum

Negativer Free Cashflow im 1. Halbjahr 2015

Planung: Refinanzierung der im März 2016 fälligen Anleihe; Ersetzung der auslaufender Konsortialkreditlinie durch bilaterale Kreditlinien; weitere Finanzierungsbausteine

Die Innenfinanzierungskraft für Investitionen wird neben der operativen Ertragslage maßgeblich von der Mittelbindung im Working Capital beeinflusst. Aufgrund der absoluten Höhe des Umlaufvermögens (rd. € 43 Mio.), bewertungsbedingter Einflüsse (Stahlpreis, USD-Wechselkurs) sowie eines hohen Vorratsbestandes zur Sicherung der kurzfristigen Lieferfähigkeit besteht eine relativ hohe (stichtagsbedingte) Volatilität in Bezug auf die Liquiditätsbindung. Die Behrens Gruppe strebt an, den Lagerumschlag und Lagerbestand durch die erfolgten Investitionen und Maßnahmen zu optimieren. Bezüglich der geplanten Entwicklung der operativen Cashflows gehen wir mit Verweis auf unsere Einschätzung zur Working Capital Entwicklung von einer schwächeren Entwicklung aus. Folglich wird sich die geplante Rückführung der Finanzverschuldung aus den Free Cashflows verzögern. Die finanzielle Flexibilität bewerten wir derzeit unter Berücksichtigung der kurzfristigen Fälligkeitsstruktur als knapp bemessen. Bei erfolgreicher Neuordnung der Finanzierung würde sich der Finanzierungsrahmen knapp erhöhen und die Fälligkeitsstruktur stärker differenzieren. Eine erfolgreiche Platzierung von Schuldscheindarlehen über die Höhe der geplanten immobilienbesicherten Darlehen sowie ggf. eine Minderplatzierung der neuen Anleihe hinaus ist hierbei noch nicht berücksichtigt. Hauptfinanzierungsinstrument soll eine Anleihe über € 25,0 Mio. und einer Laufzeit von 5 Jahren bilden. Das Risiko, dass die Refinanzierung nicht planmäßig gelingt, wird von uns im Rahmen dieses vorläufigen Ratings nicht bewertet.

Fazit

Das **Finanzrisiko** der Behrens Gruppe schätzen wir als erhöht ein. Die Ertragskraft ist bei derzeit knapp befriedigenden Margen stark von der Entwicklung von Stahlpreis und US-Dollar abhängig. Umsatzrückgänge unter Erwirtschaftung eines den Zinsaufwand deckenden Betriebsergebnisses sind nach unseren überschlägigen Berechnungen – ausgehend von 2014 – in Höhe von max. 10 % verkraftbar. Insgesamt ist die Ertragskraft durch die währungs- und rohstoffbedingten Einflüsse relativ sensitiv. Die Bilanzstruktur ist von einem hohen Working Capital und einer hohen Finanzverschuldung mit aktuell kurzfristiger Blockfälligkeit geprägt. Die hohe Kapitalbindung im Vorratsbestand erfordert für die geplante Geschäftsausweitung sowie auch zur Abfederung von Schwankungen eine ausreichende finanzielle Flexibilität. Zur Sicherstellung der Unternehmensfinanzierung über den März 2016 hinaus sollen eine neue Anleihe über € 25,0 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren sowie weitere Finanzierungsmaßnahmen die Unternehmensfinanzierung sichern.

Anker-Rating

Die Behrens AG verfügt nach unserer Einschätzung über ein leicht erhöhtes Geschäftsrisiko und ein erhöhtes Finanzrisiko, sodass wir die Unternehmensgruppe mit einem vorläufigem Anker-Rating von B bewerten.

**Vorläufiges Anker-Rating:
B**

Das Unternehmen steht unmittelbar vor der Neuordnung der Unternehmensfinanzierung. Bei dem vorläufigen (Anker-) Rating gehen wir davon aus, dass die vorgesehenen Finanzierungsmaßnahmen planmäßig umgesetzt werden. Sollte dies nicht gelingen, werden wir das vorläufige Rating zurückziehen.

Modifizierung

Operationelle Risiken

Operationelle Risiken der Behrens AG resultieren nach unserer Einschätzung insbesondere aus der Personenabhängigkeit von Herrn Fischer-Zernin.

Alleinvorstand ist Herr Fischer-Zernin (Jg. 1960), dessen Familie insgesamt über 66,12 % der Aktien verfügt. Herr Fischer-Zernin verantwortet neben der strategischen Ausrichtung des Unternehmens den Einkauf in Asien und ist auch in die übrigen wesentlichen operativen sowie finanzwirtschaftlichen Vorgänge und Entscheidungen stark eingebunden.

**Personenabhängigkeit
vom Alleinvorstand**

Die Beschaffungsstrukturen der Befestigungsmittel führen in Verbindung mit dem großen Produktspektrum, der breiten Kundenbasis sowie der erforderlichen kurzfristigen Lieferfähigkeit an Kunden zu einer hohen Komplexität des Bestandsmanagements, was eine ausdifferenzierte Disposition erfordert (Details siehe Berichtsteil Strategie). Trotz der kontinuierlichen Verbesserungen in der Software können Fehldispositionen nicht ausgeschlossen werden, insbesondere bei plötzlich eintretenden (externen) Ereignissen. Fehldispositionen können zu einer hohen Kapitalbindung führen. Das Dispositionsrisiko aus der starken Disbalance der Vorlaufzeiten bei Einkauf und Vertrieb wird darüber hinaus durch Währungsrisiken (EUR/USD) verstärkt. Bei einer nachhaltigen Aufwertung des US-Dollar, der Fakturawährung für Einkäufe in China, aber ggf. auch für kurzfristig notwendige Materialbestellungen oder im Falle nachhaltiger Behinderungen der Seetransporte, kann Behrens (temporär) zu osteuropäischen Lieferanten wechseln. Insofern weisen die Beschaffungsstrukturen eine hohe Flexibilität auf.

**Dispositionsrisiken im
Einkauf**

Die Behrens Gruppe verfügt aus unserer Sicht über der Unternehmensgröße und -komplexität angemessene Organisationsstrukturen. Die Auslandsgesellschaften agieren operativ und finanzwirtschaftlich weitgehend selbständig, deren Geschäftsentwicklung eng und detailliert durch das Controlling verfolgt wird. Die Reportingstrukturen sind hierbei für alle Gesellschaften einheitlich vorgegeben. Die Auslandsgesellschaften – mit Ausnahme der US-Tochter – werden in Euro fakturiert, sodass diese eventuelle Währungsrisiken selbständig absichern müssen. In Abhängigkeit von der personellen Ausstattung der Auslandstöchter und Expertise im Finanzbereich könnte eine Absicherung von Währungsrisiken durch die Zentrale aus unserer Sicht unter Umständen geeigneter sein. Das EUR/USD-Währungs-exposure wird durch die Zentrale mittels Devisentermingeschäften abgesichert.

**Flexible Beschaffungs-
strukturen**

**Angemessene Organisati-
onsstruktur in der Zent-
rale, Auslandsgesellschaf-
ten weitgehend selbstän-
dig**

Die Behrens AG bildet an ihrem Unternehmenssitz in Ahrensburg über Bedarf aus, derzeit hat das Unternehmen 24 Auszubildende. Somit ist die Nachbesetzung (altersbedingt) frei

**Verbesserungsbedarf im
Fremdwährungsmanage-
ment**

werdender Stellen oder die Besetzung wachstumsbedingt neuer Stellen grundsätzlich gewährleistet. In der Produktion in Ahrensburg sind die Mitarbeiter so geschult, dass sie mehrere Maschinen bedienen können, sodass eine hohe Flexibilität gegeben ist. Insgesamt ist die Fluktuation sehr gering, wodurch das Unternehmen auf einen breiten Erfahrungsschatz zurückgreifen kann. Derzeit ist die Auslastung der Maschinenkapazitäten im oberen Grenzbereich. Zusätzliche Maschinen sind bereits bestellt und sollen in Kürze in den Produktionsprozess integriert werden.

Als operationelles Risiko betrachten wir die Personenabhängigkeit vom Alleinvorstand. Die Organisationsstrukturen, die Planungs- und Steuerungssysteme sowie die Flexibilität der Fertigungsstrukturen sind aus unserer Sicht angemessen. Verbesserungsbedarf besteht aus unserer Sicht im Management des Währungs exposures. Wir nehmen keine Modifikation des vorläufigen Anker-Ratings vor.

Flexible Fertigungsstrukturen und eigene Ausbildung des Fachkräftenachwuchses

Vorläufiges Stand-alone-Rating: B

Externer Einfluss

Besondere externe Einflüsse, z. B. durch staatliche Institutionen, bestehen aus unserer Sicht nicht.

Wir nehmen keine Modifikation des vorläufigen Stand-alone-Ratings vor und bewerten die Behrens AG vorläufig mit B.

Vorläufiges Emittentenrating: B

Durchführung des Ratings

Der vorliegende Bericht stellt eine verkürzte Zusammenfassung des ausführlichen Ratingberichtes vom 02. Oktober 2015 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 20. Juli 2015 durch die Joh. Friedrich Behrens AG (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 13. August 2015 statt. Am 07. Oktober 2015 wurde der ausführliche Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 02. Oktober 2015 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Rating auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratings 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 GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitsklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 07. Oktober 2015

Analysten

Gundel Bergknecht, Senior Analystin und Projektleiterin
Silke Naused, Senior Analystin

Ratingkomitee

Kai Gerdes, Direktor
Holger Ludewig, Direktor
Christian Vogel, Rating Analyst

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2012, 2013 und 2014; Konzern-Halbjahresfinanzbericht per 30. Juni 2015
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen
(z. B. Bankenspiegel, Reportings etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier und Unternehmensplanung
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

Ratingmethodik

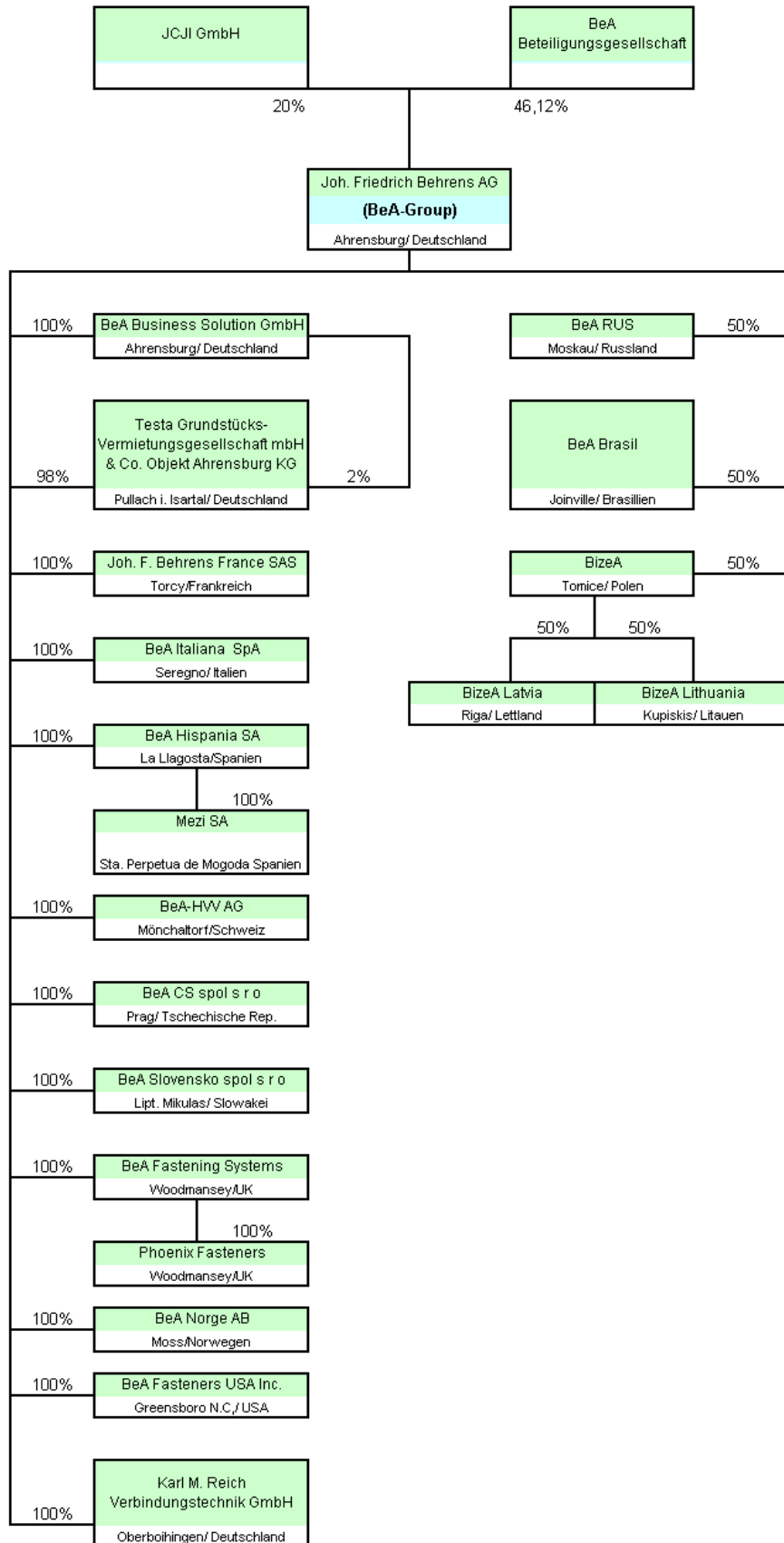
Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2014.pdf>)

Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als „erstklassig“ bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Gütekategorie". 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 zukunftsichere 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.

Anlage 2: Konzernstruktur

Fischer-Zernin-Gruppe



Anlage 3.1: Struktur- Gewinn- und Verlustrechnung

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung	2012		2013		2014		1. HJ 2015		Veränderung zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	2013	2014
Umsatzerlöse	89.157	99,9	92.661	99,9	98.308	99,5	53.464	98,9	3,9	6,1
Gesamtleistung	89.245	100,0	92.744	100,0	98.775	100,0	54.045	100,0	3,9	6,5
Materialaufwand	51.755	58,0	53.627	57,8	56.058	56,8	31.117	57,6	3,6	4,5
Rohertrag	37.490	42,0	39.117	42,2	42.717	43,2	22.928	42,4	4,3	9,2
Sonst. betriebliche Erträge	1.835	2,1	1.331	1,4	1.400	1,4	701	1,3	-27,5	5,2
Personalaufwand	18.145	20,3	19.170	20,7	19.545	19,8	10.148	18,8	5,6	2,0
Sonst. betriebliche Aufwendungen	15.368	17,2	16.581	17,9	16.969	17,2	8.945	16,6	7,9	2,3
EBITDA	5.812	6,5	4.697	5,1	7.603	7,7	4.536	8,4	-19,2	61,9
Abschreibungen	2.444	2,7	2.442	2,6	2.486	2,5	1.301	2,4	-0,1	1,8
EBIT	3.368	3,8	2.255	2,4	5.117	5,2	3.235	6,0	-33,0	126,9
Finanzergebnis	-3.257	-3,6	-3.254	-3,5	-3.498	-3,5	-1.882	-3,5	-0,1	7,5
<i>davon Zinsaufwand</i>	3.520	3,9	3.509	3,8	3.770	3,8	1.962	3,6	-0,3	7,4
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	111	0,1	-999	-1,1	1.619	1,6	1.353	2,5	-1.000,0	-262,1
Außerordentliches Ergebnis	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	n/a	n/a
Ergebnis vor Steuern (EBT)	111	0,1	-999	-1,1	1.619	1,6	1.353	2,5	-1.000,0	-262,1
Jahresüberschuss	-884	-1,0	-2.662	-2,9	1.244	1,3	1.128	2,1	201,1	-146,7

Quelle: Konzernabschlüsse der Joh. Friedrich Behrens AG - bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHR

Anlage 3.2: Strukturbilanz

Strukturbilanz	31.12.2012		31.12.2013		31.12.2014		30.06.2015		Veränderung zum Vj. (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	2013	2014
Aktiva	70.222	100,0	73.175	100,0	74.710	100,0	80.046	100,0	4,2	2,1
Anlagevermögen	28.141	40,1	29.543	40,4	31.393	42,0	31.588	39,5	5,0	6,3
<i>davon Immaterielle Anlagen</i>	1.149	1,6	1.699	2,3	1.391	1,9	1.277	1,6	47,9	-18,1
<i>davon Sachanlagen</i>	23.170	33,0	23.759	32,5	25.930	34,7	25.810	32,2	2,5	9,1
<i>davon Finanzanlagen</i>	3.822	5,4	4.085	5,6	4.072	5,5	4.501	5,6	6,9	-0,3
Umlaufvermögen (inkl. RAP)	42.081	59,9	43.632	59,6	43.317	58,0	48.458	60,5	3,7	-0,7
<i>davon Vorräte</i>	23.878	34,0	25.542	34,9	26.379	35,3	27.416	34,3	7,0	3,3
<i>davon Forderungen und sonstige VG</i>	17.563	25,0	17.485	23,9	16.552	22,2	20.555	25,7	-0,4	-5,3
<i>davon Forderungen aus LuL</i>	13.340	19,0	14.583	19,9	14.078	18,8	18.395	23,0	9,3	-3,5
<i>davon Kasse/Bank</i>	603	0,9	577	0,8	377	0,5	478	0,6	-4,3	-34,7
Passiva	70.222	100,0	73.175	100,0	74.710	100,0	80.046	100,0	4,2	2,1
Eigenkapital	18.770	26,7	15.137	20,7	15.933	21,3	17.951	22,4	-19,4	5,3
Rückstellungen	2.565	3,7	2.494	3,4	3.119	4,2	3.394	4,2	-2,8	25,1
<i>davon Pensionsrückstellungen</i>	2.160	3,1	2.018	2,8	2.535	3,4	2.588	3,2	-6,6	25,6
<i>davon Sonstige Rückstellungen</i>	405	0,6	476	0,7	584	0,8	806	1,0	17,5	22,7
Verbindlichkeiten (inkl. RAP)	48.887	69,6	55.544	75,9	55.658	74,5	58.701	73,3	13,6	0,2
<i>davon Anleihen</i>	25.737	36,7	27.402	37,4	29.434	39,4	29.824	37,3	6,5	7,4
<i>davon Verbindlichkeiten KI</i>	11.819	16,8	13.713	18,7	12.189	16,3	13.354	16,7	16,0	-11,1
<i>davon Verbindlichkeiten aus LuL</i>	4.374	6,2	5.980	8,2	6.128	8,2	7.577	9,5	36,7	2,5
<i>davon Finanzverbindlichkeiten</i>	37.556	53,5	41.115	56,2	41.623	55,7	43.178	53,9	9,5	1,2

Quelle: Konzernabschlüsse der Joh. Friedrich Behrens AG - bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHR

Anlage 4: Kennzahldefinitionen

Ertragskraft und Rentabilität

EBITDA-Marge

EBITDA-Marge
Zähler
EBITDA
Nenner
Gesamtleistung

Renditen

ROCE
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Gesamtkapitalrentabilität
Zähler
bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)
Zähler
EBITDA
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Kapitalstruktur und Verschuldung

Verschuldung

Eigenkapitalquote
Zähler
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Nettofinanzverbindlichkeiten

Nettofinanzverbindlichkeiten
Anleihen
+ Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
+ Wechselverbindlichkeiten
+ sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten
+ Leasingverbindlichkeiten (operating lease)
+ Anpassungen durch ABS/Factoring-Transaktionen
- liquide Mittel

Entschuldungsdauern

Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Gesamtkapital - wirtschaftliches Eigenkapital (= Gesamtverbindlichkeiten)
Nenner
EBITDA

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
EBITDA

Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
Zähler
EBITDA
Nenner
Zinsaufwand