

Ratingobjekt	Ratinginformationen	
<b>Zeppelin GmbH</b>  Creditreform ID: 821000013 Gründung: 22.07.1950 Sitz: Garching, Deutschland (Haupt-)Branche: Maschinenhandel und -vermietung Geschäftsführung: Peter Gerstmann, 61 Jahre Christian Dummler, 59 Jahre Alexandra Mebus, 46 Jahre Fred Cordes, 54 Jahre  <u>Ratingobjekte:</u> Long-term Corporate Issuer Rating: Zeppelin GmbH	Corporate Issuer Rating: <b>A- / stabil</b>	Typ: Folgerating beauftragt (solicited) Öffentliches Rating
	LT LC Senior Unsecured Issues: <b>n.r.</b>	Andere: <b>n.r.</b>
	Erstellt am: 4. September 2023 Monitoring bis: das Rating zurückgezogen wird Ratingsystematik: CRA „Rating von Unternehmen“ CRA „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ Ratinghistorie: <a href="http://www.creditreform-rating.de">www.creditreform-rating.de</a>	

## Zusammenfassung

### Inhalt

Zusammenfassung .....	1
Ratingrelevante Faktoren .....	3
Geschäftsentwicklung und Ausblick .....	7
Strukturierte Finanzkennzahlen .....	12
Anhang .....	13

### Unternehmen

Der Zeppelin Konzern ist ein in Europa führendes Handelsunternehmen für Bau- und Landmaschinen sowie für Schiffsmotoren, Blockheizkraftwerke, Lokomotiven und weitere Anwendungen, das als Vertragshändler überwiegend CATERPILLAR-Markenprodukte vertreibt. Das Vertriebsgebiet umfasst wesentliche Teile Mittel-, Nord- und Osteuropas sowie Zentralasiens. Neben Neumaschinen werden sowohl Zubehör und Ersatzteile, als auch Gebrauchtmachines gehandelt. Weitere Schwerpunkte sind die Vermietung von Maschinen und Bau-Equipment sowie die Erbringung umfassender Servicedienstleistungen rund um das Baustellenmanagement. Schließlich ist der Konzern im internationalen Anlagenbau für hochwertige Schüttgüter tätig, wo er ebenfalls eine führende Position einnimmt. Mit dem weitgehenden Rückzug aus Russland und dem Ausstieg aus Belarus sowie einer kriegsbedingt schwierigen Lage in der Ukraine, hat Osteuropa merklich an Bedeutung für den Konzern verloren.

Im Geschäftsjahr 2022 erzielte der Zeppelin Konzern einen Umsatz von 3.838,2 Mio. EUR (2021: 3.695,6 Mio. EUR), ein EBIT von 143,9 Mio. EUR (2021: 167,5 Mio. EUR) sowie ein EAT von 104,4 Mio. EUR (2021: 118,0 Mio. EUR). Trotz des deutlichen Umsatzwachstums mussten in Folge der Kriegshandlungen in der Ukraine Wertberichtigungen und Kostenbelastungen im osteuropäischen Geschäft vorgenommen werden, welche zu einer erwartungsgemäß geringeren Ergebnisqualität führten. Auch das laufende Geschäftsjahr ist durch diese exogenen Faktoren noch geprägt, wenngleich sich die Unsicherheiten dazu relativiert und die Risiken im Vermögen und den Finanzen durch ein aktives Management reduziert haben. Auch wenn das laufende Geschäftsjahr 2023 auf Basis der Juli Zahlen im Hinblick auf Umsatz und Ergebnis bisher über Plan verläuft, erwartet Zeppelin in der Hochrechnung für das Gesamtjahr im Vergleich zum Vorjahr ein rückläufiges Umsatz- und Ergebnisniveau bei insgesamt nachlassender Nachfrage.

### Ergebnis

Mit dem vorliegenden Rating von **A-** wird der Zeppelin GmbH weiterhin eine hohe Bonität und ein geringes Ausfallrisiko attestiert. Maßgeblich für die Bestätigung des Ratings ist, dass wir die zu erwartende Verschlechterung der Finanzkennzahlen für das Geschäftsjahr 2022 bereits im letztjährigen Rating erwartet und in der Anpassung der Ratingnote berücksichtigt hatten. Zudem erachten wir die Risiken und Marktverluste, die sich insgesamt durch den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine ergaben, nunmehr als Großteils verarbeitet bzw. beherrschbar an.

### Analysten

Christian Konieczny  
Lead Analyst  
C.Konieczny@creditreform-rating.de

Tim Winkens  
Co-Analyst  
T.Winkens@creditreform-rating.de

Neuss, Deutschland

Stabilisierend vermerken wir, dass es dem Zeppelin Konzern, trotz des insgesamt beachtlichen Umsatz- und Ergebnisverlusts in Russland, der Ukraine und Belarus in 2022 gelungen war, den Umsatz 2021 und den Planumsatz merklich zu übertreffen und auch in der Lage war im Ergebnis deutlich über den uns seinerzeit bekannten Planwerten abzuschließen.

Für das laufende Jahr erwarten wir, bei verringerten Umsatzerwartungen, auch im Ergebnis eine zwar merklich rückläufige aber dennoch in Bezug auf das Ratingniveau noch hinreichende Geschäftsentwicklung und Finanzlage für den Zeppelin Konzern zum Jahresende 2023, was das Rating bisher stützt. Allerdings begrenzen die nachlassende Auftragsdynamik und Bautätigkeit sowie die sich verhaltener zeigende Investitionsbereitschaft der Kunden, die schwachen Konjunktur- und die Geschäftsklimadaten, das Zinsniveau sowie weitere exogene (geo-)politische Risiken das Rating.

#### Ausblick

Der einjährige Ausblick für das Rating bleibt trotz der aktuell etwas geringeren Innenfinanzierungskraft und Liquiditätsposition sowie der unverändert hohen exogenen Risiken und Herausforderungen **stabil** und reflektiert unsere zum Vorjahr unveränderte Ansicht, dass es dem Zeppelin Konzern, mit einer angepassten Geschäftsbasis und den vorhandenen finanziellen Handlungsspielräumen sowie dem erfahrungsgemäß ausgesprochen guten und proaktiven Krisenmanagement gelingt, die weitere Geschäftsentwicklung gemäß Hochrechnung zu realisieren und auch in 2024 mindestens stabil zu gestalten. Das sich zyklisch teils ausgleichende Produktportfolio sollte dies unterstützen.

Vor dem Hintergrund sich verhalten entwickelnder Marktbedingungen, insbesondere in der Bau- und Immobilienbranche, der zuletzt noch hohen Lagerbestände bei insgesamt zu konstatierender Investitionszurückhaltung und zum Vorjahr rückläufigen Auftragseingängen, in Verbindung mit zunehmenden Debitorenrisiken und dem zu Vorjahren hohen Zinsniveau, bleibt die Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns aufmerksam zu beobachten.

**Hinweis**

Die in diesem Abschnitt angegebenen ratingrelevanten Faktoren (Key-Driver) basieren wesentlich auf internen Analysen und Evaluierungen im Rahmen des Ratingprozesses und darauf abgeleiteten eigenen Einschätzungen der am Rating beteiligten Analysten und ggf. der weiteren Komiteemitglieder. Die wesentlichen externen Quellen, die dabei herangezogen wurden, sind im Anhang unter den Abschnitten „Regulatorik“ und „Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken“ angegeben.

**Auszüge aus der****Finanzkennzahlenanalyse 2022:**

- + Umsatzsteigerung
- + Stabiles EBITDA
- + Stabile Eigenkapitalquote
- + Zinsaufwand zum Fremdkapital
- Bilanzsummenentwicklung
- Verbindlichkeiten aus LuL
- Vorratsvermögen
- Gesamtkapitalrentabilität

**Allgemeine Ratingfaktoren** zeigen die wichtigsten Elemente auf, welche sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, grundsätzlich bzw. langfristig positiv (+) oder negativ (-) auf das Rating auswirken.

**Aktuelle Ratingfaktoren** zeigen die wesentlichen Faktoren auf, die neben den allgemeinen Ratingfaktoren einen Einfluss auf das Rating haben.

**Ratingrelevante Faktoren**

Tabelle 1: Finanzkennzahlen | Quelle: Zeppelin GmbH Konzernabschluss 2022, strukturiert durch CRA

Zeppelin GmbH Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen <sup>1</sup>	
	2021	2022
Umsatz (Mio. EUR)	3.695,59	3.838,15
EBITDA (Mio. EUR)	426,93	425,61
EBIT (Mio. EUR)	167,48	143,93
EAT (Mio. EUR)	118,00	104,37
EAT nach Abführung (Mio. EUR)	114,67	100,12
Bilanzsumme (Mio. EUR)	2.832,54	3.126,89
Eigenkapitalquote (%)	32,68	32,82
Kapitalbindungsdauer (Tage)	14,85	22,34
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	7,89	12,09
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	4,20	4,88
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	0,90	1,09
Gesamtkapitalrendite (%)	4,63	3,68

**Allgemeine Ratingfaktoren**

- + Gutes, branchenerfahrenes Management
- + Marktführende Stellung in relevanten Zielmärkten
- + Langjähriger Premiumpartner von CATERPILLAR
- + Konservative Finanz- und Entnahmepolitik
- + Gut entwickelte Organisationsstrukturen
- + Diversifiziertes Produkt- und Leistungsportfolio
- Erhöhte Konjunktur- und Krisensensibilität
- Hohe Wettbewerbsintensität
- Lieferantenabhängigkeit von CATERPILLAR
- Opportunistisches Verhalten des Hauptlieferanten führt mitunter zu Belastungen bei Zeppelin

**Aktuelle Ratingfaktoren**

- + Trotz relativer Verschlechterung zu Vorjahren, weiterhin solides Ergebnis der Finanzkennzahlenanalyse für das Geschäftsjahr 2022
- + Unter den Rahmenbedingungen und den Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs befriedigende Geschäftsentwicklung 2023
- + Umsichtiges Krisen- und Risikomanagement zur Begrenzung der wirtschaftlichen Verwerfungen
- + Neue Marktperspektiven insbesondere in Nordeuropa und technologischer Fortschritt

<sup>1</sup> Originäre Konzernabschlüsse werden von der CRA für analytische Zwecke in eine strukturierte Form überführt. So werden z.B. bei der Berechnung des analytischen Eigenkapitals die aktiven latenten Steuern, bilanzierte Firmenwerte (teilweise oder vollständig) und die selbsterstellten immateriellen Vermögensgegenstände abgezogen sowie die passiven latenten Steuern hinzugerechnet. Das net total debt berücksichtigt sämtliche bilanziellen Verbindlichkeiten. Die hier dargestellten Kennwerte weichen deshalb regelmäßig von den originären Werten der Unternehmen ab.

- + Nach weitgehender Reduzierung des Geschäfts in Russland und der Ukraine, Verbesserung der Länderrisiken und Reduzierung der Abhängigkeiten
- In Folge des Kriegs zwischen Russland und der Ukraine durchwachsene Geschäftsentwicklung der betroffenen strategischen Geschäftseinheiten in 2022
- Erhöhtes Working Capital auf Basis hoher Vorratsbestände beeinträchtigt die Innenfinanzierungskraft bei erhöhter Auslastung der Kreditfazilitäten; insgesamt verhaltenere Einschätzung zur Liquiditätsposition und -entwicklung, die zu beobachten bleibt
- Vermutlich nachhaltiger Verlust großer Teile der historisch ergebnisstarken Märkte Osteuropas
- Schwierige Marktbedingungen, volatile Vorratsbestände, Kosteninflation, steigender Zinsen und Investitionszurückhaltung der Kunden auch aufgrund nachlassender Bautätigkeit
- Rückgang des Maschinen- und Motorenabsatzes in 2022 und ggf. auch 2023, mit Wirkung auf die Population und das Aftersales
- Wieder rückläufiger Umsatz und stagnierendes bis leicht rückläufiges Ergebnis 2023 erwartet, bei rückläufigen Marktdaten

**Prospektive Ratingfaktoren** zeigen auf, welche Elemente sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, stabilisierend oder ratingerhöhend (+) bzw. dämpfend oder ratingmindernd (-) in der Zukunft auswirken können, wenn sie eintreten würden. Es könnten jedoch auch Sachverhalte auftreten, die in dieser Darstellung nicht enthalten sind, deren Wirkung wegen Unbestimmtheit oder angenommener Unwahrscheinlichkeit zum Ratingzeitpunkt nicht hinreichend abgeschätzt werden kann. Die Aufstellung erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit hinsichtlich aller möglichen ratingrelevanten Zukunftsereignisse.

#### Prospektive Ratingfaktoren

- + Erfolgreiche (Über-)Kompensation der erwarteten Umsatz- und Ergebniseinbußen aus der Geschäftstätigkeit in Russland, Ukraine und Belarus
- + Profitabler Auf- und Ausbau strategischer Geschäftsfelder und deren Neuordnung
- + Mittel-/langfristig wieder nachhaltige Verbesserung der Ergebnisqualität und der Finanzkennzahlen sowie profitables Unternehmenswachstum
- + Nachhaltige Verbesserung der Marktbedingungen weitgehender Abbau der Risiken im Geschäftsfeld Eurasia
- + Laufende, zukunftsbezogene Weiterentwicklung der Organisation und Infrastruktur
- + Weiterer Ausbau der Digitalisierung der Geschäftsfelder
- Wiederholte Verschlechterung des Ergebnisses unserer Finanzkennzahlen, auch bedingt durch eine Ausweitung der Verschuldung
- Merkliche Verschlechterung des Ergebnisses unserer Liquiditätsanalyse z.B. aufgrund wiederholt negativen operativem Cashflow (nach Working Capital)
- Unzureichende Profitabilität von Unternehmensakquisitionen
- Nachhaltige konjunkturelle Abschwächung und Anstieg (geo-)politischer Risiken z.B. in China
- Handelsrisiken aufgrund sich verschärfender, weltweiter Handelsschranken und Sanktionen

#### ESG-Faktoren

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im Fall von Zeppelin haben wir keinen ESG-Faktor mit signifikantem Einfluss identifiziert.

Dennoch sehen wir Zeppelin in Bezug auf die Nachhaltigkeitsausrichtung bereits gut aufgestellt, um so den wachsenden gesellschaftlichen, aber auch regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden.

Nachhaltiges Handeln versteht Zeppelin als Grundvoraussetzung für die langfristige Sicherung des unternehmerischen Erfolges und der Wettbewerbsfähigkeit, die mit einem Beitrag zum Klima- und Umweltschutz sowie der Übernahme sozialer Verantwortung einhergeht. Seit 2016 ist Zeppelin Mitglied im UN Global Compact und berücksichtigt in ihren unternehmerischen Entscheidungen ökonomische, ökologische und soziokulturelle Aspekte. Das Thema Nachhaltigkeit bildet einen Schwerpunkt in der strategischen Ausrichtung. Zeppelin setzte dabei einen neuen Fokus auf Kunde und nachhaltige Produkte & Dienstleistungen. Ein wesentliches Ziel des Zeppelin Konzerns ist es, bis 2030 CO<sub>2</sub>-Neutralität im laufenden Geschäftsbetrieb zu erreichen. Zudem wurden in 2021 die Reduzierung des Frischwasserverbrauchs um 30% bis 2030 sowie die Vermeidung und Reduzierung von Abfällen als neue Nachhaltigkeitsziele festgelegt. Zur Erreichung der Ziele wurden und werden im Rahmen eines jährlichen Konzernstrategieaufrufes Verbesserungsvorschläge der Mitarbeiter gesammelt und daraus konkrete Ziele und Maßnahmen auf Ebene der einzelnen SGEs definiert. Die Umsetzung der ambitionierten Nachhaltigkeitsziele ist mit hohen finanziellen Investitionen verbunden. Allein für die Modernisierung der im Eigentum befindlichen Immobilien hat Zeppelin ein Investitionsprogramm über 120 Mio. EUR für den Zeitraum bis 2030 verabschiedet. Vor dem Hintergrund der aktuell eingeschränkten Verfügbarkeit von Rohstoffen und Vorprodukten sowie der hohen Kosteninflation können Risiken für die zeitliche Umsetzung und Kostenentwicklung nicht ausgeschlossen werden.

Um die Verbindlichkeit der Ziele zu bekräftigen hat Zeppelin auch bei der im Juli 2023 erfolgten Prolongation und Erhöhung des bestehenden Konsortialkreditvertrages Green Loan KPIs vereinbart, die sich, je nach Einhaltung der Nachhaltigkeitsziele, insbesondere der Energieeinsparziele, positiv oder negativ auf die Verzinsung auswirken können.

Verbesserungsbedarf sehen wir bei der fehlenden Verknüpfung von Nachhaltigkeitszielen mit der variablen Vergütung des Managements. Darüber hinaus ist zu erwähnen, dass sich das Ziel der CO<sub>2</sub>-Neutralität auf Scope 1+2 beziehen und Scope 3 Emissionen noch unberücksichtigt bleiben. Ein entsprechendes Projekt zur Ermittlung der Scope 3 Emissionen ist allerdings etabliert. Im bisherigen Messsystem hat Zeppelin in 2022 gemäß den vorgelegten Daten überwiegend Verbesserungen erreichen können. So hat sich der Gesamtenergieverbrauch (MWh) um 2,7% reduziert. Die CO<sub>2</sub> Emissionen (Scope 1 & 2) sind um 5,5% gesunken und das Abfallaufkommen konnte um 4,2% reduziert werden. Allerdings stieg der Gesamtwasserverbrauch um 6,8% an, was vor dem Hintergrund von regenarmen Jahre in Mitteleuropa kritisch zu betrachten ist. Angabe gemäß war dies aber auf einen Einzelfall zurückzuführen, der behoben sein soll.

Gemäß der Sustainability- Linked Loans KPI's wird Zeppelin auch diesen Wert wieder reduzieren müssen, um Finanzierungskosten einsparen zu können. Auch im Sozial Bereich konnten Fortschritte erzielt werden, so ist der Frauenanteil im Konzern um 0,8 Prozentpunkte auf 17,9% gestiegen. Der Konzern ermöglicht mit seinen Produkten auch umfangreiche Landschafts- und Bodenveränderungen vornehmen zu können, allerdings auch bei Renaturierungsprojekten. Explizite Projekte im Natur-/Artenschutz bzw. zur Förderung der Biodiversität sind uns nicht bekannt.

**ESG-Faktoren** sind Faktoren, die in Beziehung zu Umwelt, Soziales und Unternehmensführung stehen. Für nähere Informationen verweisen wir auf den Link unter „Regulatorik“. CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratingobjektes ESG-relevante Faktoren grundsätzlich ein und weist diese aus, wenn sie einen signifikanten Einfluss auf die Kreditwürdigkeit haben mit Auswirkung auf das Ratingergebnis oder den Ausblick.

Zuversichtlich ist unsere Einschätzung zu den laufenden Vorbereitungen seitens Zeppelin auf die anstehenden rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere auf die CSRD, die EU-Taxonomie und das LkSG. Potenzielle Risiken, die aus dem Phänomen des sog. Greenwashings ergeben können, haben wir im Rahmen unserer Tätigkeit nicht festgestellt.

Nachdem der langjährige und erfolgreiche Vertriebsgeschäftsführer Michael Heidemann das Unternehmen altersbedingt Ende Juni 2023 verlassen hat und mit Herrn Fred Cordes ein adäquater Nachfolger gefunden scheint, wurden auch weitere Positionen im oberen Management, im Zuge der Neuordnung der strategischen Geschäftseinheiten, umbesetzt. Die Neubesetzung von Führungspositionen, sehen wir bisher nicht als potenziellen ESG Faktor (Governance) an, auch wenn wir eine mögliche Fortführung der Nachfolgeplanung einer weiteren Position des obersten Managements erwarten. Dies ist insofern potenziell ratingrelevant, als dass wir dem bisherigen bzw. aktuelle Managementteam eine sehr solide, traditionsbewusste und dennoch zukunftsorientierte Führungskultur beimessen, die langjährig erfolgreich war und ist und auch in Krisenjahren eine hinreichende Stabilität des Zeppelin Konzerns sicherstellte.

Insgesamt bleiben in Bezug auf die ESG-Faktoren nach unserer Meinung diverse Aspekte zu beobachten, ohne daraus aktuell eine ratingbeeinflussende Wirkung abzuleiten. Zukünftig können ESG-Faktoren, abhängig von der Erreichung selbstgesteckter Ziele des Unternehmens und regulatorischer Veränderungen, einen Einfluss auf unsere Ratingeinschätzung nehmen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich [hier](#).

#### Hinweis:

Die dargestellten Szenarien basieren auf dem Informationsstand zum Erstellungsdatum des Ratings. Innerhalb des Prognosezeitraums können Sachverhalte auftreten, die eine Ratinganpassung außerhalb des hier aufgezeigten Bereiches notwendig machen.

#### **Best-Case-Szenario: A**

In unserem Best-Case-Szenario für ein Jahr nehmen wir ein Upgrade auf A an. Dabei gehen wir davon aus, dass es Zeppelin gelingt, trotz der weiterhin schwierigen Gesamtsituation, die aktuelle Hochrechnung für das Gesamtjahr 2023 merklich zu übertreffen, die Vorrats- und Debitorenpositionen sowie die Bilanzsumme unter den Wert der Hochrechnung zu bringen und damit auch die erwartete Liquiditätsposition zu steigern, was zu einem verbesserten Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse führt, wobei die wesentlichen Geschäftseinheiten dazu beitragen. Eine aufgrund der unterjährigen Berichterstattung zu erwartende, mindestens stabile Geschäftsentwicklung, mit einer zu erwartenden Bestätigung des Ergebnisses unserer Finanzkennzahlenanalyse 2023 auf damit verbessertem Niveau auch für 2024, bei einem normalisierten Umlaufvermögen, einer gewissen konjunkturellen Erholung, mit soliden Auftragseingängen und eine merkliche Verbesserung von kundenbranchenbezogenen und exogener Risiken, setzen wir dabei voraus.

#### **Worst-Case-Szenario: BBB**

In unserem Worst-Case-Szenario für ein Jahr nehmen wir ein Rating von BBB an. Dabei gehen wir wie im Vorjahr davon aus, dass der Zeppelin Konzern infolge verschlechterter Rahmenbedingungen sowie der wirtschaftlichen Auswirkungen seine Umsatz- und Ergebnisziele 2023 verfehlt und das niedrigere Niveau sich auch für 2024 abzeichnet. Das Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse zeigt sich nochmals verschlechtert. Eine dazu kumulativ deutliche Ausweitung der Verschuldung, z.B. im Zusammenhang mit einer größeren M&A-Transaktion, könnte sich zusätzlich belastend auswirken. Eine mögliche Verschlechterung der Liquidität wäre ebenfalls geeignet ein Downgrade innerhalb der angezeigten Range auf Jahressicht vorzunehmen. Insbesondere (geo-)politische und anderweitige, sich weiterhin in vielfältiger Form zeigende, exogene Risiken bedingen wesentlich die zum Vorjahr nach unten erweiterte Spannweite.



Gleichwohl sollten auch in einem solchen Fall die überzeugenden Grundstrukturen des Zeppelin Konzerns zum Tragen kommen und darüberhinausgehende negative Auswirkungen ausbleiben. Dies zumal der Konzern bereits in der Vergangenheit seine Handlungsfähigkeit in schwierigen Situationen mehrmals unter Beweis gestellt hat. Die Realisation der in den osteuropäischen Märkten verbliebenen Risiken sehen wir durch dieses Szenario zunächst ebenfalls abgedeckt.

## Geschäftsentwicklung und Ausblick

Das pandemiebedingt schwierige Marktumfeld mit gestörten Lieferketten und steigenden Kosten wurde im Geschäftsjahr 2022 durch den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine und den folgenden Sanktionsvorschriften des Westens zusätzlich belastet und erforderte wiederum Bemühungen im Risikomanagement, um die Auswirkungen für den Zeppelin Konzern bestmöglich zu gestalten. Unter den gegebenen Umständen und verbliebenen Handlungsoptionen sowie dem weitgehenden Wegfall des Geschäfts in Russland und der Ukraine sowie dem Geschäftsausstieg in Belarus sehen wir dies als insgesamt gelungen an. Das generelle Ratingniveau in Frage stellende Entwicklungen ergaben sich nach unserer Erkenntnis bisher nicht. Hilfreich für diese positive Einschätzung war und ist in diesem Zusammenhang, neben dem reaktionsschnellen Agieren, die proaktive Informationspolitik ggü. den Stakeholdern des Konzerns. Unsere bisher sehr gute Einschätzung zum Risikomanagement des Zeppelin Konzerns und der Berichterstattung, welche auf unseren Erfahrungen im Zusammenhang mit früheren Krisensituationen basiert, hat sich danach nochmals bestätigt. Bestätigt sehen wir aber auch unsere historischen Einschätzungen zu den erhöhten Risiken, die wir mit diesen Märkten verbunden haben.

Tabelle 2: Umsätze nach Strategischen Geschäftseinheiten | Quelle: Zeppelin GmbH Unternehmenspräsentation zum Rating und Konzernabschluss 2022, eigene Darstellung

Umsätze nach SGEs				
in Mio. EUR	2021	2022	Δ	Δ %
BM Central Europe	1.494,2	1.516,4	22,2	1,5%
BM Eurasia	642,4	525,2	-117,2	-18,2%
BM Nordics	292,4	291,8	-0,6	-0,2%
Rental	576,1	666,3	90,2	15,7%
Power Systems	436,9	442,4	5,5	1,3%
Anlagenbau	339,9	493,2	153,3	45,1%

Der Konzernumsatz erhöhte sich in 2022 nochmals auf 3,84 Mrd. EUR (Vj. 3,70 Mrd. EUR), was einem Umsatzwachstum von rd. 3,9% entsprach und merklich über den ursprünglichen Planungen lag, wobei die SGE Baumaschinen (BM) Eurasia erwartungsgemäß deutliche Umsatz- und Ergebnismrückgänge hinnehmen musste aber dennoch mit 10,6 Mio. EUR ein positives Ergebnis auswies. Eine hohe Nachfrage nach Miningprodukten in Usbekistan und eine prosperierende Bauindustrie in Armenien wirkten stützend. Ergebnisbelastend zeigt sich mit einem EBT von -12,6 Mio. EUR wiederum der vom Kriegsgeschehen negativ betroffene Anlagenbau. Relativ zwar stark gestiegen aber absolut noch verhalten blieb mit 4,9 Mio. EUR auch das EBT der noch relativ jungen Geschäftseinheit BM Nordics. Mit einem leichten Anstieg von 1% blieb die BM Zentraleuropa mit 1.516 Mio. EUR bzgl. des Umsatzes die mit Abstand größte Geschäftseinheit. Sie konnte mit einem EBT von 79,6 Mio. EUR den führenden Platz als absolut stärkster Ergebnisträger vor dem Bereich Rental verteidigen, der bei einem Umsatz von 666 Mio. EUR (+16%) ein EBT von

71,4 Mio. EUR (+36%) erwirtschaftete und damit eine bessere Ergebnisqualität aufwies. Mit zum Vorjahr nahezu gleichem Umsatzvolumen und einem um 21% geringeren EBT von 17,3 Mio. EUR verdeutlicht die Geschäftseinheit Power Systems die in Folge des Kriegs zwischen Russland und der Ukraine insgesamt durchwachsene Geschäftsentwicklung des Konzerns im letzten Geschäftsjahr. Darum relativiert, fällt unsere Einschätzung zum Geschäft besser aus. Insgesamt zeigt sich das EBT des Konzerns im, durch die BAUMA beeinflussten Jahr 2022, mit 134,6 Mio. EUR zwar zum Vorjahr um 16% verringert aber nach unserer Meinung, unter den gegebenen Rahmenbedingungen, dennoch insgesamt als zufriedenstellend. Eine gute Basis für das Geschäftsjahr 2023 bildete, der zum Vorjahr um 182 Mio. EUR auf 1.951 Mio. EUR gestiegene Auftragsbestand per 31.12.2022, davon SGE Anlagenbau 613,9 Mio. EUR.

Kritisch anzumerken ist für das Geschäftsjahr 2022 die Entwicklung bei den abgesetzten Maschinen und Motoren im Maschinengeschäft insgesamt mit -7,9%, wobei gebrauchten Einheiten um -4,1% abnahmen, was ebenfalls maßgeblich dem Krieg geschuldet ist. Dies sehen wir in Bezug auf die für Zeppelin wichtige Entwicklung zur Maschinenpopulation im Marktgebiet als beachtenswert an.

Tabelle 3: Geschäftsentwicklung der Zeppelin GmbH | Quelle: Zeppelin GmbH Unternehmenspräsentation zum Rating und Konzernabschluss 2022, eigene Darstellung

Zeppelin GmbH Konzern				
in Mio. EUR	2021	2022	Δ	Δ %
Umsatz	3.695,6	3.838,2	142,6	3,9%
Bruttoergebnis	532,8	563,4	30,6	5,7%
EBITDA	426,9	425,6	-1,3	-0,0%
EBIT	167,5	143,9	-23,6	-14,1%
EBT	159,5	134,6	-24,9	-15,6%
EAT	118,0	104,4	-13,6	-11,6%

Die vorangehende Tabelle 3 zeigt die im langjährigen Vergleich insgesamt noch immer zufriedenstellende Ergebnisentwicklung des Konzerns aber ebenfalls die zum Vorjahr insgesamt nachlassende Ergebnisqualität. Das Bruttoergebnis stieg zwar gegenüber dem Vorjahr von 532,8 Mio. EUR auf 563,4 Mio. EUR nochmals an, wobei auch die Bruttomarge nochmals um 0,3 Prozentpunkte auf 14,7% gesteigert werden konnte. Die darunterliegenden Ergebnisebenen zeigen aber deutliche Rückgänge zum Vorjahr. Diese waren auch auf Risikovorsorge, im Wesentlichen in Verbindung mit den vom Kriegsgeschehen direkt betroffenen Ländern, in Höhe von 31,9 Mio. EUR, was wir bei der Beurteilung des Ergebnisses relativierend berücksichtigen. Dennoch bleibt zu konstatieren, dass sich Risiken, mit dem über Jahre insgesamt profitablen Geschäft der SGE BM Eurasia, in 2022 wiederholt manifestiert haben. Zu konstatieren war auch eine merklich höhere Bilanzsumme aufgrund deutlich höherer Vorratsbestände.

Folglich hat sich das Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse für das Geschäftsjahr 2022 verschlechtert und bestätigt damit das bereits im letzten Jahr vorgenommene Downgrade um 1 Notch. Während die analytische Eigenkapitalquote mit 32,8% zum Vorjahr, trotz einer deutlichen Bilanzsummenausweitung, quasi stabil geblieben ist, haben sich die meisten anderen Kennzahlen zum Vorjahr verschlechtert. Darunter das Net total debt / EBITDA das vom Faktor 4,2 auf 4,9 gestiegen ist. Dabei war die absolute Ausweitung der Verschuldung, in Verbindung mit den zum Vorjahr um 54,4 Mio. EUR auf 157,0 Mio. EUR verringerten flüssigen Mitteln wesentlich. Auch die Rentabilitätskennwerte, wie EBIT und EBITDA Interest Coverage mit Faktoren von 6,3 bzw. 18,4 zeigen sich, wie die Gesamtkapitalrentabilität (3,7%), zum Vorjahr merklich verschlechtert. Der



gestiegene Zinsaufwand konnte hingegen rechnerisch durch höhere Zinserträge überkompensiert werden, was das Finanzergebnis verbesserte. Dennoch bleibt die Kennzahl Zinsaufwand zum Fremdkapital, aufgrund des zuletzt enormen Leitzinsanstiegs, ein möglicher zukünftiger Belastungsfaktor in unserem Kennzahlenset.

Trotz einer Verringerung der Liquiditätskennwerte I. bis III. und der Quote der der Zahlungsmittel sowie dem in 2022 negativen operativen Cashflow (-42,8 Mio. EUR) zeigt unsere prospektive Liquiditätsanalyse für den Zeppelin Konzern weiterhin ein noch zufriedenstellendes Ergebnis an. Die von uns abgeschätzte Kennzahl Total cash sources versus cash uses weist für die kommenden zwei Jahre hinreichende Deckungsgrößen aus, die auch im definierten Stressszenario des Berechnungsbestandteils Operativer Cashflow tragen und den Konzern in die Lage versetzen sollten, seinen Zahlungsverpflichtungen störungsfrei nachzukommen. Dabei berücksichtigen wir allerdings die freien syndizierten Kreditlinien, die über diesen Zeitraum hinaus vereinbart sind, wobei wir das quasi restricted cash, das wegen vorhandener Kapitalverkehrskontrollen im Chinageschäft gebunden ist, von den flüssigen Mitteln in Abzug gebracht haben. Insgesamt merken wir die erhöhte Auslastung der Linien kritisch an, auch da diese kürzlich, im Rahmen der Prolongation ausgeweitet wurden. Unsere dennoch befriedigende Einschätzung zur Liquidität geht davon aus, dass die relative Schwäche der aus internen Quellen stammenden Liquidität sich bis zum Jahresende wieder verbessert und dem Konzern zudem weitere liquiditätsgenerierende Handlungsoptionen im Vermögen bzw. in den Verschuldungskennziffern verbleiben, was allerdings bei Nutzung das Rating beeinflussen kann. Die Fortführung der bisher maßvollen Dividendenpolitik, die zuletzt eine Abführung von 18% auf das Jahresergebnis bedeutete, setzen wir dabei ebenfalls voraus. Der in Kreditverträgen vereinbarte Financial Covenant wurden bisher solide eingehalten und gefährden die Finanzlage auch bei prospektiver Betrachtung nicht. Insgesamt beurteilen wir die Liquiditätsposition und -entwicklung im Vergleich zu früheren Jahren derzeit weniger komfortabel.

Zum 30.06.2023 erwirtschaftete Zeppelin gemäß unterjähriger Auswertungen mit einem Umsatz von 1.865,0 Mio. EUR (2022: 1.785,0 Mio. EUR) ein EBIT von 71,3 Mio. EUR (2022: 60,6 Mio. EUR) und ein EBT von 59,6 Mio. EUR (2022: 56,6 Mio. EUR), was zunächst positiv stimmt und dazu beiträgt, dass Rating zu stabilisieren. Dabei sind im EBT sogenannte Sondereffekte aus Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen und Lehrstuhlfinanzierung der Zeppelin University von in Summe 4,6 Mio. EUR enthalten. Gemessen am ursprünglichen Plan mit einem EBT von 16,9 Mio. EUR stellt sich die Situation damit deutlich besser dar und unterstützt die aktuelle noch immer überdurchschnittliche Ratingeinschätzung.

Tabelle 4: Geschäftsentwicklung der Zeppelin GmbH per 30.06.2023 inkl. Hochrechnung 2023 | Quelle: Zeppelin GmbH Unternehmenspräsentation zum Rating, eigene Darstellung

Zeppelin GmbH Konzern						
in Mio. EUR	Ist 06/2022	Plan 06/2023	Ist 06/2023	Ist 2022	Plan 2023	HR 2023
Umsatz	1.785,0	1.683,0	1.865,0	3.838,0	3.550,0	3.650,0
EBIT	60,6	27,4	71,3	143,6	129,7	152,5
EBT	56,6	16,9	59,6	134,6	110,0	125,0
EBT-Marge	3,2%	1,0%	3,2%	3,5%	3,1%	3,4%
Auftragseing.	1.993,0	1.665,0	1.815,0	4.020,0	3.290,0	3.390,0
Auftragsbest.	1.977,0	1.956,0	1.900,0	1.951,0	1.714,0	1.690,0

In Bezug auf die Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Vergleich zum Vorjahr und Plan entwickeln sich die Hochrechnungen für die SGEs per 30.06.2023 auf das Gesamtjahr sehr heterogen.

Während für die Geschäftseinheiten Zentraleuropa, Nordics, Eurasia und Rental rückläufige Ergebnisgrößen zum Vorjahr prognostiziert werden, erwartet das Management für die Segmente Power Systems und Anlagebau positive Ergebnisentwicklungen. Für das Gesamtjahr 2023 erwartet Zeppelin so einen im Vergleich zum Vorjahr reduzierten Umsatz von 3.650,0 Mio. EUR der allerdings danach um 100 Mio. EUR über dem Ursprungsplan läge. Mit einem EBT von 125,0 Mio. EUR liegt die Hochrechnung für 2023 nur leicht unter dem Vorjahr<sup>2</sup>.

Wir folgen der Einschätzung des Managements, dass sich die Marktaussichten des Konzerns für 2023f eingetrübt haben, was auch auf die gestiegenen Bau- und Finanzierungskosten, bei weiterhin erhöhten Inflationswerten zurückzuführen ist und sich auch teils in den Daten der vorangehenden Tabelle ablesen lässt. Auch die Weltwirtschaft bleibt von (geo-)politischen Konflikten und einer geringeren Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung in China und schwachen Wachstumswerten in Europa, insbesondere in Deutschland, belastet. Insgesamt ergeben sich damit verringerte Geschäftsaussichten auch für den Zeppelin-Konzern, die auch durch aktiv verfolgte, vielfältige Innovationsinitiativen des Konzerns kurzfristig nicht vollständig kompensiert werden können. Allerdings liegen die Hochrechnungen für 2023, mit Ausnahme des Auftragsbestands über Plan und wir schließen nicht aus, dass der Konzern diese Werte, insbesondere im Ergebnis übertreffen könnte, was einerseits die aktuelle Ratingeinschätzung stützt, andererseits, vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen, noch keinen hinreichenden Spielraum für eine Ratinganhebung eröffnet. Dies, zumal wir neben den Herausforderungen aus der Kosteninflation auch ein verschlechtertes Zinsergebnis zum Vorjahr erwarten, was in unser Kennzahlenset einfließt und die weitere Liquiditätsentwicklung abzuwarten bleibt.

Hatte die eingeschränkte Lieferfähigkeit des Hauptlieferanten CATERPILLAR im letzten Jahr noch negativen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung bzw. Gewinn- und Verlustrechnung des Zeppelin Konzerns, hat sich diese Situation dahingehend im laufenden Geschäftsjahr merklich verändert, was bei nachlassendem Geschäft und dessen Aussichten wiederum einen dämpfenden Effekt, diesmal insbesondere in bilanzieller Hinsicht ausübt. Mit 1.055,4 Mio. EUR lagen die Vorräte zum Halbjahr 2023 um 22,1% über dem Vorjahr und 39,6% über dem Plan. Sie führten zusammen mit erhöhten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Wesentlichen zu einer erhöhten Bilanzsumme von knapp 3,6 Mrd. EUR. Positiv wirkten die Vorräte in Verbindung mit den Aufträgen, die damit im Wareneinsatz preislich weitgehend abgesichert sein sollten. Die negativen Working Capital Veränderungen belasteten zudem den Free Cashflow, der von Zeppelin per 30.06.2023 mit -120 Mio. EUR ausgewiesen wurde. Nach Unternehmensaussage soll sich der Vorratsbestand bis Ende 2023 wieder weitgehend normalisieren und zu einer entsprechenden Erhöhung des Free Cashflows beitragen. Aufgrund der seitens Zeppelin angepassten Bestellpolitik halten wir die Reduzierung des Bestands für glaubhaft, aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen bleibt die Größenordnung dennoch abzuwarten. Zumal das Bestellobligo per Jahresmitte mit 806,0 Mio. EUR zum Wert des Vorjahres (962 Mio. EUR) zwar verringert dasteht, im langjährigen Mittel der Halbjahreswerte zuvor (620,0 Mio. EUR) jedoch noch immer relativ hoch erscheint.

Trotz der aktuell belasteten Innenfinanzierungskraft beurteilen wir die Finanz- und Liquiditätslage des Zeppelin Konzerns weiterhin als hinreichend solide aber verhaltener als zuletzt. Mit einem Liquiditätsbestand von 170,1 Mio. EUR per 30.06.2023 und 171,8 Mio. EUR per 31.07.2023 und einer Hochrechnung auf den 31.12.2023 von 115,2 Mio. EUR sowie den vorhandenen freien

<sup>2</sup> Zeppelin hatte zum 31.07.2023 noch keine Anpassung in den Hochrechnungen zum Geschäftsjahresende vorgenommen. Aktualisierte Planungen für die Folgejahre liegen frühestens per November 2023 vor. Unserer Erfahrungswerte aus der Vergangenheit lassen vermuten, dass Zeppelin auch aktuell in seinen Planungs- und Hochrechnungsangaben ggü. Externen ein eher konservatives Bild zeichnet.

Finanzfazilitäten sehen wir aktuell dennoch hinreichende finanzielle Handlungsspielräume. In der Finanz- und Liquiditätsplanung wird per Dezember 2023 sogar ein abweichender Cash EoP von 164,0 Mio. EUR angegeben. Der Free Cashflow per 31.07.2023 hat sich zwar zum Vormonat bei bis dato um 31% auf 205 Mio. EUR gestiegenen Investitionen, zwar um 50 Mio. EUR auf -70 Mio. EUR verbessert.

Inklusive der Akquisition von CP ApS, einem der führenden Vermietungsunternehmen in Dänemark und den Investitionen in den Vermietpark, werden diese laut Hochrechnung mit 574 Mio. EUR wieder merklich höher als im Vorjahr und auch Plan ausfallen, sodass trotz einer Verbesserung des operativen Cashflows, hin zu einem wieder positiven Vorzeichen, die Netto-Aufnahme von Finanzmitteln und die Ausweitung der absoluten Verschuldung, bei etwa stabiler Eigenkapitalquote für 2023 zu erwarten ist. Die Akquisition des Bereichs Rental von CP ApS sollte in 2023 einen belastenden Effekt in der Jahresabschlussanalyse insofern entfalten, als dass neben einem anfänglich negativen Ergebnisbeitrag, bedingt durch Abschreibungen auf Purchase Price Allocation, zum Jahresende mit einer entsprechenden investitionsbedingten Bilanzverlängerung daraus zu rechnen ist. Insgesamt erwartet der Konzern so bislang eine Bilanzsumme von 3.272,5 Mio. EUR, die nur leicht über dem originären Vorjahreswert liegt.

Insgesamt hat der Zeppelin Konzern durch diverse kleinere und größere Akquisitionen seine Geschäftsbasis erweitern können, was zum insgesamt beachtlichen Wachstum beigetragen hat. Es ist mit einer Fortführung der M&A-Tätigkeit zu rechnen. Das Risiko Exposure in den vom Krieg betroffenen osteuropäischen Märkten konnte im Jahresverlauf 2023 weiter verringert werden. Es laufen unverändert Bemühungen diese weiter zu reduzieren. Auch bei einer vollständigen Realisation der verbliebenen Restrisiken in Osteuropa sehen wir die Auswirkungen auf unsere Ratingeinschätzung durch das oben genannte Worst-Case Szenario für ein Jahr abgedeckt.

Die in Kreditverträgen definierten Verschuldungs-Covenants haben sich bei Zeppelin zuletzt zwar verschlechtert, bleiben aber deutlich unterhalb der vereinbarten Schwellenwerten.

Mit dem teils altersbedingten, teils marktinduzierten Umbau der Führungsebenen des Konzerns gehen auch strukturelle und strategische Neuausrichtungen einher, die zwar derzeit keine ausgeprägte Auswirkung auf das Rating entfalten aber die zukünftige Entwicklung merklich beeinflussen könnten.

Die Geschäftsentwicklung des Zeppelin Konzerns bleibt wesentlich von seinen langjährigen Vertragspartnern, insbesondere des Lieferanten Caterpillar abhängig. Die Beziehung beinhaltet gewisse Chancen aber mitunter auch Risiken und Herausforderungen sowie Abhängigkeiten. Aus einer überschlägigen Betrachtung der Geschäftsentwicklung der Caterpillar Group lassen sich keine das Rating beeinträchtigenden Risiken für Zeppelin ableiten.

Insgesamt erachten wir die Geschäftsentwicklung des Zeppelin Konzerns, unter den gegebenen Umständen, in Bezug auf das Ratingniveau, als zufriedenstellen. Diverse bestehende und auch mögliche weitere Risiken, darunter auch aus der Geschäftstätigkeit in China und Zentralasien bleiben jedoch auch in Bezug auf Zeppelin weiter zu beobachten.

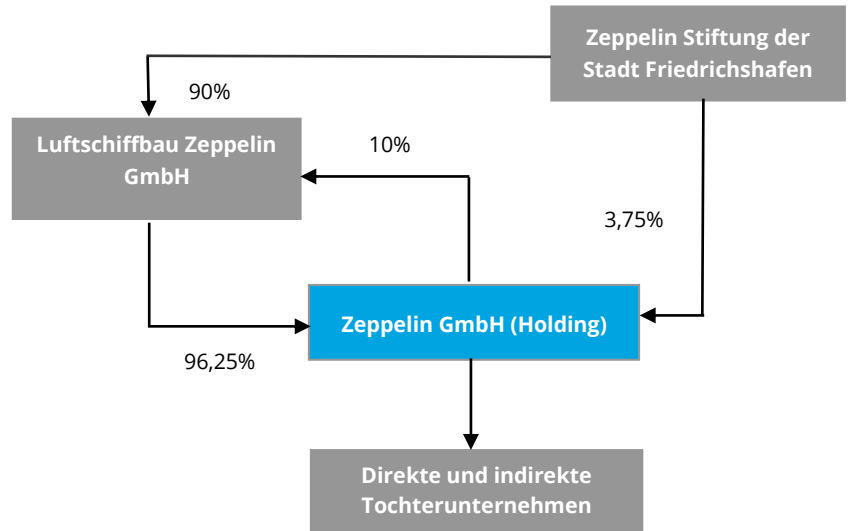
## Strukturierte Finanzkennzahlen

Tabelle 5: Strukturierte Finanzkennzahlen | Quelle: Zeppelin GmbH Konzernabschlüsse, aufbereitet von CRA

Vermögensstruktur	2019	2020	2021	2022
Anlagenintensität (%)	51,60	51,85	49,32	47,48
Kapitalumschlag	1,27	1,24	1,35	1,29
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	66,96	70,66	77,59	78,33
Quote der Zahlungsmittel (%)	2,62	6,00	7,46	5,02
Kapitalstruktur				
Eigenkapitalquote (%)	28,10	30,31	32,68	32,82
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	33,69	32,87	35,83	40,94
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	6,45	6,32	5,59	4,37
Kapitalbindungsdauer (Tage)	15,61	14,61	14,85	22,34
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	5,06	4,99	5,31	7,51
kurzfristige Kapitalbindung (%)	15,37	8,71	7,89	12,09
Gearing	2,47	2,10	1,83	1,89
Verschuldungsgrad	3,37	3,42	3,17	3,05
Finanzkraft				
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	10,05	9,83	9,00	8,36
Cashflow ROI (%)	11,91	12,26	11,75	10,26
Total debt / EBITDA adj.	5,36	4,76	4,73	5,28
Net total debt / EBITDA adj.	5,17	4,35	4,20	4,88
ROCE (%)	11,40	12,56	13,91	8,83
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	4,91	3,99	4,84	10,43
Rentabilität				
Rohertragsquote (%)	30,82	31,53	31,62	32,69
EBIT Interest Coverage	7,03	7,20	9,75	6,28
EBITDA Interest Coverage	17,63	20,43	24,58	18,36
Personalaufwandsquote (%)	17,98	18,99	18,73	19,42
Materialaufwandsquote (%)	69,18	68,47	68,38	67,31
Cost Income Ratio (%)	95,27	95,77	95,53	96,33
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	1,12	1,07	0,90	1,09
Gesamtkapitalrentabilität (%)	4,23	4,14	4,63	3,68
Eigenkapitalrentabilität (%)	12,66	11,93	13,71	10,69
Umsatzrentabilität (%)	2,96	2,80	3,19	2,72
Zinsbelastung (%)	88,87	88,64	95,24	93,54
Operative Rentabilität (%)	4,82	4,30	4,53	3,75
Liquidität				
Liquidität I. Grades (%)	7,77	18,25	20,83	12,27
Liquidität II. Grades (%)	68,96	78,09	77,44	58,02
Liquidität III. Grades (%)	143,67	146,51	141,46	128,27

Anhang

Die aktuelle gesellschaftsrechtliche Struktur der Zeppelin GmbH stellt sich wie folgt dar:



#### Ratinghistorie

Die Ratinghistorie ist auf der Internetseite unter <https://www.creditreform-rating.de/de/ratings/published-ratings.html> verfügbar.

Tabelle 5: Corporate Issuer Rating der Zeppelin GmbH

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Ergebnis
Initialrating	23.05.2001	23.05.2001	A

#### Regulatorik

Das Rating<sup>3</sup> wurde von der Creditreform Rating AG nicht im Sinne des Artikels 4 Absatz 3 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 aus einem Drittstaat übernommen.

Bei dem hier vorliegenden Rating handelt es sich um ein beauftragtes (solicited) Rating im regulatorischen Sinne, das öffentlich ist. Die Geschäftsführung der Zeppelin GmbH hat uns am 22. Februar 2023 mit der Erstellung dieses Rating-Updates über die Zeppelin GmbH und des damit verbundenen Monitorings beauftragt.

Das Rating basiert auf der Analyse quantitativer und qualitativer Beurteilungsfaktoren sowie der Einschätzung branchenrelevanter Einflussgrößen. Die quantitative Analyse bezieht sich auf die Konzernabschlüsse der Jahre 2019 bis 2022.

Die Beteiligung des Ratingobjekts an der Erstellung des Ratings stellte sich wie folgt dar:

<b>Beauftragtes (solicited) Corporate Issuer Rating</b>	
Mit Beteiligung des betroffenen Ratingobjekts oder einer verbundenen dritten Partei	Ja
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Ja
Mit Zugang zum Management	Ja

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses am 26.07.2022 als Videokonferenz unter Teilnahme folgender Personen (teilweise temporär) statt:

- Peter Gerstmann (CEO, Vorsitzender der Geschäftsführung)
- Christian Dummler (CFO, Geschäftsführer der Zeppelin GmbH)
- Alexandra Mebus (Geschäftsführerin, Arbeitsdirektorin)
- Rolf Steinemann (Head of Group Treasury Center)

Ergänzend zu den uns aus den Vorjahren und aus dem unterjährigen Monitoring vorliegenden Unterlagen wurden von der Zeppelin GmbH im Rahmen des Updates folgende weitere Informationen zur Verfügung gestellt:

<sup>3</sup> In diesen Regulatorischen Anforderungen wird der Begriff "Rating" in Bezug auf sämtliche Ratings verwendet, die in Zusammenhang mit diesem Bericht von der Creditreform Rating AG erstellt wurden. Dies kann mitunter mehrere Unternehmen und deren verschiedene Emissionen betreffen.



#### Eingereichte Unterlagen

##### Rechnungswesen und Controlling

- Bericht über die Prüfung des Konzernabschlusses 2022
- Zwischenberichte per 31.03.2022 und 30.06.2022
- Diverse Reporting zum Geschäftsverlauf bis Juli 2023
- Präsentationen zum monatlichen Banken-Call (aktuellste vom August 2023) inkl. Auswirkungen und Szenarien des Krieges in der Ukraine
- Hochrechnung 2023 Zeppelin Konzern (Stand Juli 2023)
- Mehrjahresplanung des Zeppelin Konzerns (Stand 2022; Unternehmenspräsentation)
- Diverse Plan-Ist bzw. Vorjahr-Ist-Vergleiche
- Angeforderte Detailangaben

##### Finanzen

- Finanzierungsspiegel (Unternehmenspräsentation)
- Berechnung und Bestätigung der Einhaltung bestehender Covenants (als Teil der Präsentationen)

##### Weitere Unterlagen

- Umfassende Unternehmenspräsentation vom Juli 2023
- Nachhaltigkeitsbericht 2022
- Korrespondenz

Die verarbeiteten Informationen und Unterlagen genügten den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite [www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de) veröffentlichten Ratingsystematiken der Creditreform Rating AG.

Das Rating wurde auf Grundlage folgender Ratingsystematiken und dem Grundlagenpapier durchgeführt:

Systematik/Sub-Systematik	Versionsnummer	Datum
<a href="#">Rating von Unternehmen</a>	2.4	Juli 2022
<a href="#">Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings</a>	1.3	Januar 2018

In den Dokumenten findet sich unter anderem eine Beschreibung der Ratingkategorien sowie eine Ausfalldefinition.

Das Rating wurde durch folgende Analysten erstellt:

Name	Funktion	Email-Adresse
Christian Konieczny	Lead-Analyst	C.Konieczny@creditreform-rating.de
Tim Winkens	Analyst	T.Winkens@creditreform-rating.de

Das Rating wurde durch folgende Person genehmigt (Person Approving Credit Ratings, PAC):

Name	Funktion	Email-Adresse
Tobias Stroetges	PAC	T.Stroetges@creditreform-rating.de

Am 4. September 2023 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 4. September 2023 mitgeteilt. Eine Veränderung der Ratingnote ergab sich im Anschluss nicht. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen zur Verfügung gestellt.

Das Rating unterliegt solange einem Monitoring, bis es von der Creditreform Rating AG zurückgezogen wird (not rated bzw. n.r.).

Die Creditreform Rating AG ist seit 2011 gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (sog. „EU-Ratingverordnung“) als Ratingagentur zur Ausübung der Ratingtätigkeit innerhalb der Europäischen Union registriert. Aufgrund dieser Registrierung darf die Creditreform Rating AG Ratings in der Europäischen Union erstellen; gleichzeitig ist sie zur Einhaltung der Regelungen der EU-Ratingverordnung verpflichtet.

#### ESG-Faktoren im Rating

Ob ESG-Faktoren bei der Bewertung relevant waren, können Sie dem oberen Abschnitt dieses Ratingberichts "relevante Ratingfaktoren" entnehmen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich [hier](#):

#### Interessenkonflikte

Während des Ratingprozesses wurden keine Interessenkonflikte identifiziert, die die Analysen und Urteile der Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, deren Dienstleistungen von der Creditreform Rating AG in Anspruch genommen werden oder von ihr kontrolliert werden und die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind, und der Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, beeinflussen können.

Die Creditreform Rating AG wird die Erbringung von Nebendienstleistungen nebst der Erbringung der Ratingtätigkeit offenlegen und im Ratingbericht an dieser Stelle veröffentlichen:

Es wurden zu diesem Rating keine Nebendienstleistungen im regulatorischen Sinne erbracht.

#### Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken

Die Genehmigung von Ratings richtet sich nach den internen Handlungsanweisungen über das Ratingkomitee. Gemäß den internen Richtlinien werden alle Ratings und alle Ratingausblicke in einem Ratingkomitee auf der Grundlage des Einstimmigkeitsprinzips genehmigt.

Die Creditreform Rating AG hat bei der Erstellung dieses Ratings folgende Informationsquellen von wesentlicher Bedeutung herangezogen:

##### Corporate Issuer Rating:

1. Jahresabschlussbericht
2. Website
3. Internetrecherche

Bei der Ratingveröffentlichung wurden seitens der Creditreform Rating AG alle Kennzeichen und eventuellen Einschränkungen des Ratings oder des Ratingausblicks vermerkt. Darüber hinaus hält die Creditreform Rating AG die Qualität der über das bewertete Unternehmen (Ratingobjekt) verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Bezugnehmend auf das bewertete Ratingobjekt hält die Creditreform Rating AG die verfügbaren historischen Daten ebenfalls für zufriedenstellend.

In der Zeit zwischen der Mitteilung des Ratings an das bewertete Unternehmen und dem Zeitpunkt der Ratingveröffentlichungen auf der Website der Creditreform Rating AG wurden keine Ratingänderungen vorgenommen.

Die sog. „Grundlegende Informationskarte des Ratings“ enthält den Hinweis auf die im Ratingprozess angewandte Hauptmethode oder die Version der verwendeten Ratingmethodik mit der Angabe, an welcher Stelle die umfassende Beschreibung dieser Methode(n) zu finden ist.

Gründet sich das Rating auf mehr als eine Methode oder verleitet der alleinige Verweis auf die Hauptmethode die Anleger dazu, wichtige Aspekte des Ratings zu übersehen, d.h. auch wichtige Anpassungen und Abweichungen, erläutert die Creditreform Rating AG diesen Umstand in ihrem Rating und erklärt, wie die verschiedenen Methoden oder diese anderen Aspekte beim Rating berücksichtigt wurden. Dieser Hinweis ist in dem Ratingbericht enthalten.

Die Bedeutung jeder Ratingkategorie, die Definition des Ausfalls oder Forderungseinzugs sowie geeignete Risikowarnungen, einschließlich einer Sensitivitätsanalyse der einschlägigen grundlegenden Annahmen wie mathematische Annahmen oder Korrelationsannahmen, samt der Ratings für den schlechtesten und den besten angenommenen Fall wurden erläutert.

Das Datum, an dem das Rating erstmals veröffentlicht wurde, sowie seine letzte Aktualisierung einschließlich etwaiger Ratingausblicke ist klar und deutlich in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben; dort ist das erste Veröffentlichungsdatum unter „Initialrating“ klar angegeben sowie etwaige weitere Aktualisierungen des Ratings oder Ratingausblicks wie bspw. „update“, „upgrade oder downgrade“, „not rated“, „confirmed“, „selective default“ oder „default“.

Im Falle eines Ratingausblicks wird der Zeithorizont für den Ratingausblick in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben, bis zu dem eine Änderung des Ratings zu erwarten ist.

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 stellen registrierte und zertifizierte Ratingagenturen in einem von der ESMA eingerichteten zentralen Datenspeicher Informationen über ihre bisherigen Ergebnisse, einschließlich Angaben zur Häufigkeit von Ratingänderungen sowie zu früher abgegebenen Ratings und deren Änderung zur Verfügung. Die Ratingagenturen stellen diesem Datenspeicher die Informationen wie von der ESMA festgelegt in standardisierter Form zur Verfügung. Die ESMA macht diese Informationen öffentlich zugänglich und veröffentlicht jährlich eine Zusammenfassung. Diese Informationen sind über [diesen Link](#) einsehbar.

Die Ausfalldefinitionen und die Erklärungen der Ausfalldefinitionen sind in der jeweiligen dazugehörigen Ratingmethodik auf der Website der Creditreform Rating AG einsehbar und abrufbar. Weitere Informationen können ebenfalls über die Creditreform Rating AG Website in dem Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ eingesehen werden.

#### Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass uns eventuell vom Unternehmen ergänzend zur Verfügung gestellte Dokumente und Informationen vollständig und inhaltlich korrekt sind und vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

#### Kontaktdaten

Creditreform Rating AG  
Europadamm 2-6  
D-41460 Neuss

Telefon: +49 (0) 2131 / 109-626  
Telefax: +49 (0) 2131 / 109-627

E-Mail: [info@creditreform-rating.de](mailto:info@creditreform-rating.de)  
Web: [www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de)

Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Michael Bruns

HR Neuss B 10522