

Zusammenfassung
des Ratingberichtes

SAF-HOLLAND S.A.

08. April 2014

Ratingbegründung

Rating vom 08. April 2014	
Unternehmensrating:	BBB
Ausblick:	stabil
Ratingobjekt:	
Die SAF-HOLLAND S.A. entwickelt, produziert und vertreibt Achs- und Federungssysteme, Sattel- und Anhänger-Kupplungen sowie Königszapfen und Stützwinden für die LKW- und Trailerindustrie. Die Kernmärkte sind Europa und Nordamerika. Das Unternehmen erwirtschaftete im Jahr 2013 einen Umsatz von € 857,0 Mio. und zählte über 3.000 Mitarbeiter.	
Stärken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ hoher Marktanteil in Europa und Nordamerika ■ langjährige Kundenbeziehungen zu Herstellern von Nutzfahrzeugen ■ Servicenetze in den Kernmärkten 	
Schwächen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ Abhängigkeit von der zyklischen Nutzfahrzeugbranche ■ geringe Präsenz in den aufstrebenden Volkswirtschaften 	
Chancen:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ zunehmender Straßengüterverkehr ■ höhere gesetzliche Sicherheitsanforderungen ■ Verbesserung der Ertragskraft im Segment <i>Trailer Systems</i> ■ Ausbau des Geschäftssegments <i>Aftermarket</i> 	
Risiken:	
<ul style="list-style-type: none"> ■ hohe Konjunkturabhängigkeit ■ zunehmende Wettbewerbsintensität ■ steigende Rohstoffpreise 	

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

Ausschlaggebend für das Rating sind die Stabilisierung der Ertragskraft durch das wachsende Ersatzteil- und Servicegeschäft sowie die gute Kapitalmarktstruktur und finanzielle Flexibilität. Darüber hinaus bewerten wir die hohen Marktanteile in Europa und in Nordamerika positiv. In 2013 setzte sich die erfolgreiche Geschäftsentwicklung weiter fort und führte bei anhaltender Ertragsstabilität zu weiteren Verbesserungen der Kapitalstruktur. Durch den Ausbau der weltweiten Produktionsmöglichkeiten und des Servicenetzes konnte SAF-HOLLAND seine guten Marktpositionen in den Segmenten *Trailer Systems* und *Powered Vehicle Systems* weiter verbessern. Aufgrund der positiven Auftragsentwicklung dieser Segmente erwarten wir eine weiter zunehmende Marktdurchdringung der Hauptprodukte sowie eine beständige Entwicklung des konjunkturstable- ren und margenstarken *Aftermarket*-Geschäftes.

Chancen bestehen unseres Erachtens durch die weltweite Zunahme des Transportvolumens, die Verbesserung der Ertragskraft im Segment *Trailer Systems* sowie durch den weiteren Ausbau des Ersatzteilgeschäftes. Hierbei strebt SAF-HOLLAND eine verstärkte Differenzierung durch Innovationen und regionalen Technologietransfer an, um dem zunehmenden Preis- und Wettbewerbsdruck in der Branche standzuhalten, die langjährigen Kundenbeziehungen mit Nutzfahrzeugherstellern und Endkunden zu festigen sowie die Ertragskraft langfristig zu sichern.

Schwächen der SAF-HOLLAND S.A. sehen wir in der Abhängigkeit von der zyklischen Nutzfahrzeugbranche. Durch die geringe Präsenz in den aufstrebenden Volkswirtschaften kann das Wachstumspotenzial in diesen Regionen zurzeit nur unzureichend genutzt werden.

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

Finanzkennzahlen*	2011	2012	2013
EBITDA-Marge	8,5	8,3	8,0
Return on Capital employed (ROCE)	17,1	17,2	16,9
Eigenkapitalquote	28,0	32,6	38,4
Verschuldungsgrad	56,3	49,1	41,6
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	4,7	4,3	4,1
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,3	2,0	1,8
EBIT-Zinsdeckung	2,6	3,9	5,3
EBITDA-Zinsdeckung	3,7	5,6	7,1

* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

Unternehmen

Die SAF-HOLLAND S.A. (SAF-HOLLAND) ist auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von qualitativ hochwertigen Systemen und Komponenten für Zugmaschinen (*Powered Vehicle Systems*) und Auflieger (*Trailer Systems*) spezialisiert. Die Geschäftsaktivitäten schließen darüber hinaus das dazugehörige Service- und Ersatzteilgeschäft (*Aftermarket*) ein. Im Geschäftsjahr 2013 erwirtschaftete das Unternehmen mit durchschnittlich 3.106 Mitarbeitern in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* (Umsatzanteil: 16,9 %), *Trailer Systems* (Umsatzanteil: 56,7 %) und *Aftermarket* (Umsatzanteil: 26,4 %) einen Konzernumsatz von € 857,0 Mio. SAF-HOLLAND verfügt weltweit neben den ca. 9.000 Servicestationen über insgesamt 16 Produktionsstätten, unter anderem in den USA, Kanada, Deutschland, Australien, China und Indien. Zu den wichtigsten Absatzmärkten gehören Europa mit einem Umsatzanteil von 52,3 % und Nordamerika mit einem Umsatzanteil von 39,6 %.

Im **Segment *Trailer Systems*** verfügt SAF-HOLLAND über führende Marktpositionen in den Bereichen Achs- und Federungssysteme, Stützwinden sowie Königszapfen. Neben den Großkunden wie Krone und Kögel beliefert das Unternehmen in diesem Segment eine Vielzahl kleinerer regionaler Anbieter sowie Hersteller von Spezialfahrzeugen. Im Segment *Trailer Systems* wurde im Geschäftsjahr 2013 ein Umsatz von € 485,7 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis (EBIT) von € 10,6 Mio. (EBIT-Marge: 2,2 %) erwirtschaftet. In den Bereichen Achs- und Federungssysteme gehören zu den lokalen Wettbewerbern vor allem BPW in Europa, Hendrickson in Nordamerika und FUWA in China.

Im **Segment *Powered Vehicle Systems*** wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr mit Sattelkupplungen und Federungssystemen ein Umsatz von € 144,7 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 12,4 Mio. (EBIT-Marge: 8,6 %) erwirtschaftet. Im Gegensatz zum Bereich *Trailer Systems* ist das Segment *Powered Vehicle Systems* durch eine höhere Konzentration auf der Abnehmerseite und eine dominierende Marktstellung der Zugmaschinenhersteller (OEM) gegenüber den Lieferanten gekennzeichnet. Zu den größten Kunden dieser Sparte gehören Paccar, Oshkosh, Daimler, Volvo und Navistar. Der wichtigste globale Wettbewerber ist Jost, auf lokaler Ebene Fontaine in Nordamerika und FUWA in China.

Im **Segment *Aftermarket*** stellt SAF-HOLLAND die Versorgung der Transportindustrie mit Ersatzteilen sicher. Hierbei ist die Kundenstruktur fragmentiert und reicht von Endkunden (Flottenbetreibern) über Ersatzteilhändler bis hin zu Werkstätten. In den Kernmärkten Europa und Nordamerika ist das Servicenetzwerk flächendeckend ausgelegt und umfassender als das der Wettbewerber. Im Segment *Aftermarket* wurde im Jahr 2013 ein Umsatz von € 226,7 Mio. und ein bereinigtes operatives Ergebnis von € 36,3 Mio. (EBIT-Marge: 16,0 %) erwirtschaftet.

Die SAF-HOLLAND S.A. wurde am 21. Dezember 2005 mit dem Ziel gegründet, die SAF-Gruppe und die HOLLAND Group zu einem Unternehmen zusammenzuführen. Im Jahr 2007 wurde der organisatorische Zusammenschluss der beiden Teilkonzerne SAF und HOLLAND abgeschlossen. Weitere Meilensteine in der Unternehmensgeschichte waren die Verwendung der Scheibenbremstechnologie im Trailereinsatz sowie die Akquisitionen eines europäischen Herstellers von Sattelkupplungen (Georg Fischer Verkehrstechnik) und eines US-amerikanischen Produzenten von Stützwinden (Austin-Westran) im Jahr 2008. Ende 2013 wurde mit Corpco ein chinesischer Hersteller von Luftfederungssystemen für Busse mehrheitlich übernommen.

Die Aktien der SAF-HOLLAND S.A. sind seit 2007 börsennotiert. Die Aktien befinden sich überwiegend in Streubesitz. Mitglieder des Management Board und des Board auf Directors hatten per 31. Dezember 2013 einen Anteil von ca. 4,2 %. Zum Management Board gehören Detlef Borghardt (CEO), Wilfried Trepels (CFO) sowie die jeweiligen Leiter der drei Geschäftssegmente *Powered Vehicle Systems* (Jack Gisinger), *Trailer Systems* (Steffen Schewerda) und *Aftermarket* (Alexander Geis).

Rating-Historie	24.09.2012	04.09.2013	08.04.2014		
Notation/Outlook	BBB- / stabil	BBB / stabil	BBB / stabil		

Ertragskraft und Rentabilität

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir im Rahmen unserer Analyse Erträge aus Anlageabgängen (2011-2013), Erträge aus Schadenersatzansprüchen (2013) sowie Wertaufholungen von immateriellen Vermögenswerten (2011-2012) in das außerordentliche Ergebnis gegliedert. Restrukturierungsaufwendungen (2011-2013) sowie Wertminderungen von Firmenwerten und immateriellen Vermögensgegenständen (2012) haben wir ebenfalls dem außerordentlichen Ergebnis zugerechnet.

Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung*	2011		2012		2013		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2012	2013
Umsatzerlöse	831.317	100,0	859.578	100,0	857.018	100,0	3,4	-0,3
Gesamtleistung	831.317	100,0	859.578	100,0	857.018	100,0	3,4	-0,3
Materialaufwand	551.497	66,3	566.683	65,9	563.411	65,7	2,8	-0,6
Rohhertrag	279.820	33,7	292.895	34,1	293.607	34,3	4,7	0,2
Sonstige betriebliche Erträge	768	0,1	1.161	0,1	1.598	0,2	-49,5	37,6
Personalaufwand	147.597	17,8	159.433	18,5	154.344	18,0	8,0	-3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	61.973	7,5	63.565	7,4	72.011	8,4	2,6	13,3
EBITDA	71.018	8,5	71.058	8,3	68.850	8,0	-2,1	-3,1
Abschreibungen	20.676	2,5	20.884	2,4	17.876	2,1	1,0	-14,4
EBIT	50.342	6,1	50.174	5,8	50.974	5,9	-3,3	1,6
Finanzergebnis	-24.019	-2,9	-29.572	-3,4	-17.957	-2,1	23,1	-39,3
<i>davon Zinsaufwand</i>	19.009	2,3	12.736	1,5	9.703	1,1	-33,0	-23,8
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	26.323	3,2	20.602	2,4	33.017	3,9	-26,0	60,3
Außerordentliches Ergebnis	322	0,0	-4.627	-0,5	-1.574	-0,2	-1.537,0	-66,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	26.645	3,2	15.975	1,9	31.443	3,7	-43,3	96,8
Konzernjahresüberschuss	26.619	3,2	7.418	0,9	24.365	2,8	-73,6	228,5

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

Aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise führten im Geschäftsjahr 2009 erhebliche Nachfragerückgänge und hohe Lagerbestände in der Nutzfahrzeugindustrie zu konzernweiten Umsatzeinbußen von -47,5 %. Die Umsatzverluste waren hierbei zu mehr als 90 % dem Segment *Trailer Systems* zuzurechnen. Vor dem Hintergrund der negativen Erfahrungen aus den hohen Lagerbeständen wurde in den Folgejahren eine bedarfsorientierte Produktion umgesetzt. Konjunkturerholung und Nachholeffekte in der Transportindustrie führten in den Jahren 2010 und 2011 zu Umsatzsteigerungen in Höhe von +50,4 % bzw. +31,7 %. Auslaufende Nachholeffekte und schlechtere Konjunkturperspektiven lösten in 2012 und 2013 einen leichten Rückgang in der Nachfrage aus. Im abgelaufenen Geschäftsjahr ergaben sich negative Translationseffekte aus dem US-Dollar in Höhe von € -12,7 Mio. Der **Konzernumsatz** verringerte sich um € -2,6 Mio. auf € 857,0 Mio. Trotz der nachteiligen Währungseffekte erhöhten sich die Umsatzerlöse im größten Segment *Trailer Systems* um € +12,2 Mio. auf € 485,7 Mio. Das für die Ertragskraft der Gruppe wichtige Segment *Aftermarket* verbuchte leichte Umsatzeinbußen von € -1,9 Mio. auf € 226,6 Mio. Hier wirkten sich die zunehmende Marktdurchdringung der Konzernprodukte, der Ausbau des Händlernetzes sowie der Aufbau neuer Logistikzentren positiv aus. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Segmentumsatz in *Powered Vehicle Systems* um insgesamt € -12,9 Mio. auf € 144,7 Mio. Neben währungsbedingten Umsatzeinbußen in Höhe von € -3,9 Mio. belastete hier vor allem die Verunsicherung über die US-amerikanische Haushaltslage. Der Anteil der Umsatzerlöse am Konzernumsatz betrug 2013 im Segment *Trailer Systems* 56,7 % (2012: 55,1 %; 2011: 56,9 %), im Segment *Powered Vehicle Systems* 16,9 % (2012: 18,3 %; 2011: 18,5 %) und im Segment *Aftermarket* 26,4 % (2012: 26,6 %; 2011: 24,6 %).

Im Hinblick auf die **Absatzregionen** wurde die Umsatzentwicklung in 2013 durch die Regionen *Nordamerika* und *Europa* bestimmt. In *Nordamerika* verringerten sich die Umsätze um -7,6 % auf € 339,1 Mio. (wechsellkursbereinigt: -4,5 %). Der Anteil am Gesamtumsatz reduzierte sich leicht auf 39,5 % (Vj. 42,7 %). Die Region *Europa* profitierte von einer leichten Verbesserung der Nachfrage, sodass sich der Umsatz um +3,0 % auf € 447,9 Mio. erhöhte. Mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 52,3 % (Vj. 50,6 %) ist *Europa* die **Absatzregion mit größter Bedeutung** für SAF-HOLLAND. In den zur Region *Sonstige* zählenden Ländern der BRIC Staaten stieg der Umsatz um +21,5 % auf € 70,0 Mio. Der Umsatzanteil stieg auf 8,2 % (Vj. 6,7 %).

Mit Blick auf die **Kundenstruktur** entfielen im abgelaufenen Geschäftsjahr auf den wichtigsten Kunden ca. 5,9 % (Vj. 6,5 %) und auf die größten 10 Kunden ca. 35,6 % (Vj. 38,3 %) der Gesamtumsätze. Bedingt durch die Auswahloptionen der Endkunden bei der Komponentenauswahl eines Trailers relativieren sich allerdings die Abhängigkeiten.

Die Verbesserung der **Rohermargen** im Zeitraum 2011 bis 2013 um insgesamt +60 Basispunkte ging einerseits auf sinkende Rohstoffpreise (z. B. Stahl) zurück und andererseits auf eine Umsatzverschiebung zugunsten der *Aftermarket*-Sparte. Gegenläufig wirkte sich das überdurchschnittliche Wachstum im Segment *Trailer Systems* im abgelaufenen Geschäftsjahr aus. Aufgrund der geringen Wertschöpfungstiefe erwirtschaftet das Segment *Trailer Systems* vergleichsweise niedrige Bruttomargen, sodass das dynamische Wachstum dieser Sparte in den Jahren 2010 (+87,0 %), 2011 (+47,0 %) und 2013 (+3,7 %) die Rohermarge auf Konzernebene zunehmend verwässerte. Überproportionales Wachstum im Segment *Trailer Systems* impliziert jedoch eine zunehmende Marktdurchdringung der Konzernprodukte und damit einen höheren künftigen Ersatzteilbedarf (Segment *Aftermarket*). Deshalb ist die Verwässerung der konzernweiten Bruttomarge überwiegend Ausdruck der strategischen Unternehmensentscheidung, die Marktdurchdringung für das margenstarke Ersatzteilgeschäft auszuweiten.

Die **Personalaufwendungen** wurden als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise durch Personalabbau, Kurzarbeit und Gehaltsverzicht des Managements deutlich reduziert. Im Zuge der dynamischen Konjunkturerholung in den Folgejahren nahm der Personalaufwand wieder zu. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 verminderten sich die Personalaufwendungen auf € 154,3 Mio. aufgrund von Währungseffekten in Höhe von € 2,9 Mio. und aktivierten Eigenleistungen aus der Zusammenführung der SAP-Systeme in Höhe von € 3,1 Mio. Die geschäftsbedingte Erhöhung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** verlief zuletzt überproportional zum Umsatz, sodass sich die korrespondierende Quote auf 8,4 % erhöhte. Hintergrund sind erhöhte Garantierückstellungen im Jahr 2013, deren Ursachen auf überdurchschnittliche Produktionszahlen in den Jahren 2007 und 2008 zurückgehen. Die Gründe der Garantiefälle wurden schon vor Jahren beseitigt, sodass SAF-HOLLAND spätestens ab dem 2. Halbjahr 2014 mit einem Auslaufen dieser Belastungseffekte rechnet.

Das analytisch bereinigte **EBIT** erhöhte sich im Jahr 2013 leicht auf € 51,0 Mio. Diese Verbesserungen wurden trotz erhöhter Garantierückstellungen (ca. € 2,0 Mio.) und negativer Transaktionseffekte erreicht. Mit einem bereinigten EBIT von € 36,3 Mio. (Vj. € 31,8 Mio.) war das **Segment Aftermarket** der **wichtigste** und **stabilste Ergebnisträger** im Konzern. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich auf 16,0 % (Vj. 13,9 %). Das Segment *Powered Vehicle Systems* musste einen umfangreichen Großauftrag und negative Transaktionseffekte kompensieren, sodass sich die operativen Ergebnisbeiträge auf € 12,4 Mio. (Vj. € 14,7 Mio.) verringerten. Die bereinigte EBIT-Marge reduzierte sich auf 8,6 % (Vj. 9,3 %). Im Segment *Trailer Systems* verminderten sich die operativen Ergebnisbeiträge auf € 10,6 Mio. (Vj. € 11,7 Mio.), insbesondere aufgrund erhöhter Garantierückstellungen sowie zunehmender Vertriebs- und Entwicklungsaufwendungen. Die bereinigte EBIT-Marge reduzierte sich auf 2,2 % (Vj. 2,5 %).

Die **Zinsaufwendungen** aus verzinslichen Darlehen und sonstigen Ausleihungen konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr durch die Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten sowie durch eine Minderung der Zinsmargen gesenkt werden. Gleichzeitig entfielen einmalige Sondereffekte aus dem Jahr 2012, welche im Zusammenhang mit der Refinanzierung (€ 9,3 Mio.) und der Ablösung von Zinssicherungsgeschäften (€ 3,0 Mio.) standen. In Summe verbesserte sich das **Finanzergebnis** um € +11,6 Mio. auf € -17,9 Mio. Niedrigere Restrukturierungsaufwendungen sowie höhere Erträge aus Schadenersatzansprüchen und Anlageabgängen führten zu einem geringeren außerordentlichen Verlust von € -1,6 Mio. (Vj. € -4,6 Mio.) Vor diesem Hintergrund verdoppelte sich das **Ergebnis vor Steuern** auf € 31,4 Mio.

Ertragskraft (%)	2011	2012	2013
EBITDA-Marge	8,5	8,3	8,0
Gesamtkapitalrentabilität	9,9	7,3	9,3
ROCE	17,1	17,2	16,9
Cashflow-ROI	15,5	15,6	15,0

Im Analysezeitraum erreichten die Ertrags- und Rentabilitätskennzahlen unverändert ein befriedigendes Niveau. Die Erhöhung der Gesamtkapitalrentabilität auf einen befriedigenden Wert in 2013 resultierte überwiegend aus der Verbesserung im Finanzergebnis. Der Return on Capital Employed erreichte im Analysezeitraum weiterhin ein gutes Niveau.

In den ersten beiden Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2014 erhöhte sich der Konzernumsatz planmäßig um € +15,4 Mio. (+11,2 %) gegenüber dem Vorjahr auf € 153,4 Mio. Positiv und besser als erwartet entwickelte sich hierbei insbesondere das Segment *Trailer Systems* mit einem guten Umsatzzuwachs auf € 92,1 Mio. (Vj. 80,2 Mio.). Trotz negativer Währungseffekte überzeugten auch die Umsatzentwicklungen in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* (€ +0,2 Mio. auf € 24,6 Mio.) und *Aftermarket* (€ +3,1 Mio. auf € 36,6 Mio.). Aufgrund besserer Margenqualität und günstigerer Volumeneffekte erhöhte sich das konzernweite EBIT auf € 10,8 Mio. (Vj. € 8,9 Mio.). Die EBIT-Marge erreichte 7,1 % (Vj. 6,5 %). **Wichtigster Ergebnisträger** blieb das Segment *Aftermarket* mit einem bereinigten EBIT von € 6,4 Mio. (Vj. € 5,3 Mio.). Darüber hinaus verbuchte das Segment *Trailer Systems* eine deutliche Verbesserung im operativen Ergebnisbeitrag auf € 3,1 Mio. (Vj. € 1,3 Mio.). Gleichzeitig verzeichnete das Segment *Powered Vehicle Systems* einen Rückgang auf € 1,7 Mio. (Vj. € 2,3 Mio.) Die bereinigten EBIT-Margen dieser Segmente verbesserten sich auf 3,4 % (Vj. 1,7 %) bzw. verschlechterten sich auf 6,8 % (Vj. 9,4 %).

Ertragskraft und Rentabilität der SAF-HOLLAND S.A. haben sich im Jahr 2013 insgesamt stabil entwickelt und erreichen insgesamt ein befriedigendes Niveau. Träger dieser Entwicklung sind steigende Ergebnisbeiträge im Segment *Aftermarket*, welche die leichten Rückgänge der Ertragskraft in den Segmenten *Powered Vehicle Systems* und *Trailer Systems* überkompensieren konnten.

Kapitalstruktur und Verschuldung

Abweichend zur Konzernrechnungslegung haben wir im Rahmen unserer Analyse bei der Ermittlung des wirtschaftlichen Eigenkapitals die aktiven latenten Steuern mit den passiven latenten Steuern saldiert (2011-2013) und aktivische Überschüsse vom Eigenkapital subtrahiert (2011-2012). Darüber hinaus haben wir die Position der immateriellen Vermögensgegenstände aus Vorsichtsgründen um 25,0 % gemindert und das bilanzielle Eigenkapital entsprechend reduziert (2011-2013).

Strukturbilanz	31.12.2011		31.12.2012		31.12.2013		Veränderungen zum Vorjahr (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	2012	2013
Aktiva	458.360	100,0	454.709	100,0	458.975	100,0	-0,8	0,9
Langfristige Vermögenswerte	249.661	54,5	248.073	54,6	251.705	54,8	-0,6	1,5
<i>davon immaterielle Vermögenswerte</i>	139.821	30,5	139.091	30,6	138.392	30,2	-0,5	-0,5
Kurzfristige Vermögenswerte	208.699	45,5	206.636	45,4	207.270	45,2	-1,0	0,3
<i>davon Vorräte</i>	90.400	19,7	88.163	19,4	100.223	21,8	-2,5	13,7
<i>davon Forderungen aus LL</i>	95.352	20,8	87.319	19,2	76.088	16,6	-8,4	-12,9
<i>davon liquide Mittel</i>	15.345	3,3	18.579	4,1	23.856	5,2	21,1	28,4
Passiva	458.360	100,0	454.709	100,0	458.975	100,0	-0,8	0,9
Eigenkapital	128.033	27,9	148.120	32,6	176.056	38,4	15,7	18,9
Langfristige Schulden	208.178	45,4	197.965	43,5	166.575	36,3	-4,9	-15,9
Kurzfristige Schulden	122.149	26,6	108.624	23,9	116.344	25,3	-11,1	7,1
<i>Finanzverbindlichkeiten</i>	180.907	39,5	161.407	35,5	149.305	32,5	-10,8	-7,5

Die bereinigte Bilanzsumme ist im Analysezeitraum nahezu konstant geblieben und erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr € 459,0 Mio. Hierbei hat sich der bilanzielle Anteil **kurzfristiger Vermögenswerte** nahezu stabil entwickelt. Die Zunahme im Vorratsvermögen im Jahr 2013 resultierte vor dem Hintergrund steigender Markterwartungen und erhöhter Auftragsengänge zum Geschäftsjahresende. Gleichzeitig reduzierten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen durch höhere Forderungsverkäufe (€ 18,7 Mio.). Die **langfristigen Vermögenswerte** haben sich im Analysezeitraum kaum verändert. Von wesentlicher Bedeutung sind hier die **immateriellen Vermögensgegenstände**, die nach einer 25 %-igen analytischen Bereinigung noch 30,2 % der Bilanzsumme ausmachen. Die immateriellen Vermögenswerte gehen überwiegend auf erworbene Firmenwerte und Kundenbeziehungen der Teilkonzerne „SAF“ und „HOLLAND“ im Jahr 2006 zurück. Nach unserer Einschätzung ist im Hinblick auf die vorgenommene Bereinigung sowie auf die anhaltend guten Rahmenbedingungen und mittelfristigen Wachstumsperspektiven von einer Werthaltigkeit der Position auszugehen.

Das analytisch bereinigte wirtschaftliche **Eigenkapital** erhöhte sich im Analysezeitraum bis auf € 176,3 Mio. im Geschäftsjahr 2013. Diese Verbesserungen resultierten im Wesentlichen aus den Kapitalerhöhungen im März 2011 (Bruttoemissionserlös: € 139,4 Mio.) und November 2012 (Bruttoemissionserlös: € 21,6 Mio.) sowie aus den erwirtschafteten Jahresergebnissen. Die **Kapitalrücklagen** nahmen dabei um € 159,4 Mio. auf € 265,8 Mio. zu. Die analytisch bereinigte **Eigenkapitalquote** verbesserte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr um 580 Basispunkte auf 38,4 % (Vj. 32,6 %). Gleichzeitig verringerten sich die **Finanzverbindlichkeiten** um insgesamt € 12,1 Mio. Der Rückgang der Finanzverbindlichkeiten und der Pensionsrückstellungen war der wesentliche Grund für die bilanzielle Abnahme langfristiger Schulden.

Im Zuge der **Neustrukturierung der Finanzierung** im Oktober 2012 wurde mit den Konsortialbanken eine Anpassung bestehender Kreditvereinbarungen geschlossen, die im abgelaufenen Geschäftsjahr zu besseren Finanzierungskonditionen bzw. günstigeren Zinsmargen führen. Wesentlicher Bestandteil dieser Restrukturierungsmaßnahmen war die Emission einer fünfjährigen Anleihe in Höhe von € 75,0 Mio. (Endfälligkeit April 2018). Die aktuellen Finanzierungsvereinbarungen mit einer Laufzeit bis Oktober 2017 sehen Kreditlinien von insgesamt

€ 188,2 Mio. vor (vgl. Innenfinanzierung und finanzielle Flexibilität). Die langfristigen Schulden enthalten außerdem Pensionsrückstellungen in Höhe von € 25,4 Mio. In diesem Zusammenhang bestehen – unter den per 31. Dezember 2013 getroffenen Zins- und Renditeerwartungen – außerbilanzielle Deckungslücken in einer Größenordnung von € 23,6 Mio. (Vj. € 39,2 Mio.). Im Bereich der kurzfristigen Schulden erhöhten sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stichtagsbedingt um € 8,6 Mio. auf € 79,3 Mio.

	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Kapitalstruktur (%)			
Eigenkapitalquote	28,0	32,6	38,4
Verschuldungsgrad	56,3	49,1	41,6
Entschuldungspotenzial			
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	4,7	4,3	4,1
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	2,3	2,0	1,8
Zinsdeckungsrelationen			
EBIT-Zinsdeckung	2,6	3,9	5,3
EBITDA-Zinsdeckung	3,7	5,6	7,1

Die auf Basis der Kapitalmarkttransaktionen in den Jahren 2011 (Kapitalerhöhung) und 2012 (Kapitalerhöhung und Anleiheemission) durchgeführten Umstrukturierungen der Passivseite bei gleichzeitig stabiler Ertragskraft verbesserten die Kapitalstruktur auf ein insgesamt gutes Niveau. Vor dem Hintergrund der besseren Kapitalstruktur und stabilen Ertragskraft verbesserten sich Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen auf gute bzw. stark befriedigende Werte.

Zum 28. Februar 2014 belief sich die unbereinigte Bilanzsumme der SAF-HOLLAND S.A. auf € 573,9 Mio. Dies entspricht einem Anstieg von € +37,5 Mio. gegenüber dem Jahresabschluss 2013. Aufgrund von Erstkonsolidierungseffekten und höheren Geschäftsvolumina erhöhten sich insbesondere die Forderungen (€ +21,0 Mio.) bzw. Verbindlichkeiten (€ +14,5 Mio.) aus Lieferungen und Leistungen sowie die Vorräte (€ +11,0 Mio.). Dementsprechend nahm die durchschnittliche Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen um € +17,5 Mio. zu. Liquide Mittel verminderten sich überwiegend aufgrund der akquisitionsbedingten Kaufpreiszahlungen (Corpco) um € -11,0 Mio. Das unbereinigte Eigenkapital übertraf mit € 227,5 Mio. den Vorjahresendwert von € 222,2 Mio. Die Finanzverbindlichkeiten erhöhten sich leicht um € +8,0 Mio. auf € 157,3 Mio.

Vor dem Hintergrund der Kapitalmarkttransaktionen und der erzielten Jahresüberschüsse verfügte SAF-HOLLAND S.A. zum Ende des Analysezeitraums über eine gute Kapitalstruktur. Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen waren insgesamt gut bzw. stark befriedigend.

Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

Cashflow (T€)	2011	2012	2013
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	41.098	53.993	53.962
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-12.109	-21.333	-23.522
Free Cashflow (Summe)	28.989	32.660	30.440
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-22.344	-29.253	-24.857

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit konnte in 2012 vor allem durch eine geringere Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen gesteigert werden. Die stabile Entwicklung der Ertragskraft sorgte im Geschäftsjahr 2013 für eine **konstante Entwicklung im operativen Cashflow auf einem komfortablen Niveau**. Hierbei profitierte die Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen von erhöhten Forderungsverkäufen in Höhe von € 18,7 Mio. (Vj. € 7,8 Mio.). Zunehmende Ertragssteuern kompensierten diesen positiven Effekt. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit erhöhte sich im Analysezeitraum aufgrund verstärkter Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr resultierten die zunehmenden Investitionsausgaben aus der Integration lokaler SAP-Systeme in Höhe von € 0,8 Mio. sowie aus schließungsbedingten Verlusten in Höhe von € 0,9 Mio. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit profitierte in den Jahren 2011 bis 2012 von zwei Kapitalerhöhungen in Höhe von € 143,7 Mio. (2011) und € 21,7 Mio. (2012) sowie von der Platzierung einer Anleihe in Höhe von € 75,0 Mio. (2012). Die Emissionserlöse wurden schwerpunktmäßig zur Ablösung von Finanzverbindlichkeiten verwendet. Der Abbau von Finanzverbindlichkeiten führte neben einmaligen Transaktionskosten aus den Refinanzierungsaktivitäten sowie Zahlungen für die Ablösung von Zinssicherungsgeschäften in Summe zu einem negativen Cashflow aus Finanzierungstätigkeit. Im abgelaufenen Geschäftsjahr waren der weitere Abbau von Finanzverbindlichkeiten und geleistete Zinszahlungen die wesentlichen Faktoren für den negativen Cashflow aus Finanzierungstätigkeit.

Zur laufenden Finanzierung stehen der SAF-HOLLAND S.A. Konsortialkredite bzw. Linien in Höhe von € 188,2 Mio. zur Verfügung, welche per 31. Dezember 2013 mit € 67,3 Mio. in Anspruch genommen wurden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass eine halbjährliche Tilgungsleistung von jeweils € 3,9 Mio. im März und im September vereinbart wurde. Diese Finanzierungsvereinbarungen sind auf den 5. Oktober 2017 befristet. Per Ende Dezember bestanden freie Linien im Volumen von € 120,9 Mio. Unter Einbeziehung der liquiden Mittel belief sich die Gesamtliquidität per 31. Dezember 2013 auf ca. € 144,8 Mio. Darüber hinaus kann das Unternehmen eine Factoringlinie im Volumen von € 25,0 Mio. in Anspruch nehmen, wovon zum 31. Dezember 2013 € 18,7 Mio. ausgenutzt waren. Vor dem Hintergrund der bestehenden Linien und der liquiden Mittel verfügt die SAF-HOLLAND gegenwärtig über eine gute finanzielle Flexibilität.

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

Marktumfeld

Die wirtschaftliche Entwicklung der **Hersteller und Systemlieferanten von Fahrwerksystemen und Komponenten für Zugmaschinen und (Sattel-) Aufliegern im Bereich schwere Nutzfahrzeuge (NFZ)** hängt im Erstausstattungsmarkt in hohem Maße von den Produktions- und Abrufmengen der LKW- und Trailerhersteller (OEMs) ab. Des Weiteren beeinflussen der Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten (u. a. Leasing) und individuelle Präferenzen von Endkunden (z.B. Flottenmanager) die Nachfrage. Dabei unterliegt die Branche einer hohen konjunkturellen Abhängigkeit, die sich in volatilen Abrufmengen ausdrückt. Die Nachfrage nach Nutzfahrzeugen wird vor allem durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, Konjunkturerwartungen sowie durch die entsprechenden Veränderungen im weltweiten Transportvolumen bestimmt. Das Wettbewerbsumfeld ist oligopolistisch geprägt. Wenige spezialisierte Anbieter bieten wenigen Herstellern individualisierte, an die Bedürfnisse ihrer Endkunden angepasste Komponenten, Module und Systeme an. Hierbei werden produktspezifische, hochwertige Werkzeuge genutzt und zum Teil neuartige Prozesse von den Zulieferern für ein Produkt entwickelt. Die Verteilung der Marktanteile ist vor allem in Westeuropa und den USA weitestgehend stabil, da Lieferbeziehungen zwischen OEMs und Zulieferern in der Regel über den gesamten Lebenszyklus (bis zu 15 Jahre) einer Nutzfahrzeuggeneration bestehen. Die Nutzfahrzeugmärkte der aufstrebenden Länder (z. B. China und Indien) werden bislang weitgehend von lokalen Anbietern und Marken dominiert, unter anderem bedingt durch Importzölle und bedarfsgerechteren Produktportfolios. Absatzpotenziale aus dem Sekundärmarkt (Aftermarket) ergeben sich regional primär aus der Altersstrukturentwicklung der Nutzfahrzeugflotten und entsprechenden Absatz- und Austauschpotenzialen für Ersatzteile.

Nach der Rezession im Jahr 2009 waren die Marktentwicklungen der Jahre 2010 und teilweise 2011 durch Nachholeffekte geprägt. In 2012 führten die Abschwächung der konjunkturellen Entwicklung in Europa und Südamerika sowie eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China zu einem Rückgang der Produktionsmengen in der Nutzfahrzeugindustrie um weltweit 6,7 %. In Brasilien kam es infolge der Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie aufgrund von Vorzieheffekten im Jahr 2011 wegen der Einführung höherer Emissionsstandards im Jahr 2012 zu einem unerwartet starken Rückgang der Nutzfahrzeugproduktion um 40,5 % (GTAI 2012, OICA 2013). Im ersten Halbjahr 2013 erhöhte sich das Absatzvolumen für Nutzfahrzeuge weltweit um +5,3 % (gegenüber 1. HJ 2012). Gleichzeitig verringerte sich das Absatzvolumen in Europa auf -7,1 % und in Deutschland auf -10,2 % in Reaktion auf ein geringeres Transportvolumen. Vor dem Hintergrund des Inkrafttretens der Euro-6-Emissionsvorschriften zum 01. Januar 2014 und daraus resultierenden Vorzieheffekten entwickelte sich der LKW-Absatz im zweiten Halbjahr deutlich positiver. Der EU-Gesamtmarkt für Nutzfahrzeuge stieg danach insgesamt um +8,3 % (Deutschland + 0,2 %). Das Trailergeschäft entwickelte sich 2013 im Gegensatz dazu leicht rückläufig (-0,6 %), insbesondere aufgrund von kurzfristigen Budgetverschiebungen zugunsten von Sattelzugmaschinen aufgrund der zuvor erwähnten Vorzieheffekte.

Produktion mittlere/schwere NFZ (Tsd. Einheiten)*	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	CAGR (%) 2011-2013	CAGR (%) 2014-2016
Europa	649	619	575	632	707	725	-5,9	8,1
Nordamerika	451	496	477	537	592	575	3,1	6,6
Südamerika	284	197	265	283	292	293	1,9	3,4
Asien	2.142	1.977	2.071	2.106	2.266	2.348	-1,5	4,3
Rest der Welt	3	3	3	3	4	4	0,0	11,1
Gesamt	3.529	3.293	3.391	3.561	3.861	3.945	-1,9	5,2
Produktion Trailer (Kernmärkte SAF) (Tsd. Einheiten)								CAGR (%) 2014-2016
USA**	N/A	232	234	240	230	215		-5,3
Europa***	N/A	244	248	280	284	306		4,6
Gesamt	N/A	476	482	520	514	521		-0,7

Quellen: *IHS Automotive Global Production Summary (01/2014), eigene Berechnungen/ ** FTR Associates (03/2014)/*** CLEAR Int. (06/2013)

Wir erwarten in allen Regionen **kurz- bis mittelfristig** ansteigende Produktionszahlen. In Brasilien werden aufgrund staatlicher Fördermaßnahmen sowie hoher Investitionen in die Infrastruktur, unter anderem im Zusammen-

hang mit der Fußball-WM 2014 und den Olympischen Spielen 2016, die höchsten Wachstumsraten prognostiziert. Für den Euroraum gehen wir mittelfristig ebenfalls von Erholungstendenzen und steigendem Transportvolumen aus. Aufgrund der Alterstrukturentwicklung und steigendem Durchschnittsalter der europäischen Nutzfahrzeugflotten erwarten wir mittelfristig ein erhöhtes Absatzpotenzial aufgrund von Modernisierungs- und Ersatzinvestitionen. Bisher wurde insbesondere Russland als zukünftiger Wachstumsmarkt für deutsche OEMs gesehen, da sich der Marktanteil von schweren Nutzfahrzeugen bei einem Marktvolumen von 120.000 Neuzulassungen in 2012 (Lkw im Schwerlastsegment) im mittleren und gehobenen Preissegment bis 2020 auf rund 80,0 % (2010: 30,0 %) transformieren soll. Aufgrund der anhaltenden Grenzkonflikte mit der Ukraine sowie den möglichen Auswirkungen von Wirtschaftsanktionen sehen wir erhöhte Risiken für die Fortsetzung des Markttransformationsprozesses.

Die Absatzzahlen von Sattelzugmaschinen und Trailern des mittleren- und gehobenen Preissegmentes in Schwellenländer und Osteuropa werden sich unseres Erachtens mittel- bis langfristig weiter erhöhen, insbesondere aufgrund einer verbesserten Infrastruktur und sich wandelnden Kundenpräferenzen. Deshalb gehen wir davon aus, dass die Auslandsproduktion deutscher Anbieter im Rahmen ihrer Lokalisierungsstrategien weiter zunehmen wird, um an den beschriebenen Wachstumschancen stärker zu partizipieren. Generell erwarten wir, dass das Wachstum der einzelnen Segmente und Märkte ausgeprägten Konjunkturschwankungen unterliegen wird. Die Zulieferindustrie steht auch zukünftig vor der Herausforderung, auf Absatzschwankungen flexibel und zeitnah reagieren zu müssen.

Die stetige Zunahme der Gütertransportleistungen wird unseres Erachtens zukünftig auch den Handlungsbedarf zur Reduktion des CO₂-Austoßes für die Nutzfahrzeugindustrie forcieren. Entsprechend erwarten wir, dass sich in den Schlüsselmärkten die gesetzlichen Vorgaben mittel- bis langfristig sukzessive verschärfen werden, um Umweltbelastungen zu reduzieren. Je nach Ausprägung der Regulierung könnte die Bedeutung von Gesamtfahrzeugkonzepten zunehmen, was entsprechende Auswirkungen auf die Geschäftsmodelle der Hersteller von Sattelzugmaschinen und Trailern bzw. zu verstärkten Kooperationen und strategischen Partnerschaften führen würde. Aufgrund der fragmentierten Marktstruktur sind aus unserer Sicht mittel- bis langfristig bei der technischen Weiterentwicklung wie in der Vergangenheit jedoch eher evolutionäre Innovationsentwicklungen zu erwarten. Potenziale sehen wir mittel- bis langfristig insbesondere in der verstärkten Nutzung von Telematikanwendungen („Green Telematics“) bei schweren Nutzfahrzeugen zur Optimierung des Fahrverhaltens und des Treibstoffverbrauchs. Durch die Analyse von automatischen Fahrzeugberichten über das Fahr-, Brems- und Verbraucherverhalten können Treibstoffeinsparungspotenziale identifiziert und technische Maßnahmen abgeleitet werden. Vor diesem Hintergrund wäre zum Beispiel eine höhere Auslastung von Zugmaschinen und Aufliegern denkbar, welche einen vermehrten Austausch von Verschleißteilen impliziert und so zusätzliche Wachstumsimpulse im Aftermarket generiert. Weitere Trends sehen wir in der Gewichtsreduktion (Materialien, Design), reduziertem Wartungsaufwand, robuster Handhabung, Modularisierung (z. B. Achsen –und Bremssysteme), Standardisierung (z. B. Radanschluss) und steigenden Anforderungen an die Fahrsicherheit. Für die Lieferanten hochwertiger Komponenten und Systeme ergeben sich zudem Chancen durch die Entwicklung differenzierender Wettbewerbsvorteile, u. a. aufgrund einer konstruktionsbedingt zunehmenden Komplexität sowie steigender Anforderungen an Liefertreue und Qualität. Nfz-Zulieferer mit weltweiten Produktionsnetzwerken und einem angepassten Produktportfolio verfügen unseres Erachtens über Wettbewerbsvorteile.

Risiken bestehen durch eine mögliche Abschwächung der Konjunktorentwicklung, insbesondere in Europa. Weitere Risiken ergeben sich auf der Währungs- und Materialbeschaffungsseite. Die hauptsächlich verarbeiteten Materialien Stahl und Aluminium unterliegen mitunter kurzzyklischen Preisschwankungen. Zudem kann es bei Sonderstählen zu Abhängigkeiten von Speziallieferanten und bei steigender Nachfrage zu Lieferengpässen kommen. Durch stärkere Kooperationen unter den OEMs und Modularisierung wird der Preis- und Wettbewerbsdruck auf die Zulieferer unseres Erachtens weiter zunehmen.

Die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven für die Nutzfahrzeug- und Trailerbranche sehen wir aufgrund des weltweit stetig steigenden Gütertransportvolumens positiv. Wir erwarten, dass sich das Wachstum der einzelnen Segmente und Märkte nicht konstant entwickelt sondern ausgeprägten Konjunkturschwankungen unterliegen wird. Risiken sehen wir in einer möglichen Abschwächung der Konjunktur, zunehmender Wettbewerbsintensität und in Währungs- und Rohstoffpreisschwankungen.

Strategische Ausrichtung

Geschäftsfeld	Märkte/Kunden
<p>Trailer Systems</p> <ul style="list-style-type: none"> Entwicklung neuer Achs- und Federungssysteme Verstärkung der Differenzierung durch Innovationen mit neuen Materialien, Elektronik und Nischenprodukten <p>Powered Vehicle Systems</p> <ul style="list-style-type: none"> Entwicklung neuer Achs- und Federungssysteme Ausbau der Marktanteile bei Sattelkupplungen <p>Aftermarket</p> <ul style="list-style-type: none"> Ausbau des Vertriebs- und Servicenetzes sowie des Ersatzteilgeschäfts Ausbau des Ersatzteilportfolios durch Zweitmarken („Sauer Quality Parts“) 	<ul style="list-style-type: none"> Sicherung und Ausbau der Marktanteile in den Kernmärkten Europa und Nordamerika Ausbau der Marktpositionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften
Organisation	Finanzen
<ul style="list-style-type: none"> Kostensenkungs- und Produktivitätsmaßnahmen laufende Optimierung der Einkaufsprozesse laufende Optimierung von Produktions- und Logistikprozessen Prüfung von Akquisitionsmöglichkeiten 	<ul style="list-style-type: none"> Umsatzsteigerung im Zeitraum 2013 bis 2016 von durchschnittlich +8,6 % p. a. auf € 1.098 Mio. Verbesserung der EBIT-Marge Erhöhung der Eigenkapitalquote sowie Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten und der Zinsaufwendungen

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

Im **Trailer Systems Segment** gehören die Entwicklung von Achs- und Federungssysteme sowie das Schweißen, Lackieren und Montieren zu den Kernkompetenzen der SAF-HOLLAND S.A. Durch den modularen Aufbau der Achs- und Federungssysteme kann das Unternehmen flexibel auf verschiedene Kundenanforderungen reagieren und spezielle Produkte für Nischenmärkte anbieten. Im Markt für Achs- und Federungssysteme sollen vor dem Hintergrund der bereits hohen Marktanteile in Europa (2013: 36-40 %) vor allem Wachstumschancen in **Nordamerika** und in den aufstrebenden Volkswirtschaften genutzt werden, in denen SAF-HOLLAND gegenwärtig über nur geringe Marktanteile und Produktionskapazitäten verfügt. Durch den kontinuierlichen Ausbau der US-amerikanischen Achsproduktion sowie durch die Übertragung der in Europa gewonnenen Erfahrungen in der integrierten Achsproduktion mit Scheibenbremstechnologie (Technologietransfer) soll sich der Marktanteil in Nordamerika mittelfristig auf 30,0 % deutlich erhöhen (2013: ca. 22,0 %). Hierbei will SAF-HOLLAND insbesondere von einem Strukturwandel auf dem US-amerikanischen Trailer-Markt profitieren, der durch die ab 2013 in Kraft tretenden höheren gesetzlichen Anforderungen bei der Bremsleistung ausgelöst werden soll. Gegenstand dieser Regulierung ist eine Verkürzung des maximalen Bremswegs um ca. 30,0 %. Aus dieser Anforderung ist einerseits eine steigende Nachfrage nach Scheibenbremsen ableitbar, weil diese eine stärkere Bremsleistung und eine geringere Hitzeentwicklung im Vergleich zu Trommelbremsen aufweisen. Andererseits wird eine zusätzliche Nachfra-

ge nach beiden Bremstypen (Trommel- und Scheibenbremsen) erwartet, da durch die verschärfte Regulierung kürzere Wartungszyklen prognostiziert werden. Vor diesem Hintergrund hat SAF-HOLLAND seine nordamerikanischen Produktionskapazitäten bereits von 40 Tsd. auf 80 Tsd. Achsen pro Jahr vergrößert. Aufgrund der technologischen Kompetenz in der europäischen Scheibenbremstechnologie und dem anhaltenden Kapazitätsausbau ist SAF-HOLLAND für den erwarteten Strukturwandel in Nordamerika unseres Erachtens gut positioniert.

Neben den strukturellen Wachstumschancen in Nordamerika soll das Segment *Trailer Systems* in **Europa** vor allem **marktbedingt** zunehmen. Die aktuelle Entwicklung der Auftragseingänge bei den Herstellern für Nutzfahrzeuge bestätigen diese Planungsannahmen. Ab 2015 sollen **Wachstumsimpulse** auch aus der Neuentwicklung eines zentralen Achs- und Federungssystems in Europa kommen (Produktvorstellung auf der IAA 2014). Dessen geplante Markteinführung soll neben verschiedenen anderen Maßnahmen die niedrige Ertragskraft (EBIT) im Segment *Trailer Systems* bis 2016 um ca. € 30,0 Mio. erhöhen. Die angestrebten Kostensenkungen sollen vor allem durch Werkskonsolidierungen in Deutschland und Nordamerika sowie durch eine Erhöhung der Wertschöpfung im Produktionsprozess, zum Beispiel im Bereich der Kugellagersysteme, erreicht werden. Bedingt durch einen hohen Preis- und Kostendruck auf Seiten der Hersteller will SAF-HOLLAND seine Fertigungskompetenz und -tiefe stetig überprüfen sowie die Qualitätskosten und Produktivität auf einem wettbewerbsfähigen Niveau halten. In diesem Zusammenhang wurden substantielle Verbesserungen im internen Produktionsablauf geplant, welche im Rahmen der angestrebten Werkskonsolidierung in den Jahren 2014 und 2015 implementiert werden soll. Durch eine Auslagerung der Logistikprozesse sollen unter anderem eine Verkürzung der Produktdurchlaufzeiten sowie eine Umstellung auf ein 3-Schicht-System erfolgen. Dadurch soll sich die Produktionskapazität und -flexibilität erhöhen, sodass Nachfrageschwankungen künftig besser begegnet werden kann.

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

Im **Powered Vehicle Systems** Segment definiert die SAF-HOLLAND S.A. Sattelkupplungs- und Federungssysteme sowie das Schweißen, Lackieren und Montieren als Kernkompetenzen. Der Markt für Federungssysteme wird im Bereich Zugmaschinen überwiegend von großen Zulieferern bzw. von OEM-Herstellern dominiert. Zusätzliche Wachstumsimpulse sollen sich für SAF-HOLLAND vor allem durch ein neu verfügbares Federungssystem für den nordamerikanischen Markt ergeben. Im Markt für Sattelkupplungssysteme verfügt SAF-HOLLAND über einen hohen Marktanteil in Nordamerika (ca. 51,0 %), dem ehemaligen Heimatmarkt von HOLLAND. In diesem Produktbereich sollen weitere Wachstumsmöglichkeiten durch zunehmende Vertriebsaktivitäten bei Flottenkunden und OEM-Herstellern sowie durch eine selektive Ausweitung der Geschäftstätigkeit erschlossen werden. Durch die **Akquisition und Erstkonsolidierung** von Corpco, einem chinesischen Hersteller von Luftfederungssystemen für Busse, soll das Segment *Powered Vehicle Systems* an Bedeutung gewinnen.

Im **Aftermarket** Segment zählt SAF-HOLLAND S.A. das weltweit größte Service-Netzwerk und die damit verbundene Kundennähe zu seinen Kernkompetenzen. Das große Netzwerk von Flottenbetreibern, Werkstätten und Ersatzteihändlern versetzt SAF-HOLLAND in die Lage, seinen Kunden kurzfristig eine Reparatur zu organisieren und die entsprechenden Ersatzteile bereit zu stellen. SAF-HOLLAND verfügt weltweit über ca. 9.000 Service-Partner und genießt dadurch einen Vorteil gegenüber den Wettbewerbern. Aufgrund der sukzessiv steigenden Marktdurchdringung der SAF-HOLLAND Produkte soll der Ersatzteilbedarf künftig weiter zunehmen. Gleichzeitig soll das Service-Netzwerk flächendeckend in allen wichtigen Regionen stärker ausgebaut werden, sodass sich positive Netzwerkeffekte vergrößern. Die erfolgreiche Inbetriebnahme eines neuen Ersatzteildistributionszentrums für den südamerikanischen Markt ist eine aktuelle Maßnahme zur Umsetzung der Expansionsstrategie. Im laufenden Geschäftsjahr soll mindestens ein weiteres Verteilungszentrum für den asiatischen Markt entstehen. Darüber hinaus soll SAF-HOLLAND durch die **Akquisition von Corpco** einen direkten Zugriff auf 100 Servicestationen in China erhalten. Ferner sollen die regionalen Vertriebsanstrengungen erhöht und das Angebot von Profillehrgängen und Schulungen ausgeweitet werden. Das **Ersatzteilsortiment** soll durch den weiteren Ausbau von Zweitmarken, sogenannter A2-Brands („Sauer Quality Parts“), verstärkt werden. Dieses Angebot richtet sich insbesondere an diejenigen Märkte, welche über einen hohen Bestand an Zugmaschinen und Aufliegern im fortgeschrittenen Lebensalter verfügen. Hierdurch will SAF-HOLLAND seinen Kunden lebenszyklusadäquatere Ersatzteile anbieten. Für die Produkte der Zweitmarken gilt eine Garantie im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften und nicht, wie bei den Premiumprodukten des Konzerns, die erheblich längere Garantie von bis zu sechs Jahren. Mit Hilfe dieser Zweitmarkenstrategie will SAF-HOLLAND vor allem die Märkte des Mittleren Ostens bedienen, um

von der späteren Produktlebenszyklusphase eines Trailers zu profitieren und möglichen Substitutionsrisiken vorzubeugen. Den Ausbau des vergleichsweise **stabilen und margenstarken Aftermarktgeschäftes** sehen wir als wichtige Maßnahme zur Sicherung der Ertragskraft und zur Verminderung der Abhängigkeit vom zyklischen Erstausstattungsgeschäft.

Neben dem weiteren Ausbau der Marktanteile in den Kernmärkten Europa und Nordamerika strebt SAF-HOLLAND auch den Ausbau der Marktpositionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften an. Im laufenden Geschäftsjahr soll sich die Präsenz in **China**, insbesondere durch die Übernahme von Corpco, erhöhen. Das akquirierte Produktportfolio soll verbessert und auch selektiv in anderen BRIC Staaten vermarktet werden. Hierbei sollen die ursprünglichen Pläne, das Produktangebot noch stärker auf die geringeren Qualitäts- und Sicherheitsanforderungen dieser Märkte abzustimmen, neu justiert werden. SAF-HOLLAND will zunehmend auch höherwertige Produkte für ausgewählte Marktsegmente in den BRIC Staaten anbieten und somit von seinen Kernkompetenzen profitieren. In diesem Zusammenhang soll beispielsweise das für den US-amerikanischen Markt konzipierte Federungssystem in China vermarktet werden. Bedingt durch die hohe Wettbewerbsintensität und die geringeren Qualitätsanforderungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sehen wir erhöhte Risiken für die geplante Expansion.

Die SAF-HOLLAND S.A. verfügt unseres Erachtens über eine systematisch entwickelte, nach Produktsegmenten und Regionen differenzierte Strategie, die Chancen und Risiken im Marktumfeld, die eigene Marktposition sowie die verfügbaren Ressourcen und Kompetenzen angemessen berücksichtigt. Risiken bestehen für die Geschäftsentwicklung der SAF-HOLLAND neben den genannten marktseitigen Unsicherheiten u. a. durch zunehmenden Wettbewerb, mögliche Qualitätsprobleme, die zum Verlust des Kundenvertrauens führen können sowie Produkthaftungs- und Entwicklungsrisiken.

Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmensratings wurde am 05. Februar 2014 durch die SAF-HOLLAND S.A. (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 20. März 2014 statt. Am 08. April 2014 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 08. April 2014 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 Deutschland GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating Deutschland GmbH

Hamburg, 08. April 2014

Analysten

Torsten Schellscheidt, Senior Analyst und Projektleiter
Jörg Walbaum, Senior Analyst

Ratingkomitee

Gundel Bergknecht, Senior Analystin
Holger Ludewig, Senior Analyst

Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2011, 2012, 2013
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen
(z. B. Geschäftsentwicklung 2013, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier und Unternehmensplanung
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

Ratingmethode

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

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.