

SAF-HOLLAND S.A.

Für langfristig orientierte Anleger immer noch attraktiv

Text: Carsten Baumgarte, Zantke & Cie.
Asset Management

Am 19.10. emittierte die SAF-HOLLAND S.A. erstmals eine Anleihe im Volumen von 75 Mio. Euro mit einem Kupon von 7% und einer Laufzeit von 5,5 Jahren. Das Unternehmen ist ein führender Anbieter von Achs- und Federungssystemen, Anhängerkupplungen, Königszapfen sowie Stützwinden für die Trailer- und LKW-Industrie. In seiner derzeitigen Form existiert das Unternehmen seit 2006, als sich die deutsche SAF und die amerikanische HOLLAND-Gruppe zusammenschlossen. Das Unternehmen ist im SDAX mit einer Marktkapitalisierung von 205 Mio. Euro gelistet.

SAF ist in die Bereiche Trailer Systems (LKW-Anhänger und -Auflieger, Umsatz 2011: 473 Mio. Euro, EBIT: 15 Mio. Euro), Powered Vehicle Systems (LKW-Zugmaschinen, 154 Mio. Euro, 14 Mio. Euro) sowie Aftermarket (Ersatzteile, 205 Mio. Euro, 32 Mio. Euro) aufgeteilt. Schwerpunkt liegt derzeit in Europa (Umsatzanteil 52%) und Nordamerika (42%). Mit weiteren Produktionsstätten in Brasilien, Indien, Australien, China und Südafrika ist SAF weltweit präsent. Das Unternehmen gehört in allen Bereichen zu den Top 3 Anbietern. Insbesondere in Nordamerika konnten in den letzten Jahren mit innovativen Produkten (Scheibenbremsen, signifikant leichtere Achssysteme) Marktanteile hinzugewonnen werden. Im höhermargigen Aftermarket-Geschäft profitiert man von einem gut ausgebauten Netz an Servicestationen und steigenden Marktanteilen im Primärgeschäft.

Der Markt für LKWs und Anhänger ist ein wachsender Markt. Unabhängige Studien gehen von einem jährlichen Wachstum (2010 bis 2015) von 4,6% bei LKWs und 7,4% bei Anhängern aus. Steigende Transportvolumen, bessere Straßen sowie höhere Umweltauflagen in den Schwellenländern machen den Einsatz moderner und größerer LKWs notwendig und möglich. Entsprechend haben die führenden LKW-Hersteller ihre Aktivitäten in Indien und China intensiviert. Davon sollte SAF überproportional profitieren. In den Industrieländern wird ebenfalls ein leichtes Wachstum erwartet. Eine kontinuierliche Flottenerneuerung ist aufgrund steigender Sicherheitsanforderungen notwendig und durch Innovationen zur Treibstoffersparnis wirtschaftlich sinnvoll. Dennoch bleibt der Markt sehr zyklisch und konjunkturabhängig.

Aktuell zeigt sich SAF sehr robust. Im ersten Halbjahr stieg der Umsatz getrieben von Nordamerika um 5,3% auf 440 Mio. Euro, nachdem er 2011 erstmals wieder das Vorkrisenjahr 2008 überstieg. Das EBITDA sank aufgrund höherer Vertriebskosten zur Ausweitung der Marktpräsenz sowie höherer Forschungskosten leicht auf 36 Mio. Euro. Die Marge von 8,2% liegt damit inmitten des langfristigen Korridors von 5,4% bis 10,3% (letzte 15 Jahre ex 2009). Der Ausblick für 2012 wurde mit einem Umsatz von 850 Mio. Euro bei einem Ergebnis auf Vorjahresniveau bestätigt. Mittelfristig wird ein Umsatz von 1 Mrd. Euro bei deutlich stei-

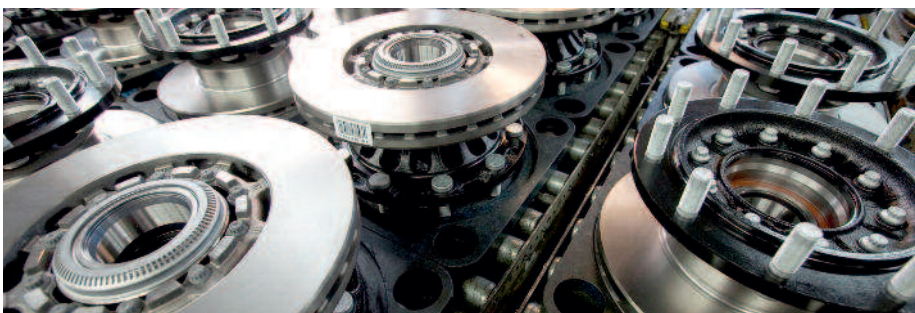


Carsten Baumgarte,
Credit Analyst,
Zantke & Cie. Asset
Management GmbH

genden Margen angestrebt. Das Finanzprofil sehen wir als zufriedenstellend an. 2011 konnte SAF eine Kapitalerhöhung von 139 Mio. Euro platzieren. Dadurch stieg die Eigenkapitalquote von 5,1% auf 35,8%. Gleichzeitig sank die Nettoverschuldung auf 160 Mio. Euro und entsprach damit nur noch dem 2,2-Fachen des EBITDA gegenüber 5,7 im Jahr 2010. Der Zinsdeckungsgrad lag bei 2,6 und sollte sich aufgrund geringerer Zinszahlungen im laufenden Jahr weiter verbessern. Freier Cashflow soll auch zukünftig primär dem Schuldenabbau dienen. Gemäß SAF werden Dividenden erst ab einer Eigenkapitalquote von über 40% gezahlt.

Fazit:

Bei einem Kurs von ca. 105 Euro rentiert die Anleihe derzeit mit ca. 5,9%. Wir halten dieses Niveau für langfristig orientierte Anleger immer noch für attraktiv. Insbesondere gefallen uns die starke Marktposition und die Innovationskraft von SAF sowie die mittelfristig guten Marktaussichten. Risiken sehen wir hauptsächlich in einer stärkeren Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds sowie der Gefahr, dass es SAF nicht gelingt, den Umsatzanteil der Schwellenländer signifikant zu steigern.



Achsköpfe und Scheibenbremsen