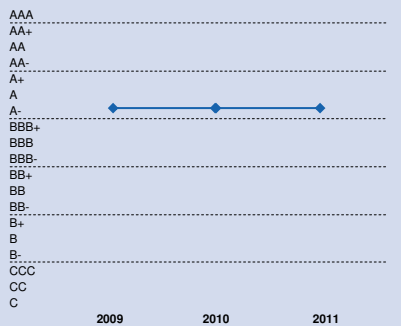


**Rating: A-** (FSR - PI)\*

### Entwicklung



### Kurzprofil

Die Bertrandt AG gehört mit rund 8.600 Mitarbeitern an 37 Standorten in Europa und den USA, international zu den führenden Entwicklungsdienstleistern der Automobil- und Luftfahrtindustrie.

### Stärken:

- sehr gute Kapitalstruktur und Liquidität
- führende Position als Entwicklungsdienstleister
- breites Leistungsspektrum

### Schwächen:

- hohe Abhängigkeit von der Automobilbranche
- Risiken u. a. durch Großprojekte und zunehmenden Wettbewerb um Fachkräfte

### Ertragskraft und Rentabilität:

sehr gut

### Kapitalstruktur und Verschuldung:

sehr gut

### Finanzielle Flexibilität:

sehr gut

Analyse: Euler Hermes Rating GmbH  
Gasstraße 18, Haus 2  
22761 Hamburg

Datum: 16. Dezember 2011

Analyst: Holger Ludewig, CFA,  
Senior Rating Analyst

Kontakt: +49 40 88 34 - 640  
holger.ludewig@eulerhermes-rating.com

\* Unbeauftragtes, indikatives Finanzstärkerating auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen; kein Vollrating

## Stabile Ertragskraft durch hohe F&E-Aufwendungen der Automobilindustrie, Kapitalstruktur weiterhin sehr gut

### Aktuelle Entwicklung

Vor dem Hintergrund der positiven Absatzentwicklung der Automobilhersteller und dem ungebrochenen Trend zu einer zunehmenden Technologie- und Modellvielfalt, konnte die Bertrandt AG ihre Umsatzerlöse mit Engineering-Dienstleistungen in den Geschäftsjahren 2009/2010 und 2010/2011 um 11,5 % bzw. 34,4 % auf zuletzt € 576,2 Mio. steigern. Die Rohertragsmarge ging aufgrund erhöhter Materialaufwendungen auf 90,4 % zurück. Die Personalaufwandsquote entwickelte sich dagegen trotz stark erhöhter Mitarbeiterzahlen (2009/2010: 5.955; 2010/2011: 7.504) von 70,6 % auf 69,2 % leicht rückläufig. Die EBITDA-Marge blieb mit 12,1 % (Vorjahr 12,2 %) nahezu konstant. Aufgrund des unterproportionalen Anstiegs der Abschreibungen verbesserte sich die EBIT-Marge auf 10,1 % (Vorjahr 9,7 %). Das Finanzergebnis war wie in den Vorjahren positiv. Die Bilanzsumme erhöhte sich 2010/2011 um 24,8 % auf € 311,2 Mio. Die Kapitalstruktur war mit einer Eigenkapitalquote von 52,8 % wie in den Vorjahren sehr gut. Nettofinanzverbindlichkeiten bestanden nicht. Im Hinblick auf liquide Mittel in Höhe von € 36,7 Mio. und freie Kreditlinien war die finanzielle Flexibilität der Bertrandt AG zum 30. September 2011 ebenfalls sehr gut.

### Ausblick

- **Chancen** bieten sich für die Bertrandt AG vor allem durch die hohe Technologie- und Modellvielfalt in der Automobilindustrie. Daneben bietet auch die Luftfahrtindustrie Wachstumschancen. Treibende Faktoren sind wachsende Anforderungen der Kunden und Gesetzgeber an die Umweltverträglichkeit und Sicherheit von Fahrzeugen und Flugzeugen, die von den Herstellern auch zukünftig weiterhin hohe Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen erfordern.
- **Risiken** bestehen vor allem durch eine erneute konjunkturelle Abschwächung und zunehmende Energie- und Rohstoffpreise, die sich negativ auf das Forschungs- und Entwicklungsvolumen sowie den externen Bezug von Entwicklungsdienstleistungen der Automobilhersteller auswirken können. Weitere Risiken bestehen durch zunehmenden Preisdruck, Wettbewerb um Fachkräfte sowie Projektverschiebungen und Großprojekte.
- Die Abhängigkeit von der Automobilindustrie soll u. a. durch Wachstum in der Luftfahrtindustrie und das Angebot von technischen und kaufmännischen Dienstleistungen in anderen Branchen, wie Energie, Elektro-, Medizintechnik, Maschinen- und Anlagenbau usw. vermindert werden.

### Finanzkennzahlen

Finanzkennzahlen	2008/09	2009/10	2010/11
EBITDA-Marge (%)	10,5	12,2	12,1
Gesamtkapitalrentabilität. (%)	14,7	17,0	18,9
ROCE (%)	26,1	31,1	35,4
Cashflow-ROI (%)	19,4	20,9	22,4
Eigenkapitalquote (%)	54,2	53,8	52,8
Verschuldungsgrad (%)	0,0	0,0	0,0
Gesamtverb./ EBITDA	2,4	2,2	2,1
Nettofinanzverb./ EBITDA	0,0	0,0	0,0
EBIT-Zinsdeckung	104,4	1.985,4	1.879,9
EBITDA-Zinsdeckung	143,4	2.484,1	2.246,2

## Ertragskraft und Rentabilität

- In der analytischen Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung wurden sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen bereinigt, sofern sie als nicht nachhaltig oder nicht betrieblich angesehen wurden. Hierzu zählen Erträge aus Anlageabgängen (08/09: T€ 20, 09/10: T€ 9; 10/11: T€ 98), Erträge aus Schadensersatzleistungen (08/09: T€ 77, 09/10: T€ 115, 10/11: T€ 114) und sonstige betriebliche Erträge durch Forschungszuschüsse (08/09: T€ 2.833, 09/10: T€ 1.433, 10/11: T€ 911). Sonstige Steuern wurden den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zugeordnet (08/09: T€ 505, 09/10: T€ 707, 10/11: T€ 930).

Struktur Gewinn- und Verlustrechnung	2008/2009		2009/2010		2010/2011		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	09/10	10/11
Umsatzerlöse	384.599	99,9	428.834	99,9	576.238	99,9	11,5	34,4
Gesamtleistung	384.800	100,0	429.091	100,0	576.617	100,0	11,5	34,4
Rohertrag	350.578	91,1	393.345	91,7	521.222	90,4	12,2	32,5
sonstige betriebliche Erträge	9.237	2,4	8.040	1,9	7.526	1,3	-13,0	-6,4
Personalaufwand	-272.769	-70,9	-302.731	-70,6	-399.120	-69,2	11,0	31,8
sonst. betriebliche Aufwendungen	-46.759	-12,2	-46.487	-10,8	-59.997	-10,4	-0,6	29,1
EBITDA	40.287	10,5	52.167	12,2	69.631	12,1	29,5	33,5
Abschreibungen	-10.953	-2,8	-10.473	-2,4	-11.353	-2,0	-4,4	8,4
EBIT	29.334	7,6	41.694	9,7	58.278	10,1	42,1	39,8
Finanzergebnis	784	0,2	672	0,2	609	0,1	-14,3	-9,4
(davon Zinsaufwand)	-281	-0,1	-21	0,0	-31	0,0	-92,5	47,6
Ergebnis d. gew. Geschäftstätigkeit	30.118	7,8	42.366	9,9	58.887	10,2	40,7	39,0
Ergebnis vor Steuern	33.048	8,6	43.923	10,2	60.010	10,4	32,9	36,6
Konzernergebnis	24.605	6,4	31.237	7,3	41.955	7,3	27,0	34,3

- Bertrandt konnte seine Umsatzerlöse in den vergangenen zwei Geschäftsjahren deutlich steigern. Positiv wirkte sich die weltweite Erholung der Absatzentwicklung in der Automobilindustrie aus, die die Grundlage für fortgesetzte Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen der Branche bot. Im Jahr 2010 beliefen sich die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen allein der deutschen Automobilindustrie auf € 19,6 Mrd. Als Engineering-Dienstleister profitierte Bertrandt vom Outsourcing von Entwicklungsleistungen der Automobilhersteller und Systemlieferanten, der hohen Modell- und Variantenvielfalt, zunehmenden Anforderungen an Verbrauchseffizienz, Gewichtsreduzierung und Schadstoffemissionen, der forcierten Entwicklung alternativer Antriebstechnologien, etc. Darüber hinaus trugen Entwicklungsaufträge aus anderen Branchen, insbesondere der Luftfahrtindustrie zur positiven Umsatzentwicklung bei. Im Hauptsegment Digital Engineering stiegen die Umsätze 2010/2011 um 39,2 % auf € 361,0 Mio. (VJ: € 235,3 Mio. / +10,2 %). In den Segmenten Physical Engineering (€ 101,5 Mio.; VJ: € 78,9 Mio.) und Elektrik/Elektronik (€ 113,8 Mio.; VJ: € 90,7 Mio.) konnten ebenfalls hohe Zuwächse erzielt werden.
- Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl stieg im Geschäftsjahr 2010/2011 um 26 % auf 7.504. Stichtagsbezogen wurden am 30. September 2011 8.603 Mitarbeitern (VJ: 6.523) beschäftigt. Hierbei ging die Personalaufwandsquote in 2010/2011 trotz des starken Ausbaus des Mitarbeiterbestandes auf 69,2 % (VJ: 70,6 %) zurück. Der durchschnittliche Umsatz je Mitarbeiter stieg auf T€ 76,8 (VJ: T€ 72). Das Konzernbetriebsergebnis stieg 2010/2011 um 39,8 % auf € 58,3 Mio. Die EBIT-Marge verbesserte sich auf 10,1 % (VJ: 9,7 %). Hierbei trugen die Segmente Digital Engineering € 34,9 Mio. (VJ: € 24,4 Mio.), Physical Engineering € 12,6 Mio. (VJ: € 9,4 Mio.) und Elektrik/Elektronik € 12,9 Mio. (VJ: € 10,1 Mio.) zum Betriebsergebnis bei.
- Die Geschäftsentwicklung ist vor dem Hintergrund der von Bertrandt verfolgten Wachstums- und Diversifizierungsstrategie zu sehen. Bertrandt verfolgt das Ziel sich auf dem Fundament einer kunden- und niederlassungsorientierten Marktbearbeitung mit einem tiefen und breiten Leistungsspektrum in verschiedenen Branchen als Entwicklungsdienstleister zu positionieren. Im Zusammenhang mit der fortschreitenden Globalisierung der Produktion und Entwicklung in der Automobilindustrie und anderen Branchen gewinnt das Auslandsgeschäft an Bedeutung. Die Umsätze der Auslandsniederlassungen erhöhten sich 2010/2011 um 70,4 % auf € 68 Mio. Das Betriebsergebnis der Auslandsniederlassungen erhöhte sich auf € 6,7 Mio. (VJ: € 3,0 Mio., 08/09: € 0,7 Mio.) und lag damit deutlich über dem Vorkrisenniveau (07/08: € 2,4 Mio.). Das Finanzergebnis war im Analysezeitraum stets positiv. Zinsaufwand fiel in unwesentlicher Höhe an.

## Kapitalstruktur und Verschuldung

- In der analytischen Betrachtung der Kapitalstruktur wurden Geschäfts- und Firmenwerte aus Vorsichtsgründen pauschal um 20 % bereinigt und das Eigenkapital entsprechend (08/09 bis 10/11: € 1,8 Mio.) vermindert. Aktive latente Steuern wurden mit passiven latenten Steuern saldiert (08/09: € 2,6 Mio.; 09/10: € 2,8 Mio.; 10/11: € 2,4 Mio.). Sonstige finanzielle Verpflichtungen aus Leasingverträgen wurden mit ihrem Barwert (pauschal 80 %; 08/09: € 12,6 Mio.; 09/10: € 14,4 Mio.; 10/11: € 20,7 Mio.) dem Sachanlagenvermögen bzw. den Finanzverbindlichkeiten zugerechnet.

Strukturbilanz	2008/09		2009/10		2010/11		Veränderung zum VJ (%)	
	T€	%	T€	%	T€	%	09/10	10/11
Bilanzsumme	207.186	100,0	249.413	100,0	311.234	100,0	20,4	24,8
Langfristige Vermögenswerte	76.579	37,0	80.887	32,4	100.137	32,2	5,6	23,8
(davon Sachanlagevermögen)	54.218	26,2	58.559	23,5	77.051	24,8	8,0	31,6
Kurzfristige Vermögenswerte	130.607	63,0	168.526	67,6	211.097	67,8	29,0	25,3
(davon liquide Mittel)	44.355	21,4	48.081	19,3	36.677	11,8	8,4	-23,7
Eigenkapital	112.319	54,2	134.149	53,8	164.446	52,8	19,4	22,6
Langfristige Verbindlichkeiten	21.741	10,5	24.793	9,9	36.078	11,6	14,0	45,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	73.126	35,3	90.471	36,3	110.710	35,6	23,7	22,4
(Finanzverbindlichkeiten)	12.702	6,1	14.697	5,9	21.178	6,8	15,7	44,1

- Die Bilanzsumme der Bertrandt AG nahm im Analysezeitraum stetig zu. Das Sachanlagevermögen erhöhte sich durch Erweiterungsinvestitionen u. a. in ein Batterietestzentrum um 31,6 %. Die kurzfristigen Vermögenswerte nahmen 2010/2011 vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzerlöse vor allem aufgrund steigender Forderungen und sonstiger Vermögensgegenstände (€ 135,7 Mio.; VJ € 98,8 Mio.) und zukünftiger Forderungen aus Fertigungsaufträgen (€ 37,9 Mio.; VJ € 20,4 Mio.) zu. Die liquiden Mittel entwickelten sich hingegen rückläufig.
- Das Eigenkapital stieg aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung im Analysezeitraum stetig an und erreichte stets ein sehr gutes Niveau. Die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten erhöhten sich vor allem aufgrund steigender Personalrückstellungen (€ 30,4 Mio.; VJ € 24,8 Mio.), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung (€ 10,5 Mio.; VJ € 7,5 Mio.) sowie sonstiger Verbindlichkeiten, insbesondere im Zusammenhang mit Steuern (€ 11,9 Mio.; VJ € 7,7 Mio.) und Personalverpflichtungen (€ 23,8 Mio.; VJ € 19,0 Mio.). Die Finanzverbindlichkeiten bestehen in der analytischen Betrachtung im Wesentlichen aus den berücksichtigten Barwerten sonstiger finanzieller Verpflichtungen aus Leasingverträgen.

## Innenfinanzierungspotenzial und finanzielle Flexibilität

- Aufgrund des gestiegenen Geschäftsvolumens erhöhte sich in 2009/2010 und 2010/2011 die Mittelbindung im Working Capital, insbesondere durch die zunehmenden Forderungen. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit nahm daher trotz der positiven Ergebnisentwicklung ab. Investitionen und Dividendenzahlungen wurden in den Jahren 2008/2009 und 2009/2010 gedeckt. Im Jahr 2010/2011 reichte der Free Cashflow aufgrund der hohen Investitionen nicht aus, so dass die Dividendenzahlung, die dem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit entspricht, zu einem Rückgang der liquiden Mittel führte.
- Hinsichtlich der finanziellen Flexibilität verfügte die Bertrandt AG am 30. September 2011 über liquide Mittel von € 36,7 Mio. und hatte keine Nettofinanzverbindlichkeiten. Aktuelle Informationen zu bestehenden Kreditlinien und deren Ausnutzung liegen uns nicht vor. Vor dem Hintergrund unserer Analyseergebnisse und der bestehenden Verschuldungsfähigkeit halten wir die finanzielle Flexibilität der Bertrandt AG zum Stichtag 30. September 2011 jedoch für sehr gut.

Cashflow in T€	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	48.800	25.046	23.728
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-14.018	-11.841	-23.561
Free Cashflow	34.782	13.205	167
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-20.873	-9.573	-11.546

## Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
<b>AAA</b>	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.
<b>AA</b>	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Güteklasse". 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.
<b>A</b>	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.
<b>BBB</b>	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.
<b>BB</b>	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</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.
<b>CCC</b>	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.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
<b>C</b>	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.
<b>D</b>	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
<b>SD</b>	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.
<b>NR</b>	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
<b>PLUS (+) MINUS (-)</b>	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.

## Disclaimer

Das vorliegende Rating wurde auf Basis der EHRG-Ratingmethodik vom August 2010 erstellt, die unter [www.eulerhermes-rating.com](http://www.eulerhermes-rating.com) abrufbar ist. Der Ratingbericht wurde auf Basis öffentlich verfügbarer Geschäftsberichte, Ad Hoc Meldungen und allgemeiner Marktinformationen erstellt. Euler Hermes Rating hält die Qualität der über das geratete Unternehmen verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Das geratete Unternehmen oder mit ihm verbundene Dritte waren nicht in den Ratingprozess eingebunden und Euler Hermes Rating hatte keinen Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des gerateten Unternehmens oder eines mit ihm verbundenen Dritten. Das Rating wurde dem gerateten Unternehmen oder dem mit ihm verbundenen Dritten mitgeteilt und nach der Mitteilung vor seiner Veröffentlichung nicht geändert.

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. Euler Hermes Rating GmbH übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Euler Hermes Rating GmbH übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeiner Jurisdiktion.