



<b>Dürr AG</b> 20. Februar 2014	Sector Fundamentals	Issuer Analysis	Euler Hermes Credit Risk Profile	<b>Underweight</b>
	DUEGR 09/15 7,25%			

## Vorzeitige Rückzahlung der Anleihe aus unserer Sicht wahrscheinlich

Aufgrund der dynamischen Umsatzentwicklung seit 2009 (CAGR Top Line 34% p.a.) und der resultierenden Skaleneffekte konnte Dürr sowohl die operative Marge, als auch die Schuldentragfähigkeit (EBIT-Marge: 0,5% in 2009 auf rd. 8% in 2013e, Zinsdeckung von 0,3 in 2009 auf 7,0 in 2013e) in den vergangenen Jahren stetig verbessern. Die soliden Fundamentals seit Anleihebegebung haben entsprechend zu einem deutlichen Renditerückgang der Anleihe (YTM aktuell: 3,55%) geführt, sodass der Coupon von 7,25% nicht mehr der heutigen Risikosituation des Unternehmens entspricht. Sowohl unser Credit Risk Profile von CRP 4 (Investment Grade), welches auf eine Bonität hindeutet, die einem BBB gerateten Unternehmen entspricht (siehe Risk Mapping S. 13), als auch unsere qualitative Scoring-Analyse stützen diese Einschätzung.

**Fazit:** Bei der Bewertung der Anleihe gilt es jedoch, das vorzeitige Kündigungsrecht des Unternehmens (im Sept. 2014 zu 100%) zu berücksichtigen. Da wir in unserem Modell von einer vorzeitigen Rückzahlung (teilweise durch Cashflows, teilweise durch neues Fremdkapital refinanziert) ausgehen, sehen wir das aktuell noch hohe Kursniveau der Anleihe als gute Exit-Möglichkeit an. Derzeit wird die Dürr-Anleihe mit einem OAS (Option Adjusted Spread/Bid) von etwa -228 bp gehandelt (Yield-to-Call: -2,5%). Aktuell müsste der faire OAS, auf Basis unseres quantitativen Modells jedoch bei etwa +240 bp liegen. Der aktuelle Z-Spread von +260 bp, auf Basis der Annahme, die Anleihe würde nicht vorzeitig gecallt, verdeutlicht, dass der Markt die hohe Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung nicht berücksichtigt. Wir raten auf dem aktuellen Kurs- und Renditeniveau zu einer **Untergewichtung der Dürr-Anleihe**.

### Bond

Bloomberg: EI4021867 Corp  
 ISIN: DE000A1EWGX1  
 Fälligkeit: 28.09.2015  
 Coupon (in %): 7,25

### Rating

Moody: N.R.  
 S&P: N.R.  
 Fitch: N.R.



### Analyst

**Hendrik Emrich, CFA**  
 hendrik.emrich@eulerhermes-rating.com  
 Telefon: +49 40 88 34 64 27  
 Mobil: +49 171 442 0242

### Key Ratios

OAS (Mid)/ASW (Mid) -128,7bps/-168,9bps  
 Dur.(Mid)/Mod.Dur. (Mid) 0,602/0,607  
 YTM (Mid)/YTW (Mid) 3,85%/-1,19%

Kennzahlen Dürr AG (Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	1261,4	1922,0	2399,8	2447,8	2521,3	2622,1
EBITDA	59,6	129,0	206,0	227,6	234,5	246,5
EBITDA-Marge	4,7%	6,7%	8,6%	9,3%	9,3%	9,4%
EBIT	36,6	106,5	176,9	195,8	201,7	212,4
EBIT-Marge	2,9%	5,5%	7,4%	8,0%	8,0%	8,1%
Funds From Operations (FFO)	10,8	96,0	144,4	151,2	159,9	167,9
FFO / Net Debt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Operativer Cashflow	40,1	111,5	95,2	167,7	144,1	158,8
Free Cashflow	25,3	91,8	63,8	118,7	101,2	124,7
Free Cashflow to Bondholders	17,5	78,4	40,1	79,8	58,0	72,8
Net Debt	-21,3	-12,4	-63,2	-135,7	-183,6	-248,5
Total Debt	231,1	286,2	286,1	281,1	205,7	210,7
Net Debt / EBITDA	-0,4	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0
Total Debt / EBITDA	3,9	2,2	1,4	1,2	0,9	0,9
Risk Bearing Capital	26,2%	21,8%	23,7%	26,8%	31,0%	33,3%
Net Gearing	-6,6%	-3,4%	-14,6%	-26,5%	-30,8%	-36,6%

Quelle: Unternehmen (Historische Daten), Euler Hermes Rating (Prognosen u. eigene Berechnungen)

## Quantitatives Bewertungsmodell

Im Rahmen unseres quantitativen Analyse- und Bewertungsmodells zur Herleitung und Prognose von Credit Spreads für europäische Unternehmensanleihen testen wir im Rahmen multivariater Regressionsanalysen den Einfluss unterschiedlicher Risikofaktoren (sog. Proxies) auf die jeweiligen Credit Spreads. Ausgangspunkt für diese Methode sind empirische Befunde, dass die Bonitätseinschätzung bzw. das Rating eines Unternehmens nur einen Teil des am Markt geforderten Spreads erklären kann. Im Rahmen unserer Analyse haben wir verschiedene, statistisch hochsignifikante Einflussfaktoren für Credit Spreads identifiziert, die wir in vier Hauptkategorien untergliedern:

- **Unternehmensspezifische Faktoren** (Bonität, Größe, qualitative Faktoren)
- **Aktienbasierte Faktoren** (Volatilitäten, Kursperformance etc.)
- **Bondbasierte Faktoren** (Coupon, Rangigkeit, Covenants, Handelsliquidität)
- **Makrobasierte Faktoren** (Zinsniveau, Wechselkurse, Steilheit Zinsstrukturkurve etc.)

**Multivariates Regressionsmodell zur Herleitung und Prognose von Credit Spreads**

**Risikofaktoren in 4 Hauptkategorien unterteilt**

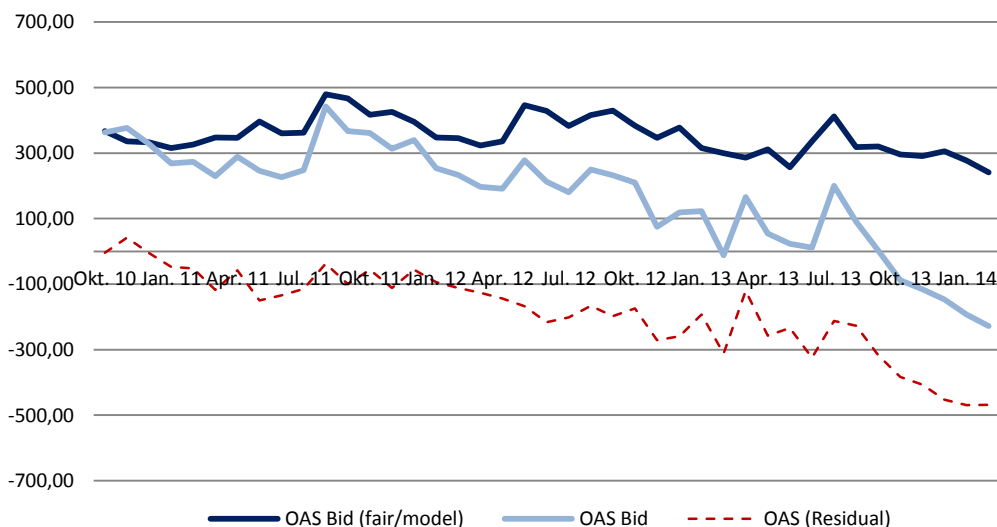
Die Schätzung basiert auf monatlichen Daten über einen Zeitraum von mehr als 10 Jahren (2003-2014). Die Benchmark besteht dabei aktuell aus mehr als 1.800 europäischen Corporate Bonds (davon 1.400 noch aktiv) von insgesamt 340 Emittenten.

Die folgende Grafik vergleicht den aus unserem quantitativen Modell abgeleiteten, fairen OAS (Option Adjusted Spread) mit dem aktuellen OAS der Dürr-Anleihe. Der faire OAS von aktuell 240 bp indiziert dabei eine deutliche Überbewertung der Dürr-Anleihe, die derzeit mit einem OAS von -228 bp gepreist ist. Dieses deutliche Mispriicing dürfte darauf zurückzuführen sein, dass der Markt die hohe Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe offenkundig bisher nicht vollständig eingepreist hat. Diese Annahme wird auch dadurch bestätigt, dass der aktuelle Z-Spread (ohne Berücksichtigung der Call-Option), unter der Annahme, die Anleihe wird nicht vor Ablauf gecallt, mit ca. 260 bp auf dem Niveau des fairen OAS liegt.

**Klare Überbewertung der Dürr-Anleihe indiziert**

**Vorzeitige Rückzahlung bislang vom Markt nicht eingepreist**

### Spreadentwicklung der Dürr Anleihe – (DUEGR 7 1/4 09/28/15)



Quelle: Bloomberg (OAS Bid) / Eigene Berechnungen

Das folgende Schaubild untergliedert den ermittelten fairen Spread in einzelne Bestandteile (Schichten). Hieraus kann abgeleitet werden, welche der vier Hauptkriterien/Risikofaktoren die Entwicklung des Spreads im Zeitablauf beeinflusst haben bzw. welchen Anteil die einzelnen Kategorien am gesamten Risikozuschlag der Anleihe haben. Dadurch können sowohl Übertreibungen des Marktes frühzeitig erkannt, als auch signifikante Trends der Vergangenheit identifiziert werden, die Rückschlüsse auf die künftige Spreadentwicklung zulassen.

**Aufspaltung des Spreads zeigt jeweilige Anteile der vier Risikofaktoren an**

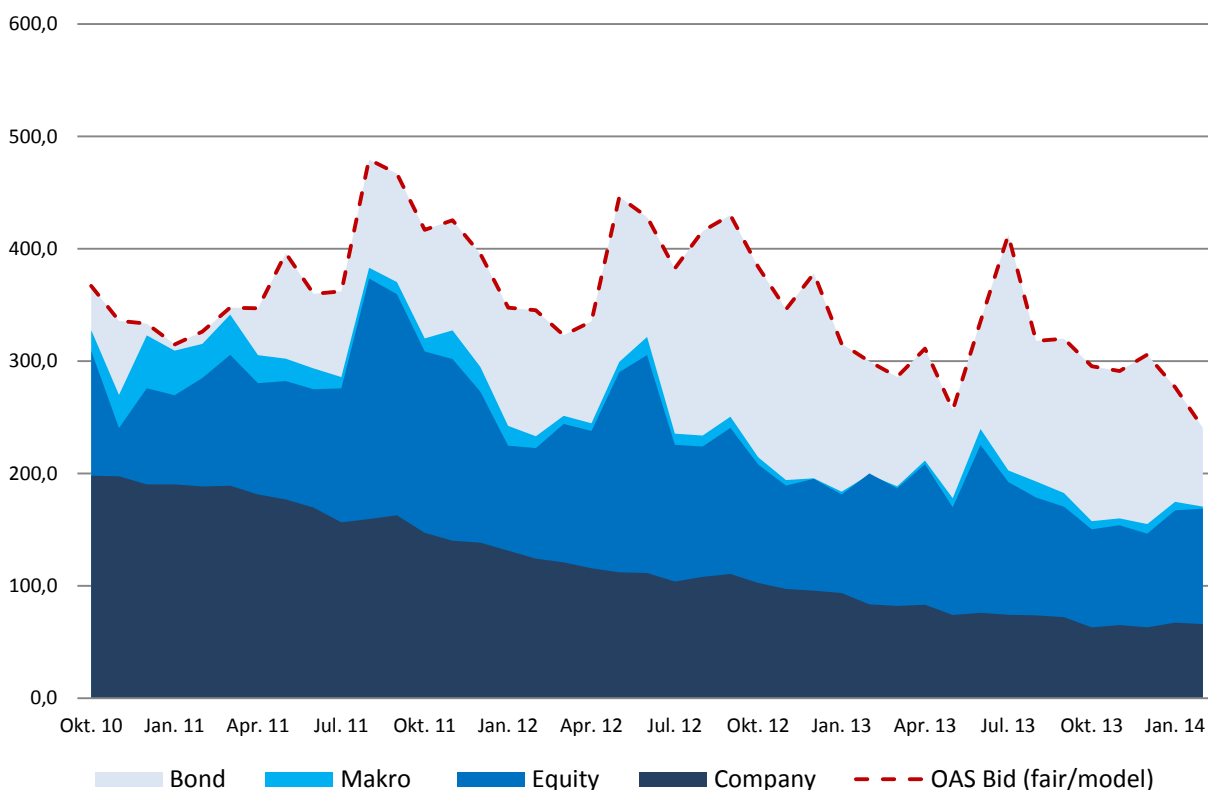
Bei Betrachtung der Spreadkomponenten für die Dürr-Anleihe wird insbesondere deutlich, dass das unternehmensbasierte Risiko seit Begebung der Anleihe signifikant zurückgegangen ist. Dies lässt sich auf die deutlich verbesserte operative Situation, solidere Bonität und somit stabileren Finanzkennzahlen des Unternehmens zurückführen. Während unternehmensbasierte Risikofaktoren bei Anleihebegebung im Herbst 2010 noch knapp 200 bp des Spreads erklärt haben (rd. zwei Drittel des gesamten Spreads), sind es aktuell nur noch rd. 65 bp.

**Makro- und unternehmensspezifische Risikofaktoren rückläufig**

Auch das makroökonomische Umfeld hat sich in den vergangenen Jahren verbessert, sodass der spreaderklärende Anteil dieser Kategorie – der allerdings immer relativ gering ausfiel – weiter gesunken ist. Dagegen spielen insbesondere bondspezifische Risikofaktoren und hierbei vor allem die stark schwankende Handelsliquidität (Geld-Briefspanne der Dürr-Anleihe) eine wichtige Rolle. Ebenso wirkten sich v.a. im Herbst 2011 und Frühjahr 2012 - trotz der insgesamt exzellenten Aktienkursperformance der letzten Jahre - erhebliche Volatilitätsspitzen der Dürr-Aktie spreaderhöhend aus, wie das folgende Chart zeigt.

**Geringe Handelsliquidität der Anleihe und Volatilitätsspitzen der Aktie erklären Schwankungen des fairen Spreads**

**Risikobeiträge zum OAS Bid (fair/model) in Basispunkten**



Quelle: Eigene Darstellung

**Fazit:** Mithilfe der folgenden Tabelle wird die Aufteilung des Spreads der Dürr-Anleihe für die letzten 12 Monate in die vier Risikokategorien nochmals verdeutlicht. Auffällig bei der Dürr-Anleihe ist, dass das Residuum (Differenz zwischen fairem OAS und tatsächlichem OAS) in diesem Zeitraum stets negativ ausfiel. Dies bedeutet, dass die Anleihe auf Basis unseres quantitativen Modells konstant überbewertet war.

**Dürr-Anleihe seit Emission überbewertet...**

Insgesamt zeigt sich sowohl beim fairen als auch den tatsächlichen OAS das seit Anleihebegebung deutlich verbesserte Geschäfts- und Finanzprofil des Unternehmens, sodass der gezahlte Coupon von 7,25% nicht mehr marktgerecht ist. Dennoch liegt aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe im September aus unserer Sicht ein eindeutiges Mispricing vor. Der zeitanteilige Coupon von rd. 4,2% reicht bis zum angenommenen Tilgungstermin nicht aus, um den negativen Pull-to-Par Effekt bei einem aktuellen Anleihekurs von 105% zu kompensieren. Dies kann u.E. nur mit der Ineffizienz der Mittelstandsanleihenmärkte erklärt werden. Investoren bietet sich hieraus u.E. eine gute Exit-Möglichkeit.

**... Investoren sollten Exit-Möglichkeit nutzen**

### Spreadentwicklung der Dürr Anleihe – (DUEGR 7 1/4 09/28/15)

Date	Feb. 13	Mrz. 13	Apr. 13	Mai. 13	Jun. 13	Jul. 13	Aug. 13	Sep. 13	Okt. 13	Nov. 13	Dez. 13	Jan. 14	Feb. 14
Company	83,42	82,04	83,08	73,95	75,90	74,13	73,63	72,05	62,93	64,98	62,98	67,13	65,90
Equity	116,52	104,66	125,05	95,86	149,36	118,14	104,84	98,36	87,30	88,86	83,38	99,95	102,68
Bond	100,99	97,41	99,60	78,73	96,31	209,59	125,18	137,33	137,88	131,10	150,74	102,08	70,07
Makro	-1,16	1,74	3,25	8,11	14,24	10,33	14,29	12,13	7,22	6,11	8,52	7,59	1,88
OAS Bid (fair/model)	299,76	285,85	310,98	256,65	335,81	412,19	317,95	319,87	295,34	291,05	305,62	276,75	240,53
OAS Bid	-11,97	165,24	54,14	23,14	10,90	199,64	90,80	2,67	-88,14	-115,62	-146,74	-192,35	-228,20
OAS (Residual)	<b>-311,73</b>	<b>-120,61</b>	<b>-256,84</b>	<b>-233,51</b>	<b>-324,91</b>	<b>-212,55</b>	<b>-227,15</b>	<b>-317,20</b>	<b>-383,48</b>	<b>-406,67</b>	<b>-452,36</b>	<b>-469,10</b>	<b>-468,73</b>

Quelle: Bloomberg (OAS Bid) / Eigene Berechnungen

## Essentials

### Company Snapshot

Dürr ist einer der führenden Systemanbieter von Lackieranlagen vorwiegend für die Automobilindustrie. Das Unternehmen fertigt innovative Produkte rund um die Lackiertechnik (Anlagen und Applikationstechnik wie Lackierroboter) sowie Maschinen und Systeme der Auswucht- und Reinigungstechnik. Die Dürr AG ist ein Maschinen- und Anlagenbauer und nimmt jeweils führende Positionen im Weltmarkt ein (Marktanteil in allen Segmenten zwischen 30% und 50%).

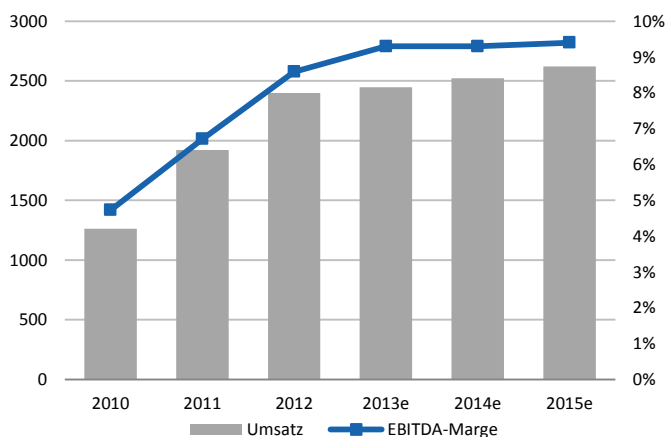
Dürr ist in die vier Segmente **Paint and Assembly Systems** (Lackieranlagen, Endmontagesysteme & Flugzeugproduktionstechnik), **Application Technology** (Lackapplikationstechnik, Klebe- und Nahtabdichtungstechnik), **Measuring and Process Systems** (Auswuchttechnik und Reinigungssysteme) sowie **Clean Technology Systems** (Abluftreinigungssysteme und Energieeffizienztechnik) unterteilt. Gut 80% des Konzernumsatzes werden mit der Automobilindustrie generiert (Rest: Flugzeugindustrie, Maschinenbau, Elektroindustrie, Energiewirtschaft, Chemie- und Pharmaindustrie). Insgesamt unterhält Dürr rd. 50 Standorte in 23 Ländern. Der regionale Fokus liegt seit 2005 dabei auf den wachstumsstarken Emerging Markets (v.a. China), wo die OEMs auch in den kommenden Jahren den Ausbau ihrer Produktion weiter vorantreiben werden.

**Marktführer bei Lackieranlagen**

**Umsatzschwerpunkt in der Automobilindustrie...**

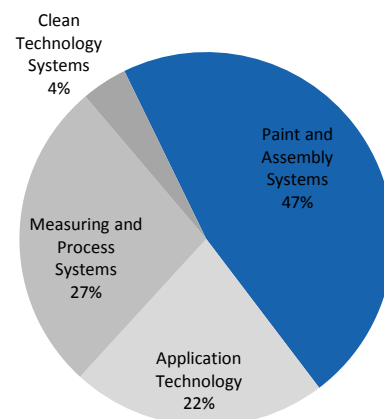
**... mit Fokus auf China**

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

### Segmentumsätze 2012



Quelle: Dürr AG

Seit 2009 konnte Dürr seinen Umsatz um 34% p.a. (CAGR) steigern. Die gute Wettbewerbsposition und Präsenz in den Emerging Markets sollten es dem Unternehmen ermöglichen, den Umsatz auch künftig um 3% p.a. (CAGR 2012-2015e) auf über € 2,6 Mrd. auszuweiten. Als Wachstumstreiber sehen wir v.a. die hohen Investitionen der OEMs in die Ausweitung ihrer Produktionskapazitäten in den Schwellenländern, einen hohen Ersatzbedarf in etablierten Märkten wie den USA (aufgrund des hohen Anlagenalters) und ein robustes Wachstum im Service-Geschäft (infolge der gewachsenen installierten Basis) an.

Das EBIT dürfte überproportional zulegen. Wir rechnen bis 2015 mit einer durchschnittlichen Ergebnissteigerung von 6% p.a. und einer weiteren Margenverbesserung auf leicht über 8%, ein bislang für Dürr unerreichtes Niveau.

**Seit 2009 dynamische Umsatz- und Ergebnisentwicklung**

**Operative Situation hat sich seit Anleihebegebung signifikant verbessert**

## Bond Snapshot

Als einer der ersten Emittenten an der Stuttgarter Mittelstandsbörse Bond M hat Dürr im September und Dezember 2010 zwei Anleihen (Laufzeit Sept. 2015; Coupon: 7,25%) im Gesamtvolumen von € 225 Mio. begeben (Senior Unsecured). Die Anleihen dienten einerseits der vorzeitigen Ablösung einer älteren HY-Anleihe, andererseits der langfristigen Finanzierung des Unternehmens. Für den Emittenten besteht die Möglichkeit, die Anleihe per 28.9.2014 zu Pari zurückzuzahlen, wovon wir in unserem Modell mit einer Wahrscheinlichkeit von 100% ausgehen.

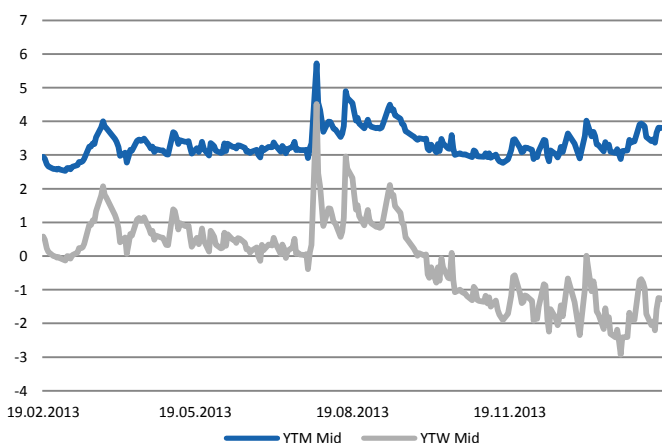
Angesichts der signifikanten operativen Verbesserung seit Anleihebegebung Ende 2010 sowie der fortschreitenden Entschuldung des Unternehmens, ist der Coupon für die mittlerweile solide finanzierte Emittentin nicht mehr marktgerecht, was sich an der niedrigen YTM von 3,55% zeigt, die mit -2,5% im Falle der Einbeziehung des Optionsrechtes des Schuldners sogar negativ ausfällt.

**Gezahlter Coupon nicht mehr marktgerecht...**

**...Renditen und Spreads sogar negativ**

**Bei kaum einer Emittentin hat sich die Lage seit Emission derart verbessert**

### Yield Chart



Quelle: Bloomberg

### Bond Profile

Emissionsdatum:	Sept. / Dez. (2. Tranche) 2010
Volumen:	€ 225 Mio.
Coupon:	7,25%
Zinstermine:	28. Sept. / jährlich
Fälligkeit:	28. Sept. 2015
Kündigungsrechte:	Kündigungsrecht zum 28. Sept. 2014 Rückzahlung zu 100%
Rangigkeit:	Senior Unsecured
Covenants:	Negativerklärung Change of Control (zu 101%) Negative Covenant Restriction on Activities

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Sowohl die Rangigkeit der Anleihe (Senior Unsecured) als auch die Covenants würden wir insgesamt als marktübliche Standards für Mittelstandsanleihen bezeichnen. Darüber hinaus gibt es keine Beschränkung für die Höhe der Verschuldung, die die Emittentin gleichrangig mit den Schuldverschreibungen aufnehmen darf. Diese Verbindlichkeiten können mit den Schuldverschreibungen gleichrangig oder ihr gegenüber sogar vorrangig sein.

### Übliche Rangigkeit und Covenants

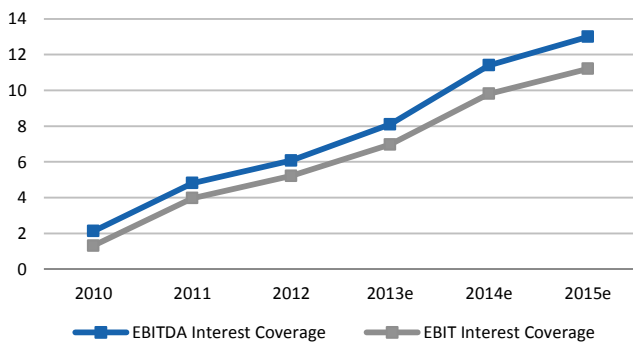
Zum 30.9.2013 verfügte Dürr über einen Barmittelbestand von gut € 300 Mio., der Nettofinanzstatus war mit € 37 Mio. positiv. Seit 2010 verzichtet Dürr auf ein Rating. Unser Credit Risk Profile ermittelt eine Einstufung von CRP 4, was in etwa der Bonität eines BBB gerateten Unternehmens entspricht (Investment Grade). Die Finanzlage kann als solide und stabil bezeichnet werden. Dürr scheint gut für weiterhin profitables Wachstum gerüstet. Der Schuldenabbau, die Margenverbesserung sowie die erfolgreiche Refinanzierung des Konzerns sind die Grundlagen für eine weitere erfolgreiche Unternehmensentwicklung.

### Seit 2010 ohne Rating...

**... unsere Bonitätseinstufung lautet CRP 4 (vergleichbar mit einem BBB gerateten Unternehmen)**

## Credit Metrics

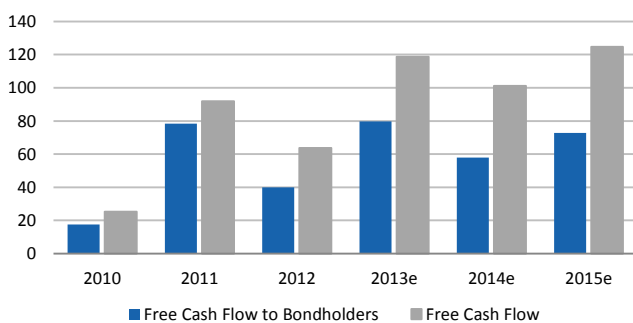
### Interest Coverage



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Nach dem krisenbedingten Einbruch in 2009 konnte sich die Ertragskraft schnell wieder erholen. Nachholeffekte sorgten anschließend in 2011 und 2012 für signifikante Umsatz- und Gewinnsteigerungen. Künftig erwarten wir infolge der fortschreitenden Entschuldung (trotz der teilweisen Refinanzierung des Bonds) infolge der zu erwartenden Rückzahlung der Anleihe im Sept. 2014 sinkende Zinsaufwendungen und eine moderat steigende Ertragskraft. Insgesamt dürfte sich die Zinsdeckung (sowohl EBIT und EBITDA) ab 2015 deutlich verbessern.

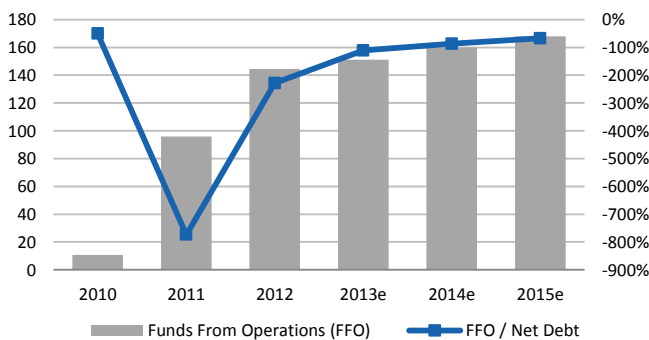
### Cashflow



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Nach einem außerordentlich hohen Niveau des operativen und Free Cashflows in 2013 erwarten wir im laufenden Jahr einen niedrigeren Operating Cashflow von rd. € 144 Mio. Aufgrund sinkender Investitionen (CapEx) dürften sich die Free Cashflows des Unternehmens jedoch mittelfristig wieder verbessern. Wir rechnen nach einer CapEx-Spitze von rd. € 49 Mio. in 2013, im Jahr 2014 mit Sachanlageinvestitionen von € 43 Mio., die sich 2015 auf nur noch € 34 Mio. weiter verringern dürften.

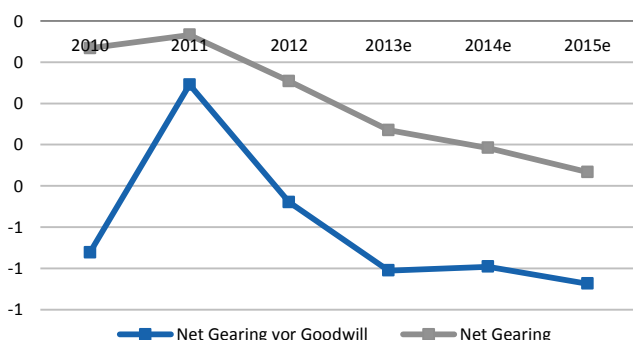
### FFO / Net Debt



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Die Funds From Operations erholten sich nach dem krisenbedingten Einbruch ab 2010 wieder und dürften in 2013 mit gut € 150 Mio. einen neuen Höchstwert erreicht haben. Die Net Cash-Position sollte sich ebenso in den Folgejahren weiter verbessern. Künftig erwarten wir einen leichten Anstieg der FFO und insbesondere bedingt durch die Rückzahlung der Anleihe einen Rückgang der Verschuldung (trotz Refinanzierung über neues FK). Bei der FFO/Net Debt-Ratio ist zu beachten, dass die Dürr AG seit 2009 eine Net Cash-Position aufweist.

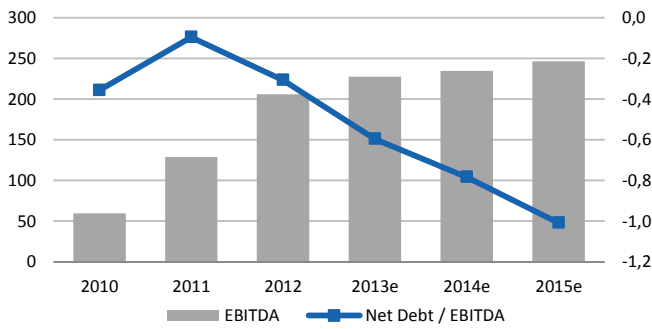
### Net Gearing



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Die Entwicklung des Net Gearings verläuft aufgrund des Zuwachses beim Eigenkapital und Rückgangs der Nettoverschuldung seit 2011 rückläufig. Zukünftig wird nicht zuletzt aufgrund der deutlichen Entschuldung in 2014 eine weitere Verbesserung des Ratios erwartet. Auffällig ist der relativ hohe Anteil des Goodwills, der neben kleineren Zukäufen in den letzten Jahren v.a. aus der Schenker-Akquisition im Jahr 2000 stammt. Per Ende 2012 hat der Goodwill noch rund zwei Drittel des Eigenkapitals von Dürr ausgemacht.

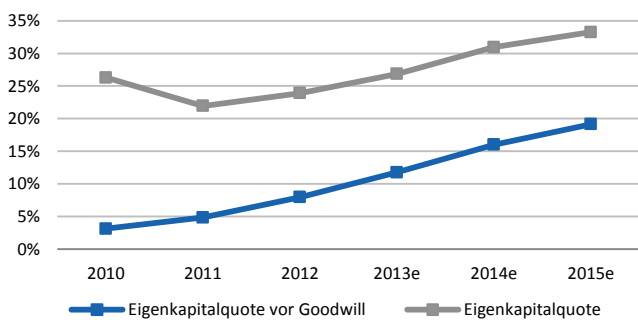
### Net Debt / EBITDA



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Die Net Debt/EBITDA-Ratio verbesserte sich seit dem Einbruch der Ertragskraft in 2009 stetig. Der extrem hohe Wert in 2009 ist auf das geringe EBITDA von nur € 5,7 Mio. zurückzuführen (Turnaround Situation). Durch die Net Cash-Position des Unternehmens ist die Entschuldungsdauer von Dürr seither verzerrt.

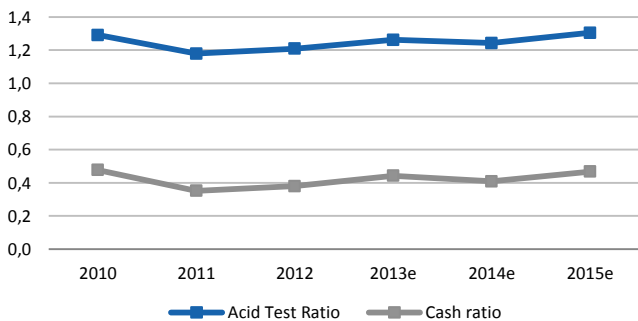
### Eigenkapital



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Infolge des starken Umsatzwachstums seit 2010 haben sich die Forderungen aus LuL bis 2012 mehr als verdoppelt. Die Bilanzsumme hat sich zwischen 2009 und 2012 ebenso fast verdoppelt (+87%). Aufgrund der Bondemission Ende 2010 sank daraufhin jedoch die Eigenkapitalquote temporär auf rd. 26%. Insbesondere durch die zu erwartende anhaltende Thesaurierung von künftigen Gewinnen erwarten wir eine signifikante Ausweitung der Eigenkapitalquote auf 33% bis 2015e.

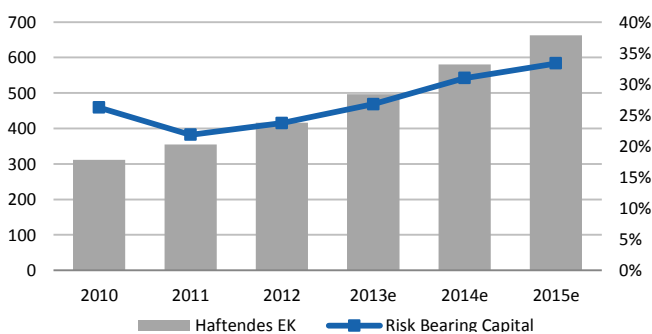
### Liquidität



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Die Cash Ratios verbesserten sich aufgrund stetig wachsender liquider Mittel und positiver Cashflows. Insgesamt verläuft die Entwicklung der Cash Position des Unternehmens konstant und visibel. Auch die Rückführung der Anleihe in 2014 dürfte keinen spürbar negativen Einfluss auf die Cash-Position haben, da ein Großteil der hierfür nötigen Mittel durch neues Fremdkapital refinanziert werden dürfte.

### Haftmittel



Quelle: Dürr AG, eigene Prognosen

Vergleichbar mit der Eigenkapitalquote sank das Risk Bearing Capital (lt. DVFA-Definition) bis 2011, da die Bilanzsumme wesentlich schneller anstieg als die Haftmittel. In der Zukunft erwarten wir einen überproportionalen Anstieg der Haftmittel und damit eine Verbesserung des risikotragenden Kapitals.



## Qualitatives Bewertungsmodell

Zur Plausibilisierung der Ergebnisse aus dem quantitativen Modell werden im Rahmen eines qualitativen Scorings zunächst auf Basis der „5 Forces Analyse“ von Porter die Branchenattraktivität von Dürr bewertet (Sector Fundamentals) bevor die Qualität der Emittentin (Issuer Analysis) analysiert wird. Das Scoring Modell wird detailliert im Anhang auf Seite 14 beschrieben.

### Vorgehensweise beim qualitativen Scoring Modell

### I. Sector Fundamentals

Die hier betrachtete zugrundeliegende Branche für Dürr ist der Markt für Lackieranlagen und Roboter mit Schwerpunkt auf der Automobilindustrie (Umsatzanteil 80%). Dieser Sektor zeichnet sich durch hohe Markteintrittsbarrieren aus (Score 8 von 10). Um im Markt konkurrenzfähig agieren zu können, muss ein Unternehmen Produkte anbieten, welche sowohl in Bezug auf das Lackierergebnis als auch die Costs per Unit auf einem vergleichbaren Niveau liegen wie die des Marktführers. Für die Automobilkunden ist der Preis pro Lackierung (schwankt zwischen € 450 bei Altanlagen und € 350 für die neueste Technologie) dabei wichtiger als der Gesamtpreis der Anlage. Darüber hinaus erwarten die Kunden weltweit jederzeit eine homogene Lackierqualität, um ihre Produktion global vereinheitlichen zu können. Eine Nachahmung der hierfür benötigten Vorleistungen (v.a. F&E, CapEx) wäre zeit- und kostenintensiv. Zudem schützen im Maschinenbau und der Robotertechnik viele Patente (> 600 Patentfamilien bei Dürr) die etablierten Player vor Neueinsteigern.

### Hohe Markteintrittsbarrieren schützen die etablierten Player

Das Machtverhältnis zwischen den Lieferanten und den Maschinen- und Anlagenbauern ist etwa ausgeglichen (Score 6 von 10). Zwar ist die Zulieferbranche (zugeliefert werden bspw. Stahl, Glas, Gussteile, Elektronik) in Summe fragmentierter (Dürr hat über 10.000 Lieferanten), dafür ist für große Elektroniklieferanten diese Kundengruppe eher unbedeutend. Es ist den Lieferanten ohne großen Aufwand nicht möglich, in den Sektor vertikal zu integrieren. Die Analgenbauer könnten einzelne Zulieferer wie Ingenieurfirmen zwar leicht auswechseln, spezialisierte Elektronikhersteller sind dagegen unersetzlich.

### Machtverhältnis zu Lieferanten in etwa ausgeglichen

#### Sector Fundamentals

	Beschreibung	Score (0-10)
Markteintrittsbarrieren	Schutz gegen Nachahmung, Kundenloyalität, Economies of Scale, Anfangsinvestitionen, Wechselkosten	8
Verhandlungsposition gegenüber Lieferanten	Konzentration, Produktalternativen, Backward Integration, Wechselkosten	6
Verhandlungsposition gegenüber Kunden	Brand Name, Konzentration, Wechselkosten und Substitute, Nutzen des Produktes	7
Schutz gegen Substitute	Einzigartigkeit, Wahrnehmung, Wechsel- u. Umstellungskosten, Perceived Quality, Autorisierung/Lizensierung	7
Wettbewerbsumfeld	Wettbewerbsdruck, Branchenwachstum, Kapazitätsauslastung, Operating Leverage, Market Exit	5
<b>Gesamtscore:</b>		<b>33</b>

Quelle: Eigene Analyse

Gegenüber den Kunden ist die Verhandlungsposition der Branche als gut zu bezeichnen (Score 7 von 10). Obwohl die 20 bis 30 potenziellen Kunden (Automobilhersteller) wesentlich größer und kostenbewusst sind, bleibt ihnen nichts anderes übrig, als ein Lackiersystem der 2 bis 3 Anbieter (Sektor deutlich fragmentierter) zu wählen. Zwischen den einzelnen Lieferanten zu wechseln, ist jedoch bei jedem Austausch der Lackieranlage möglich.

**Gute Verhandlungsmacht gegenüber Kunden**

Wichtig, um die Verhandlungsposition gegenüber den Kunden beurteilen zu können, ist die Frage nach der Produktdifferenzierung. Eine Lackierung erfüllt regelmäßig neben dem rein optischen Zweck auch den Schutz des Stahls gegen Korrosion. Daher ist eine Lackierung unentbehrlich in der Automobilproduktion und die OEMs sind in der Regel sehr qualitätssensitiv.

Die einzige Alternative zur automatisierten Lackierung wäre eine manuelle Lackierung per Hand. Doch die Handlackierung kann weder im Preis (Cost per Unit viel höher) noch in der Qualität mit modernen Lackiersystemen konkurrieren. Die Qualität einer Lackierung ist u.E. zwar kein Kaufkriterium der Verbraucher beim Autokauf, da diese immer eine einwandfreie Lackierung voraussetzen, aber dennoch ist sie ein bedeutender Faktor. Insgesamt ist die Branche gut gegen Produktsubstitute geschützt (Score 7 von 10).

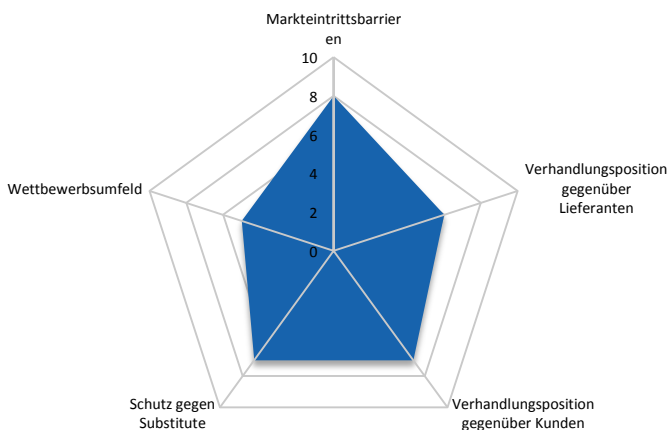
**Praktisch keine Substitute im Markt verfügbar**

Obwohl jeweils nur ein knappes halbes Dutzend global agierender Anbieter als Maschinenbauer für Lackierroboter oder als Anlagenbauer für Lackiersysteme im Markt auftreten, herrscht ein starker Konkurrenzkampf innerhalb der Branche. Zudem muss beachtet werden, dass es für etablierte Player nur möglich ist die Branche zu verlassen, wenn sämtliche Entwicklungskosten abgeschrieben werden und somit hohe Exit Kosten entstehen.

**Wettbewerbsdruck spürbar, aber nicht übermäßig hoch**

Positiv ist, dass die Branche in den letzten Jahren v.a. in den Emerging Markets stark gewachsen ist (zweistellige Wachstumsraten), da sich einerseits die Absatzmärkte verschoben haben (China ist mittlerweile weltweit größter Automobilmarkt) und andererseits komparative Kostenvorteile genutzt werden, d.h. immer mehr lokal produziert und lackiert wird. Künftig wird auf globaler Ebene jedoch nur ein moderates Wachstum erwartet. Insgesamt bewerten wir das Wettbewerbsumfeld mit einem Score von 5 von 10.

## Zusammenfassung



**Fazit:** Der Markt für Lackierroboter und –systeme zeichnet sich durch hohe Eintrittsbarrieren für potenzielle neue Konkurrenten aus. Zudem gibt es keine wirtschaftlich tragbaren Alternativen zur automatisierten Lackierung, weshalb sich die Branche in einer guten Position gegenüber den mächtigen Automobilkonzernen befindet. Das Wettbewerbsumfeld und die Verhandlungsposition gegenüber Lieferanten stufen wir dagegen nur als durchschnittlich ein, d.h. etwa im Industriemittel. **Insgesamt ergibt sich für die Branchenattraktivität ein Score von 33 (von 50), d.h. leicht überdurchschnittlich.**

Quelle: Eigene Analyse

## II. Issuer Analysis

Im Rahmen der Analyse unternehmensspezifischer Faktoren fällt die hohe Managementqualität der Dürr AG auf. Der seit 2006 (CEO) bzw. 2007 (CFO) agierende Vorstand hat die Ertragskraft von einer teilweise negativen Marge auf ein für den Sektor durchschnittliches Niveau (EBIT-Marge 2013e: 8%) angehoben. Dürr erzielt mittlerweile nachhaltig positive Erträge, was dem guten Track Record des Vorstands zuzuschreiben ist. Dieser erkannte frühzeitig die Bedeutung neuer Märkte (China) für die Marktposition des Unternehmens, hat aber gleichzeitig die Freiheitsgrade der Auslandsgesellschaften eingeschränkt. Heute ist Dürr gerade in den Emerging Markets gut vertreten und konnte nicht zuletzt deshalb den Unternehmenswert deutlich steigern.

**Exzellente Managementqualität und hohes Transparenzniveau**

Zudem lenkte der Vorstand den Fokus der Entwicklungsarbeit auf die Kosten pro Lackiervorgang, dem zentralen kaufbestimmenden Faktor für die OEMs. Daneben gelingt es dem Management immer besser, Fachkräfte langfristig an die Firma zu binden. Im Schnitt bleiben die Mitarbeiter in Deutschland über 15 Jahre im Unternehmen (geringe Fluktuation). Darüber hinaus publiziert Dürr - dem Prime Standard entsprechend - transparent quartalsweise nach IFRS. Insgesamt ermitteln wir somit für das erste Kriterium der Issuer Analysis einen Score von 9 von 10.

Dürr bietet als einziger namhafter Anbieter weltweit Lackierroboter und Systeme aus einer Hand an. Zudem ist das Unternehmen in der Lackiertechnik Weltmarktführer mit einem globalen Marktanteil von rd. 50%. In allen vier Segmenten verfügt Dürr über einen Marktanteil von 30-50%. Der Konzern erzielte im Jahr 2013 einen Umsatz von € 2,5 Mrd. und plant auch weiterhin, das beste Produkt im Markt zu liefern und damit die Qualitätsführerschaft zu erhalten. Moderne Anlagen von Dürr ermöglichen es, einen kompletten Lackiervorgang für rd. € 350 pro Fahrzeug durchzuführen. Bei alten Anlagen kostet der gleiche Vorgang ca. € 100 mehr. Diese resultierende Kostenersparnis für den Kunden und die Qualitätsführerschaft erlauben es dem Unternehmen, Premiumpreise für seine Lackieranlagen durchzusetzen. Insgesamt ermitteln wir für das Kriterium Geschäftsmodell und Wettbewerbsqualität ebenfalls einen Score von 9 von 10.

**Auch die Analyse der Wettbewerbsqualität und generischen Strategie ermittelt einen hohen Score**

### Issuer Analysis

	Beschreibung	Score (0-10)
Managementqualität, Kommunikation, Transparenz	Track Record, Diversity, HR, Accounting	9
Geschäftsmodell u. Wettbewerbsqualität	Skalierbarkeit, Strategie, Größe u. Diversifikation, Marktanteile, USPs	9
Bilanzqualität und Cashflows	Debt-to-Equity, Goodwill, Off Balance, Liquidität	5
Credit Metrics und Kapitalmarkthistorie	Interest Coverage, Leverage, Kapitalrenditen	5
Umsatzwachstum und Profitabilität	Top Line Growth, Bottom Line Growth, Margen, Dilution, Guidance	6
<b>Gesamtscore:</b>		<b>34</b>

Quelle: Eigene Analyse

Die Finanzkennzahlen und Kapitalstruktur sind noch von der schwachen Profitabilität und hohen Verschuldung früherer Jahre geprägt. Das Unternehmen ist für die Branche noch immer überproportional fremdfinanziert (Debt-to-Equity Ratio 2013: 60% im Vgl. zu 50% für die Peer Group). In den letzten Jahren konnte das Eigenkapital jedoch v.a. durch ein hohes Maß an Gewinnthesaurierung nachhaltig gestärkt werden. Auch der Cashflow war in den Jahren seit der Krise stets ausreichend, um die benötigten Investitionen zu decken.

**Verschuldung und Kapitalstruktur noch immer von schwachen Werten vor der Finanzkrise geprägt**

Dürr ist bestrebt, das Net Working Capital weiter zu optimieren. In Zukunft wird ein operativer Cashflow von bis zu 8% des Umsatzes angestrebt (€ 200 Mio.), was wir als ambitioniert ansehen. Insgesamt gehen wir nicht davon aus, dass die Anleihe komplett mit Cashflow getilgt wird, sondern ein Großteil in 2014 refinanziert wird. Zudem fiel der CapEx in den letzten Jahren recht hoch aus und soll erst 2015 wieder ein normales Niveau erreichen. Insgesamt ermitteln wir für die Bilanz- und Cashflow-Qualität einen Score von 5 von 10.

**Dank stringenter NWC-Optimierung haben sich die Cashflows erfreulich entwickelt**

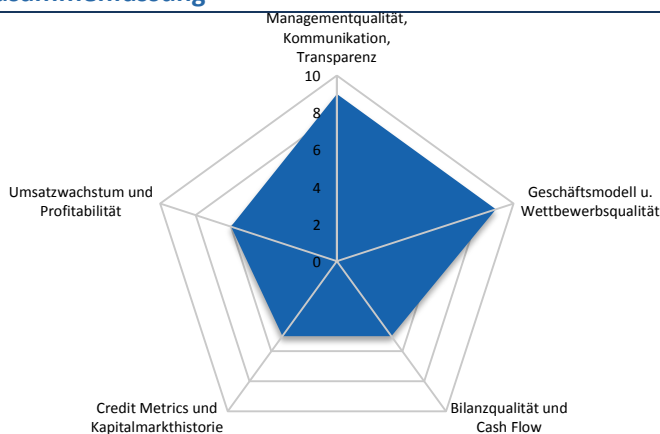
Das Unternehmen erzielte in den vergangenen Jahren unterdurchschnittliche Werte für die Zinsdeckungen (sowohl EBITDA als auch EBIT). Die Dürr AG konnte seine Kennzahlen jedoch stetig verbessern und verfügt darüber hinaus über einen geringen Fixkostenblock (nur etwa 20% der Gesamtkosten) und eine stabile Geschäftsentwicklung. Für unerwartete finanzielle Risiken stehen Dürr liquide Mittel und Kreditlinien von ca. € 750 Mio. zur Verfügung. Insgesamt ermitteln wir für die Credit Metrics einen Score von 5 von 10.

**Auch die übrigen Finanzscores eher auf durchschnittlichem Niveau**

In 2011 und 2012 verzeichnete Dürr ein exzellentes Umsatzwachstum von bis zu 50% (2011) und auch in 2013 legte die Top Line zu. Damit wuchs der Konzernumsatz schneller als der durch Nachholeffekte getriebene Gesamtmarkt. Da Dürr bereits über 50% Marktanteile in der Lackiertechnik hat, ist auch basisbedingt nicht mit einem weiteren stark überproportionalen Wachstum in den nächsten Jahren zu rechnen. Der Fokus dürfte eher auf einer Verstetigung des mittlerweile guten Margenniveaus (knapp 8% EBIT-Marge für 2013 erwartet) liegen. Dabei gelang es dem Unternehmen die Marge von schwachen 2,9% in 2010 auf akzeptable 7,4% in 2012 zu verbessern. Mittelfristig erwarten wir keine nennenswerte Verbesserung mehr. Insgesamt ermitteln wir für das Kriterium Umsatzwachstum und Profitabilität einen Score von 6 von 10.

**Umsatz- und Margenwachstum dürften sich künftig auf hohem Niveau stabilisieren**

## Zusammenfassung



**Fazit:** Dürr zeichnet sich vor allem durch eine hohe Managementqualität und hervorragende Marktposition aus. Die Produkte sind sowohl im qualitativen Ergebnis (USPs) als auch im Materialverbrauch (niedrigste Cost per Unit für die Kunden) weltweit führend, weshalb Dürr erfolgreich Premiumpreise im Markt durchsetzen kann. Aufgrund der schwachen Finanzhistorie und hohen Verschuldung fallen die Finanzkennzahlen trotz der mittlerweile guten Cashflows jedoch eher durchschnittlich aus. **Insgesamt ergibt sich somit für die Issuer Analysis ein Score von 34 (von 50), d.h. ähnlich wie der Branchenscore leicht überdurchschnittlich.**

Quelle: Eigene Analyse

## Risk Mapping

Abschließend vergleichen wir unsere Ergebnisse aus dem quantitativen/spreadbasierten Bewertungsmodell mit dem im vorherigen Kapitel ermittelten qualitativen Score des Unternehmens, (Branchenscore von 33 plus Issuer Score von 34 ergibt Gesamtscore von 77 von 100 Punkten), der in untenstehender Tabelle rechts abgetragen ist (Rangklasse 65 bis 79 Punkte).

**Euler Hermes Score: 77 (von 100)...**

Zudem plausibilisieren wir die Ergebnisse mithilfe des sog. Euler Hermes Credit Risk Profiles (CRP) für die Emittentin, das sich aus einer kennzahlenbasierten Finanzanalyse ergibt. Durch ratingangelehnte Adjustierung der Finanzkennzahlen des Unternehmens und anschließende Gewichtung der jeweiligen Ratios lassen sich realistische Risiko- und Bonitätseinschätzungen sowie Ausfallraten (PD) für Unternehmen modellieren. Für Dürr ermittelt sich hieraus ein CRP von 4, ein Wert der einem BBB gerateten Unternehmen entspricht. Dies liegt zwar leicht unterhalb des qualitativen Scores von 77, aber noch immer im Investment Grade-Bereich.

**...Euler Hermes Credit Risk Profile 4 (Investment Grade)...**

**Fazit:** Die folgende Übersicht zeigt zudem die aus Bloomberg (Funktion DRSK) ermittelte Risikoklasse von Dürr (IG 6), die in etwa in-line mit dem von Euler Hermes ermittelten CRP und Score liegt. Diese Risikobetrachtung plausibilisiert insgesamt die quantitativen Bewertungsergebnisse.

**... und Bloomberg Risikoklasse IG 6**

	Moody's	S&P	Fitch	Euler Hermes		Bloomberg DRSK	Euler Hermes Credit Risk Profile (CRP)	Euler Hermes Qualitativer Score	
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	AAA		IG 1	CRP1	95-100	
	Aa1	AA+	AA+	AA+		IG 2	CRP 2	80-94	
	Aa2	AA	AA	AA		IG 3			
	Aa3	AA-	AA-	AA-		IG 4			
	A1	A+	A+	A+		IG 5	CRP3	65-79	
	A2	A	A	A		IG 6			
	A3	A-	A-	A-		IG 7			
	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+		IG 8	CRP 4	50-64
	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB		IG 9		
	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-		IG 10		
Non-Investment Grade	Ba1	BB+	BB+	BB+		HY1	CRP 5	35-49	
	Ba2	BB	BB	BB		HY2			
	Ba3	BB-	BB-	BB-		HY3			
	B1	B+	B+	B+		HY4	CRP 6	20-34	
	B2	B	B	B		HY5			
	B3	B-	B-	B-		HY6			
	Caa(1-3)	CCC	CCC	CCC	CCC		DS1	CRP 7	5-19
	Ca	CC	CC	CC	CC		DS2		
			C	C	C		DS3		
		SD/D	D	D			DS4-DS5	CRP D	0-4
	N.R.	N.R.	N.R.	N.R.					

## Anhang

Im Folgenden werden die Hauptmotive und generelle Vorgehensweise des fundamentalanalytischen, qualitativen Scoring-Ansatzes von Euler Hermes zur Plausibilisierung der Ergebnisse aus dem quantitativen Modell und der indikativen Bonitätseinschätzung Credit Risk Profile (CRP) erläutert.

### Erläuterung des qualitativen Scoring Modells

Im Rahmen des standardisierten EH Credit Research-Ansatzes für Corporate Bonds haben wir ein mehrstufiges Scoring-Modell entwickelt. Das Modell basiert auf einem fundamental geprägten Ansatz, der sowohl qualitative Faktoren (Branchenattraktivität, Managementqualität, Kundenbindung, Geschäftsmodell etc.) als auch quantitative Faktoren (Zinsdeckungsgrade, Eigenkapitalquote, Margen, Verschuldung etc.) im Rahmen aggregierter Einzel- und Gesamtscores einbezieht. Dies soll die Vergleichbarkeit verschiedener Emittenten und deren Anleihen über unterschiedliche Branchen und Märkte ermöglichen und somit einen standardisierten und objektiven Research-Ansatz sicherstellen.

Hierzu haben wir sektorübergreifend 50 einheitliche Fragen aus zwei Themenbereichen erarbeitet, die für jedes Unternehmen relevant sind. Sämtliche Fragen müssen vom Credit Analysten jeweils mit „Trifft nicht zu“ (Score = 0), „Trifft eingeschränkt zu“ (Score = 1) oder „Trifft uneingeschränkt zu“ (Score = 2) beantwortet werden. Die Antworten werden kurz begründet und archiviert.

#### 1. Branchenattraktivität/Sector Fundamentals

Beim ersten Kriterium geht es unabhängig von der Qualität des jeweiligen Unternehmens bzw. der Anleihe um die Beurteilung, inwieweit die zugrundeliegende Branche als attraktiv eingestuft werden kann. Wir haben uns hier eng am bewährten „Five Forces-Modell“ von Michael Porter orientiert und zu jedem der fünf Einflussfaktoren (Markteintrittsbarrieren, Verhandlungsposition gegenüber Lieferanten bzw. Kunden, Schutz gegen Substitute, Wettbewerbsumfeld) jeweils fünf standardisierte Fragen entwickelt, die der Credit Analyst für jedes Unternehmen seiner Coverage beantworten muss. Auf Basis der aggregierten Einzelscores der 25 Antworten, die bei Bedarf auch unterschiedlich gewichtet werden können, ermittelt sich ein aggregierter Score für das Kriterium Branchenattraktivität/Sector Fundamentals von 0 bis 50.

#### 2. Unternehmensqualität/Issuer Analysis

Nach Beurteilung der Sektorattraktivität stellt das zweite Kriterium auf die Unternehmensebene der Emittentin ab. Durch die Beantwortung von 25 weiteren Fragen wird mithilfe von qualitativen (Management, Transparenz, Geschäftsmodell, Wettbewerbsqualität etc.) und quantitativen Faktoren (Bilanz- und Cashflow-Qualität, Credit Metrics, Umsatzwachstum und Margen) eine Aussage über die Unternehmensqualität getroffen. Auf Basis der addierten Einzelscores der 25 Antworten, die wiederum unterschiedlich gewichtet werden können, ermittelt sich ein aggregierter Score für das Kriterium Unternehmensqualität/Issuer Analysis von ebenso 0 bis 50.

**Standardisiertes Modell zur Bewertung von Anleihen...**

**...auf Basis von 50 einheitlichen Fragen**

**Porter 5 Forces-Modell analysiert Branchenattraktivität...**

**...und die Issuer Analysis die Ebene der Emittentin**

## Financials

Dürr AG - Gewinn- u. Verlustrechnung (in Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>1261,4</b>	<b>1922,0</b>	<b>2399,8</b>	<b>2447,8</b>	<b>2521,3</b>	<b>2622,1</b>
Umsatzkosten	1023,9	1590,6	1962,0	1992,5	2052,3	2131,8
<b>Rohertrag</b>	<b>237,5</b>	<b>331,4</b>	<b>437,8</b>	<b>455,3</b>	<b>469,0</b>	<b>490,3</b>
Kosten F&E	25,8	29,5	37,2	34,3	37,8	39,3
Vertriebskosten	98,5	107,2	123,7	124,8	128,6	136,3
Verwaltungskosten	77,4	88,7	102,0	102,8	103,4	104,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,4	25,2	22,4	22,0	22,7	23,6
Sonstige betriebliche Erträge	27,2	25,8	24,5	24,5	25,2	26,2
<b>EBITDA</b>	<b>59,6</b>	<b>129,0</b>	<b>206,0</b>	<b>227,6</b>	<b>234,5</b>	<b>246,5</b>
Abschreibungen	23,0	22,5	29,1	31,8	32,8	34,1
<b>EBIT</b>	<b>36,6</b>	<b>106,5</b>	<b>176,9</b>	<b>195,8</b>	<b>201,7</b>	<b>212,4</b>
Finanzergebnis	-24,1	-20,7	-29,2	-23,2	-15,5	-13,7
<b>Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>12,5</b>	<b>85,8</b>	<b>147,7</b>	<b>172,6</b>	<b>186,2</b>	<b>198,7</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>12,5</b>	<b>85,8</b>	<b>147,7</b>	<b>172,6</b>	<b>186,2</b>	<b>198,7</b>
Steuern	5,4	21,6	36,3	48,3	54,0	59,6
Steuerquote	43%	25%	25%	28%	29%	30%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,1</b>	<b>64,3</b>	<b>111,4</b>	<b>124,3</b>	<b>132,2</b>	<b>139,1</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>7,1</b>	<b>64,3</b>	<b>111,4</b>	<b>124,3</b>	<b>132,2</b>	<b>139,1</b>
Minority interest	0,8	2,4	4,2	4,9	5,0	5,2
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,3</b>	<b>61,9</b>	<b>107,2</b>	<b>119,4</b>	<b>127,1</b>	<b>133,8</b>

Quelle: Unternehmen, Euler Hermes Rating (Prognosen)

Dürr AG - Bilanz (in Mio. €)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Immaterielle Vermögensgegenstände	316,1	326,7	326,3	323,8	321,3	313,4
Sachanlagen	114,3	167,2	175,5	195,1	207,7	215,5
Finanzanlagen	12,4	19,8	27,6	35,0	45,1	52,9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>442,8</b>	<b>513,7</b>	<b>529,4</b>	<b>553,9</b>	<b>574,0</b>	<b>581,9</b>
Vorräte	73,8	124,5	144,4	144,0	148,3	154,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	393,3	625,8	695,0	704,2	725,3	754,3
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	36,2	76,0	67,3	67,3	67,3	67,3
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	252,3	298,6	349,3	416,8	389,3	459,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>755,5</b>	<b>1124,8</b>	<b>1256,0</b>	<b>1332,2</b>	<b>1330,2</b>	<b>1435,0</b>
Latente Steuern u. andere Abgrenzungen	18,1	22,6	22,2	22,2	22,2	22,2
<b>BILANZSUMME AKTIVA</b>	<b>1216,5</b>	<b>1661,2</b>	<b>1807,6</b>	<b>1908,4</b>	<b>1926,5</b>	<b>2039,2</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>319,6</b>	<b>364,6</b>	<b>432,0</b>	<b>512,5</b>	<b>596,4</b>	<b>678,3</b>
Pensionsrückstellungen	55,9	57,8	53,5	53,5	53,5	53,5
Sonstige Rückstellungen	47,7	52,6	60,0	60,0	60,0	60,0
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	239,0	299,0	285,1	285,1	209,8	209,8
Sonstige Langfristige Verbindlichkeiten	4,9	9,4	19,8	19,8	19,8	19,8
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>347,5</b>	<b>418,8</b>	<b>418,4</b>	<b>418,4</b>	<b>343,0</b>	<b>343,0</b>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	439,7	270,8	254,6	254,8	269,4	280,2
Erhaltene Anzahlungen	0,0	446,8	486,3	506,3	496,3	506,3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-7,9	-12,8	0,9	-4,1	-4,1	0,9
Sonstige Kurzfristige Verbindlichkeiten	69,5	96,6	127,8	132,8	137,8	142,8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>528,3</b>	<b>848,6</b>	<b>919,5</b>	<b>941,5</b>	<b>951,1</b>	<b>981,9</b>
Latente Steuern und andere Abgrenzungen	21,2	27,6	35,9	35,9	35,9	35,9
<b>BILANZSUMME PASSIVA</b>	<b>1216,5</b>	<b>1661,2</b>	<b>1807,6</b>	<b>1908,4</b>	<b>1926,5</b>	<b>2039,2</b>

Quelle: Unternehmen, Euler Hermes Rating (Prognosen)

<b>Dürr AG - Kapitalflussrechnung</b> (in Mio. €)	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,3	61,9	107,2	119,4	127,1	133,8
Abschreibung Anlagevermögen	18,0	20,6	28,6	31,8	32,8	34,1
Abschreibung Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	-8,3	0,6	-17,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-5,3	12,9	25,8	0,0	0,0	0,0
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>10,8</b>	<b>96,0</b>	<b>144,4</b>	<b>151,2</b>	<b>159,9</b>	<b>167,9</b>
Veränderung Vorräte	-7,3	-43,2	-20,0	0,4	-4,3	-5,9
Veränderung Forderungen aus L+L	-49,0	-224,7	-76,2	-9,2	-21,1	-29,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	88,3	265,6	27,6	20,2	4,6	20,8
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-2,8	17,8	19,4	5,0	5,0	5,0
Veränderung Working Capital	29,3	15,5	-49,2	16,5	-15,8	-9,1
<b>Cashflow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>40,1</b>	<b>111,5</b>	<b>95,2</b>	<b>167,7</b>	<b>144,1</b>	<b>158,8</b>
CAPEX	-14,8	-19,6	-31,4	-49,0	-42,9	-34,1
Akquisitionen	-6,9	-6,8	-1,7	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-40,7	5,6	-7,3	-10,1	-7,9
Sonstige	0,0	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,9	0,9	1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-20,8</b>	<b>-62,6</b>	<b>-26,2</b>	<b>-56,3</b>	<b>-52,9</b>	<b>-42,0</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	126,3	2,5	0,2	-5,0	-75,4	5,0
Dividende Vorjahr	-0,9	-6,6	-22,0	-38,9	-43,3	-51,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>124,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-20,5</b>	<b>-43,9</b>	<b>-118,6</b>	<b>-46,9</b>
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>141,1</b>	<b>41,2</b>	<b>50,7</b>	<b>67,4</b>	<b>-27,5</b>	<b>69,9</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	7,3	5,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Anfangsbestand liquide Mittel	98,6	252,3	298,6	349,3	416,8	389,3
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>247,0</b>	<b>298,6</b>	<b>349,3</b>	<b>416,8</b>	<b>389,3</b>	<b>459,2</b>

Quelle: Unternehmen, Euler Hermes Rating (Prognosen)



<b>Dürr AG - Kennzahlenübersicht</b> (in Mio. €)	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Finanzverbindlichkeiten (Total Debt)	231,1	286,2	286,1	281,1	205,7	210,7
Netto-Finanzverbindlichkeiten (Net Debt)	-21,3	-12,4	-63,2	-135,7	-183,6	-248,5
Net Debt / EBITDA	-0,4	-0,1	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0
Pensionsrückstellungen	55,9	57,8	53,5	53,5	53,5	53,5
Verschuldungsgrad (Debt / Equity)	72,3%	78,5%	66,2%	54,8%	34,5%	31,1%
Net Gearing (Net Debt / Equity)	-6,6%	-3,4%	-14,6%	-26,5%	-30,8%	-36,6%
FFO / Net Debt	-50,6%	-774,1%	-228,4%	-111,4%	-87,1%	-67,6%
EBIT Interest Coverage	1,3	4,0	5,2	7,0	9,8	11,2
EBITDA Interest Coverage	2,1	4,8	6,1	8,1	11,4	13,0
Dividende (Auszahlungsquote)	82,1%	33,6%	36,3%	36,2%	40,8%	41,3%
Risk Bearing Capital	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Operativer Cashflow	40,1	111,5	95,2	167,7	144,1	158,8
CAPEX	19,1	76,6	37,2	49,0	42,9	34,1
Funds from operations (FFO)	10,8	96,0	144,4	151,2	159,9	167,9
Free Cashflow	25,3	91,8	63,8	118,7	101,2	124,7
Free Cashflow to Bondholders	17,5	78,4	40,1	79,8	58,0	72,8
Working Capital / Umsatz	18,0%	14,4%	14,0%	16,0%	15,0%	17,3%
Free Cashflow / Umsatz	2,0%	4,8%	2,7%	4,8%	4,0%	4,8%
CAPEX / Umsatz	1,5%	4,0%	1,5%	2,0%	1,7%	1,3%
Lagerumschlagsdauer (in Tagen)	19,7	18,8	20,4	21,5	21,5	21,5
Debitorenziel (in Tagen)	113,8	118,9	105,7	105,0	105,0	105,0
Kreditorenziel (in Tagen)	127,2	51,4	38,7	38,0	39,0	39,0
Geldumschlag (in Tagen)	6,3	86,2	87,4	88,5	87,5	87,5
Current Ratio	1,43	1,33	1,37	1,41	1,40	1,46
Bruttomarge	18,8%	17,2%	18,2%	18,6%	18,6%	18,7%
EBIT Marge	2,9%	5,5%	7,4%	8,0%	8,0%	8,1%
EBITDA Marge	4,7%	6,7%	8,6%	9,3%	9,3%	9,4%
Nettomarge	0,5%	3,2%	4,5%	4,9%	5,0%	5,1%
Operating Leverage	3165,6%	364,1%	265,9%	535,1%	100,0%	132,5%
Operative Kosten / Umsatz	104,7%	99,3%	95,8%	93,6%	93,0%	93,0%
Mitarbeiter	5.915	6.823	7.652	7.800	7.900	7.900
Personalaufwandsquote	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Umsatz / Mitarbeiter (in Tsd. €)	213,3	281,7	313,6	313,8	319,1	331,9
EBITDA / Mitarbeiter (in Tsd. €)	10,1	18,9	26,9	29,2	29,7	31,2
ROCE	8,4%	20,7%	32,8%	35,6%	34,4%	35,5%
ROE	2,0%	17,0%	24,8%	23,3%	21,3%	19,7%
ROA	0,5%	3,7%	5,9%	6,3%	6,6%	6,6%

Quelle: Unternehmen, Euler Hermes Rating (Prognosen)

## Disclaimer/ Haftungsausschluss

Das vorliegende Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Sämtliche Informationen und Daten aus dieser Researchstudie stammen aus Quellen, welche die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH/Credit Research (i.W. EHCR) für zuverlässig hält. Im Rahmen der Analysetätigkeit und Erstellung der Studie haben die Verfasser größtmögliche Sorgfalt angewandt, um sicherzustellen, dass sowohl die verwendeten Daten als auch die geäußerten Meinungen und Prognosen realistisch und zutreffend sind. Trotz der Sorgfaltsbemühungen kann keinerlei Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen werden, weder ausdrücklich noch stillschweigend. Das vorliegende Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Wertpapieren und den Marktgegebenheiten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung.

Außerdem können Teile davon oder gesamte Informationen unvollständig wiedergegeben oder zusammengefasst sein. Weder EHCR noch die Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seiner Inhalte oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang mit Informationen aus dieser Researchstudie entstehen. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Analysten zu dem im Dokument angegebenen Publikationszeitpunkt der Studie wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder von EHCR sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden gilt bereits im Vorwege als ausgeschlossen.

Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe an Dritte ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung durch EHCR zulässig. Sämtliche gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, finden Anwendung und sind sowohl vom Ersteller als auch vom Empfänger des Dokuments einzuhalten.

Zudem wird explizit darauf hingewiesen, dass das vorliegende Dokument weder eine Aufforderung zur Zeichnung noch zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf das Dokument oder Teile davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

EHCR übernimmt keinerlei Garantie dafür, dass die prognostizierte Rendite oder die abgeleiteten Credit Spreads der untersuchten Anleihen erreicht werden. Veränderte Annahmen, auf denen diese Studie beruht, können einen signifikanten Einfluss auf die angestrebte Rendite, Spreads oder Kursziele haben. Die Rendite aus Investitionen unterliegt Schwankungen, Anlageentscheidungen bedürfen stets der anleger- und objektgerechten Beratung durch einen Anlageberater. Das vorliegende Dokument übernimmt keine Beratungsfunktion.

### Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

Diese Publikation darf, sofern sie in UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die i. S.d. Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung). Es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen. Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

## Aktualisierung

Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von EHCR kursrelevant sind. Ein Update bzw. eine Folgeanalyse der vorliegenden Studie(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EHCR behält sich vor, eine Aktualisierung der Studie unangekündigt vorzunehmen.

Die vorliegende Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung der Emittentin zugänglich gemacht und danach geändert. Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind aktuelle Kurse des Vortags des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

## Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

EHCR sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende mögliche Interessenskonflikte für das/die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte im folgenden Abschnitt aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse untersuchten Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt:** keine Konflikte

## Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente des Unternehmens.
- (2) Das Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an EHCR oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) EHCR oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde der Emittentin der Entwurf der Analyse vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

## Wesentliche Methoden und Grundlagen der in der Research-Studie enthaltenen Werturteile

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen von EHCR zugrunde liegen, stützen sich in erster Linie auf ein von EHCR selbst erstelltes quantitatives Analyse- und Bewertungsmodell. In diesem Modell werden faire Credit Spreads von europäischen Unternehmensanleihen mittels multivariater Regressionsanalysen ermittelt und durch eine qualitativ geprägte Fundamentalanalyse plausibilisiert.

## Bedeutung des Anlageurteils

**Overweight:** Nach Auffassung des Analysten von EHCR steigt der Anleihekurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Neutralweight:** Nach Auffassung des Analysten von EHCR bleibt der Anleihekurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Underweight:** Nach Auffassung des Analysten von EHCR fällt der Anleihekurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

## Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Marie-Curie-Str. 24-28  
60439 Frankfurt

## Informationsbasis

Für die Erstellung des vorliegenden Dokuments wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittentin, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Pressemeldungen, Ad-hoc-Mitteilungen, Unternehmenspräsentationen, Wertpapierprospekt, Daten aus Bloomberg etc.) verwendet, die EHRC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

## Compliance

EHCR hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese - sofern vorhanden - offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer Jürgen Schon, Email: [juergen.schon@eulerhermes-rating.com](mailto:juergen.schon@eulerhermes-rating.com)

## Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH mit Sitz in Hamburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; BaFin) gemeldet ist. Euler Hermes Rating Deutschland GmbH wird derzeit vertreten durch ihren Geschäftsführer Ralf Garrn. Der für diese Analyse verantwortliche Analyst ist Hendrik Emrich, Leiter Credit Research

## Urheberrechte

Das vorliegende Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb der Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung von EHCR bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH  
Gasstraße 18/2, 22761 Hamburg  
Tel.: (+49)040/8834-640, Fax (+49)040/8834-6413