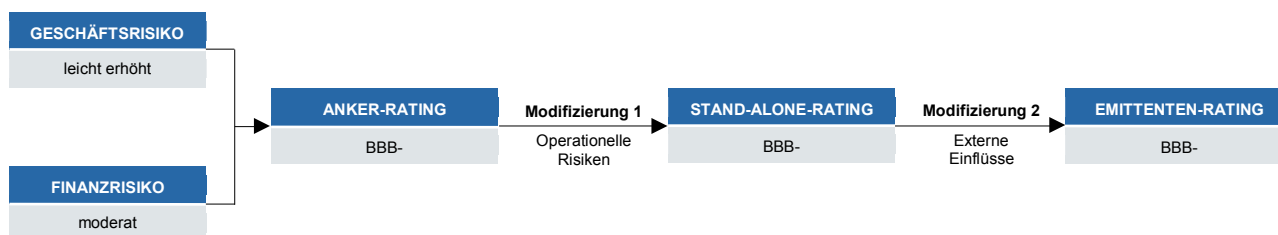


# Emittentenrating

Grammer AG		29. Mai 2019	
		Emittentenrating	
		Ausblick	BBB- stabil
Branche	Automotive: Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von Fahrer- und Passagiersitzen für den Offroad-Bereich, LKW und Busse sowie von Komponenten und Systemen für die PKW-Innenausstattung	Umsatz 2018	€ 1,9 Mrd.
		Mitarbeiter 2018	14.379



GESCHÄFTSRISIKO	leicht erhöht
<ul style="list-style-type: none"> <li>Erhöhte Wettbewerbsintensität sowie Sektorvolatilität durch Abhängigkeiten von der zyklischen Automotive- und Nutzfahrzeugbranche</li> <li>Starke Marktposition im Segment <i>Commercial Vehicles</i> und komfortable Marktposition im <i>Automotive Segment</i></li> <li>Zukunftsfähiges Produktportfolio verbunden mit globalen Entwicklungs- und Produktionskapazitäten</li> </ul>	

OPERATIONELLE RISIKEN	- 0
<ul style="list-style-type: none"> <li>Operationelle Risiken werden angemessen gehandhabt</li> </ul>	

FINANZRISIKO	moderat
<ul style="list-style-type: none"> <li>Befriedigende Ertragskraft und Kapitalstruktur</li> <li>Gute Zinsdeckungen; Abschwächung erwartet</li> <li>Gute finanzielle Flexibilität</li> </ul>	

EXTERNE EINFLÜSSE	± 0
<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine ratingrelevanten externen Einflüsse</li> </ul>	

Finanzkennzahlen *	Ist 2016	Ist 2017	Ist 2018
EBITDA-Marge (%)	7,1	6,9	6,8
ROCE (%)	17,1	16,5	12,6
Eigenkapitalquote (%)	24,1	29,3	20,5
Verschuldungsgrad (%)	42,1	28,4	51,6
Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA	6,5	6,3	8,8
Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA	1,5	1,0	2,4
EBIT-Zinsdeckung	6,9	7,9	6,9
EBITDA-Zinsdeckung	11,4	13,8	11,8

\* bereinigt auf Basis der Analysegrundsätze der EHRG

# Ratingbegründung

**Euler Hermes Rating senkt das Rating der Grammer AG von BBB auf BBB-. Ausschlaggebend sind das gestiegene Verschuldungsniveau sowie steigende marktseitigen Herausforderungen, welche aus unserer Sicht mittelfristig die Ertragskraft und Kapitalstruktur belasten. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir vor dem Hintergrund des hohen Auftragsbestandes eine stabile Entwicklung des Ratings.**

**Leicht erhöhtes Geschäftsrisiko durch Abhängigkeit von zyklischen Branchen**

Unseres Erachtens verfügt die Grammer AG über ein **leicht erhöhtes Geschäftsrisiko**. Dabei berücksichtigen wir die von uns erwarteten mittel- bis langfristigen weltweiten moderaten Wachstumsperspektiven für PKW und Nutzfahrzeuge. Aufgrund der höheren Absatzstabilität und des besseren Ertragspotenzials bewerten wir die weitgehende Fokussierung auf die gehobenen Segmente des Fahrzeugmarktes positiv. Das Diversifikationsprofil wurde im Zuge der Übernahme der amerikanischen Toledo Molding & Die, Inc. (TMD) zuletzt verbessert und der Marktzugang in den USA gestärkt. Im Bereich der Offroad-Sitze verfügt Grammer über eine weltweit führende Marktstellung. Im PKW-Bereich gehört Grammer zu den kleineren spezialisierten Anbietern unter den internationalen Systemzulieferern. Nach unserer Auffassung hat die Grammer AG ihre Marktposition durch den Ausbau der weltweiten Produktions- und Entwicklungsstrukturen sowie stärkere Diversifikation ihres Kunden- und Auftragsbestandes in den vergangenen Jahren systematisch verbessert und Abhängigkeiten reduziert. Grammer agiert ausschließlich in konjunktursensitiven Branchen und hat dabei eine relativ schwache Verhandlungsposition gegenüber den großen Fahrzeugherstellern. Risiken bestehen u.a. durch Absatzschwankungen und zunehmenden Wettbewerbs- und Innovationsdruck.

**Moderates Finanzrisiko durch insgesamt befriedigende Kennzahlen**

Das **Finanzrisiko** der Grammer AG bewerten wir als **moderat**. Ertragskraft und Rentabilität schwächten sich 2018, infolge der TMD- und Ningbo Jifeng-Übernahme sowie WLTP-bedingten starken Umsatzrückgängen ab Ende des dritten Quartals in Europa, auf ein schwach befriedigendes bis befriedigendes Niveau ab. Geringere operative Mehraufwendungen und Effizienzsteigerungen sollen Ertragskraft und Rentabilität mittelfristig wieder verbessern, sodass Grammer aus unserer Sicht wieder nachhaltig befriedigende Werte erreichen sollte. Die Kapitalstruktur schwächte sich 2018 auf ein schwach befriedigendes Niveau ab. Die Verschlechterung resultiert vor allem aus akquisitionsbedingter Erhöhung der Finanzverbindlichkeiten (TMD) und ist unseres Erachtens überwiegend temporärer Natur. Vor dem Hintergrund der geplanten forcierten Entschuldung soll sich die Kapitalstruktur mittelfristig wieder auf ein befriedigendes Niveau entwickeln. Die guten Zinsdeckungen verschlechtern sich in 2019 im Zuge des gestiegenen Verschuldungsniveaus und Zinsaufwands für die Brückenfinanzierung auf befriedigende bis stark befriedigende Werte. Die kurz- bis mittelfristig geplante Ergebnisentwicklung halten wir, insbesondere vor dem Hintergrund der steigenden marktseitigen Herausforderungen und derzeitigen Absatzschwäche im Automotivbereich im Kernmarkt Europa, für leicht ambitioniert. Grammer verfügt über ein insgesamt gutes Innenfinanzierungspotenzial und gute finanzielle Flexibilität.

**Keine Modifikationen des Anker-Ratings**

Die operationellen Risiken stehen unseres Erachtens im Einklang mit dem Anker-Rating. Ratingrelevante externe Faktoren liegen nicht vor. Es wurden somit keine Modifizierungen des Anker-Ratings vorgenommen.

# Ratinghistorie

	30.06.2011-20.03.2013	21.03.2013-28.05.2019	29.05.2019
<b>Rating</b>	BBB-	BBB	BBB-
<b>Ausblick</b>	stabil	stabil	stabil

# Unternehmen

## **Hersteller von Fahrzeugsitzen sowie Innenausstattungs-komponenten und -systemen**

Die Grammer AG, Amberg, ist auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Fahrer- und Passagiersitzen für den Offroad-Bereich, LKW und Busse (Commercial Vehicles) sowie von Komponenten und Systemen für die PKW-Innenausstattung (Segment Automotive) spezialisiert. Im Geschäftsjahr 2018 erwirtschaftete Grammer mit im Jahresdurchschnitt 14.379 Mitarbeitern in den Segmenten Automotive (Umsatzanteil 68,6 %; VJ 70,5 %) und Commercial Vehicles (Umsatzanteil 31,4%; VJ 29,5 %) einen Konzernumsatz von € 1,9 Mrd. Die Grammer AG verfügt über 40 Produktions-, Entwicklungs- und Vertriebsstandorte in 19 Ländern in Europa, Asien, Afrika, Nord- und Südamerika. Bedeutendste Absatzregion für Grammer ist EMEA (Europa, Middle East, Africa) mit einem direkten Umsatzanteil von 64,0% (VJ 68,6 %), gefolgt von Americas 19,7 % (VJ 15,7 %) und APAC (Asia Pacific) mit jeweils 16,3 % (VJ 15,7 %).

## **Führende Marktposition bei Sitzen im Offroad-Bereich**

Im **Segment Commercial Vehicles** verfügt Grammer weltweit, insbesondere bei Sitzen im Offroad-Bereich (Traktoren, Landmaschinen, Baumaschinen, Gabelstapler, Rasenmäher, etc.), über eine führende Marktposition. Neben global agierenden Großkunden wie Daimler, AGCO/ Fendt und John Deere beliefert Grammer in diesem Segment eine Vielzahl kleinerer regionaler Anbieter sowie Hersteller von Spezialfahrzeugen. Neben der Erstausrüstung umfasst das Segment Commercial Vehicles auch das Nachrüstgeschäft für Sitze, die im professionellen Betrieb im Offroad-Bereich nach einigen Jahren ersetzt werden müssen. Im Segment Commercial Vehicles wurde 2018 mit zum Jahresende 3.744 Mitarbeitern ein Umsatz von € 599,8 Mio. und ein EBIT von € 55,5 Mio. (EBIT-Marge 9,3 %) erwirtschaftet. Zu den Wettbewerbern im Segment Commercial Vehicles gehören Sears Seating im Offroad-Bereich sowie Isringhausen und Adient im LKW-Bereich.

## **Kleinerer spezialisierter Anbieter mit hohem Wachstum im Automotive-Segment**

Im **Segment Automotive** wurde mit Mittelkonsolen, Armlehnen, Kopfstützen und Interieur- sowie thermoplastische Innenraum-Komponenten für PKW-Hersteller und Systemlieferanten der Fahrzeugindustrie mit 10.635 Mitarbeitern ein Umsatz von € 1.312,6 Mio. und ein EBIT von € 37,7 Mio. (EBIT-Marge 2,9 %) erwirtschaftet. Das Automotive Segment ist gegenüber dem Commercial Vehicles Segment durch eine höhere Konzentration auf der Abnehmerseite, die starke Marktstellung der PKW-Hersteller gegenüber den Lieferanten und den Wettbewerb mit zum Teil wesentlich größeren Systemlieferanten gekennzeichnet. Zu den größten Kunden im Automotive Segment gehören VW, BMW, Daimler und GM. Zu den Wettbewerbern im Automotive Segment gehören 1st-Tier Lieferanten wie Adient, Lear Corp., Magna und Faurecia.

## **Marktposition wurde über Jahrzehnte aufgebaut**

Die Grammer AG geht auf einen im Jahr 1880 in Amberg gegründeten Sattlereibetrieb zurück. Der Aufstieg begann 1954 mit dem Eintritt Georg Grammers und der Großserienfertigung gefederter Traktorensitze ab 1970. Weitere Meilensteine in der Unternehmensgeschichte waren u.a. der Einstieg in das Geschäft mit LKW-Sitzen ab 1982, mit PKW-Ausstattungen ab 1985 und mit Mittelkonsolen ab 2004 sowie die Inbetriebnahme eigener Werke in China im Jahr 2005. Mit Übernahme der US-Firma TMD in 2018 wurde die Produktgruppe um thermoplastische Komponenten für die Automotive-Industrie erweitert.

## **Als AG börsennotiert mit chinesischem Ankeraktionär**

Die Aktien der Grammer AG sind seit 1996 börsennotiert und waren bis September 2018 im SDAX vertreten (aktuell Prime Standard). Größter Einzelaktionär ist seit 2018 mit 84,23 % der strategische Partner Ningbo Jifeng, der derzeit seine Anteile über ein verbundenes Unternehmen hält. Die weiteren Aktien verteilen sich auf institutionelle Investoren und sonstige Aktionäre. Der Vorstand der Grammer AG besteht nach dem Ausscheiden des gesamten Vorstandes im Zuge der Ningbo Jifeng Übernahme seit 01. Januar 2019 interimsmäßig aus Herrn Manfred Pretscher (CEO, CFO) sowie Herrn Jens Öhlenschläger (COO). Zum 1. August 2019 wurden mit Thorsten Seehars (CEO/ ehemals Knorr Bremse AG) und Frau Jurate Keblyte (CFO) zwei neue Vorstände berufen.

## Durchführung

### Analysten

- Joerg F Walbaum, Senior Ratinganalyst/ Projektleitung
- Robin Rabe, Ratinganalyst

### Ratingkomitee

- Kai Gerdes, Direktor
- Matthias Peetz, Senior Rating Analyst

### Wesentliche Informationsquellen

- Konzernabschlüsse 2016, 2017, 2018
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen  
(z. B. Geschäftsentwicklung 2019, Planung, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier und Unternehmensplanung
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräche mit dem Management

### Ratingmethodik

- Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Mai 2016  
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2016.pdf>)

### Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254  
22763 Hamburg  
Tel.: +49 (0) 40/88 34-64 0  
Fax: +49 (0) 40/88 34-64 13

[info@eulerhermes-rating.com](mailto:info@eulerhermes-rating.com)  
[www.eulerhermes-rating.com](http://www.eulerhermes-rating.com)

## Ratingkategorien

Kategorie	Erläuterung
<b>AAA</b>	AAA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG die höchste Kreditqualität sowie das geringste Ausfallrisiko auf.
<b>AA</b>	AA geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr hohe Kreditqualität sowie ein sehr geringes Ausfallrisiko auf.
<b>A</b>	A geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine hohe Kreditqualität sowie ein geringes Ausfallrisiko auf.
<b>BBB</b>	BBB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine mittlere Kreditqualität sowie ein moderates Ausfallrisiko auf.
<b>BB</b>	BB geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine mittlere bis geringe Kreditqualität sowie ein leicht erhöhtes Ausfallrisiko auf.
<b>B</b>	B geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine geringe Kreditqualität sowie ein erhöhtes Ausfallrisiko auf.
<b>CCC</b>	CCC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr geringe Kreditqualität sowie ein hohes Ausfallrisiko auf.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis ist sehr wahrscheinlich.
<b>C</b>	C geratete Einheiten weisen nach Meinung von EHRG eine sehr geringe Kreditqualität auf, ein Ausfallereignis steht unmittelbar bevor.
<b>D</b> / <b>SD</b>	D geratete Einheiten weisen gemäß Ausfalldefinition der Ratingagentur ein Ausfallereignis auf. Sofern sich das Ausfallereignis nur auf bestimmte Fremdkapalinstrumente bezieht, wird die geratete Einheit mit SD (Selective Default) geratet.
<b>PLUS</b> (+) <b>MINUS</b> (-)	Ratingkategorien von AA bis CCC werden bei Bedarf mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

## Definition Finanzkennzahlen

### Ertragskraft

#### EBITDA-Marge

EBITDA-Marge	
<b>Zähler</b>	
	EBITDA
<b>Nenner</b>	
	Gesamtleistung

#### Renditen

ROCE	
<b>Zähler</b>	
	bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
<b>Nenner</b>	
	Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Gesamtkapitalrentabilität	
<b>Zähler</b>	
	bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand
<b>Nenner</b>	
	bereinigtes Gesamtkapital

#### Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)	
<b>Zähler</b>	
	EBITDA
<b>Nenner</b>	
	bereinigtes Gesamtkapital

## Kapitalstruktur

### Verschuldung

Eigenkapitalquote
<b>Zähler</b>
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
<b>Nenner</b>
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

### Nettofinanzverbindlichkeiten

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

### Entschuldungspotenzial

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

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
<b>Zähler</b>
Nettofinanzverbindlichkeiten
<b>Nenner</b>
EBITDA

### Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
<b>Zähler</b>
EBITDA
<b>Nenner</b>
Zinsaufwand

## Disclaimer

Der Auftrag zur Durchführung des Ratings wurde am 19.06.2016 durch die Grammer AG (Auftraggeber sowie bewertete Einheit) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 02.05.2019 statt. Das Ratingkomitee der Euler Hermes Rating GmbH hat am 29.05.2019 das Ratingverfahren geprüft, die Ratingnotation erteilt sowie den Ratingbericht in der vorliegenden Fassung genehmigt. Am 07.06.2019 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Auftraggeber übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen.

Das Rating ist eine Meinung der Euler Hermes Rating GmbH bezüglich der Kreditwürdigkeit bzw. Bonität einer bewerteten Einheit und stellt somit keine Tatsachenbehauptung dar. Die Euler Hermes Rating GmbH ist nicht in Käufe oder Verkäufe von Wertpapieren engagiert. Ihr Ratingbericht ist weder Verkaufsprospekt noch ein Substitut für Informationen, die von Unternehmen oder Emittenten für Investoren bezüglich des Kaufs von Wertpapieren oder zur Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Ratingobjekts aufzubereiten und darzulegen sind. Das Rating 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.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der bewerteten Einheit. Die bewertete Einheit hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle im Ratingbericht berücksichtigten Informationen 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 bewerteten Einheit mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Vertreter der bewerteten Einheit haben der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben. Die bewertete Einheit hat jedoch keine Garantie dafür übernommen, 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. Die Euler Hermes Rating GmbH haftet nicht für die Richtigkeit der von ihr bei der Erstellung des Ratings berücksichtigten Informationen und übernimmt keinerlei Garantie dafür, dass die Informationen implizit oder explizit richtig, fristgerecht, vollständig oder marktgerecht sind, auch nicht, dass die Informationen irgendeinem bestimmten Zweck entsprechen.

Das Rating wird auf den Internetseiten der Euler Hermes Rating GmbH ([www.eulerhermes-rating.com](http://www.eulerhermes-rating.com)) oder an Abonnenten (z. B. auf einem Portal) veröffentlicht. Es schließt sich somit verpflichtend ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung der bewerteten Einheit und ihres Umfelds weiter überwacht. Seitens der Vertreter der bewerteten Einheit besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Euler Hermes Rating GmbH führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnotation, sodass die veröffentlichte Ratingnotation jederzeit aktuell ist. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Ratingbericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen übernimmt die Euler Hermes Rating GmbH keine Gewährleistung, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Euler Hermes Rating GmbH ist nicht verpflichtet, die von ihr bei der Erstellung des Ratings berücksichtigten Informationen zu vervollständigen.

Die Verbreitung und die Nutzung des Ratings in bestimmte(n) Jurisdiktionen könnten gesetzlich verboten sein. Dementsprechend empfiehlt die Euler Hermes Rating GmbH Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, sich über eventuell bestehende Verbote zu informieren und diese zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Verbreitung und die Nutzung des Ratings in irgendeine Jurisdiktion.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 07. Juni 2019