

Ratingobjekt	Ratinginformationen	
Volkswagen AG Creditreform ID: 207000000543 Gründung: 1937 Sitz: Wolfsburg, Deutschland (Haupt-)Branche: Automobilhersteller, Finanzdienstleistungen Geschäftsführung: Dr.-Ing. Herbert Diess, Vorstandsvorsitzender <u>Ratingobjekte:</u> Long-term Corporate Issuer Rating: Volkswagen AG Long-term Corporate Issuer Rating: Volkswagen International Finance N.V. Long-term Local Currency (LT LC) Senior Unsecured Issues Volkswagen International Finance N.V.	Corporate Issuer Rating: BBB+ / stabil	Typ: Update unbeauftragt (unsolicited)
	LT LC Senior Unsecured Issues: BBB+ / stabil	Andere: n.r.
	Erstellt am: 14. Dezember 2020 Monitoring bis: das jeweilige Rating zurückgezogen wird Ratingsystematik: CRA „Rating von Unternehmen“ CRA „Rating von Unternehmensmissionen“ CRA „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ Ratinghistorie: www.creditreform-rating.de	

Inhalt

Zusammenfassung..... 1
 Ratingrelevante Faktoren 2
 Geschäftsentwicklung und Ausblick 4
 Geschäftsrisiko 10
 Finanzrisiko 12
 Issue Rating 14
 Strukturierte Finanzkennzahlen 17
 Anhang 18

Analysten

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

Natallia Berthold
 Co-Analyst
 N.Berthold@creditreform-rating.de

Neuss, Deutschland

Zusammenfassung

Unternehmen

Die Volkswagen AG – im Folgenden auch VW genannt – ist ein im Deutschen Aktienindex (DAX) gelisteter, weltweit führender Automobil- und Nutzfahrzeughersteller. Neben der Entwicklung und der Produktion von Personenkraftwagen (Pkw), Nutzfahrzeugen (Nfz), Motorrädern, Motoren und Großdieselmotoren, Turbomaschinen, Industrieturbinen und der Herstellung von Antriebstechnik und Prüfsystemen, umfasst die Geschäftstätigkeit des Konzerns auch Finanzdienstleistungen und automobilmnahe Services. Das Unternehmen ist international vertreten. Zu den Hauptabsatzmärkten gehören die Region Westeuropa sowie die Länder China, USA, Brasilien, Russland, Mexiko und Polen.

VW erzielte im Geschäftsjahr 2019 mit einem Rekordumsatz von 252,63 Mrd. EUR (Vorjahr: 235,85 Mrd. EUR; +7,1%) ein EBITDA von 33,26 Mrd. EUR (Vorjahr: 28,13 Mrd. EUR; +18,2%) und einen Jahresüberschuss von 14,03 Mrd. EUR (Vorjahr: 12,15 Mrd. EUR; +15,5%). Damit konnte das Unternehmen den profitablen Wachstumskurs der vergangenen Jahre fortsetzen.

Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie hat die Autoindustrie in 2020 und damit auch VW erheblich getroffen. Im laufenden Geschäftsjahr zeigt sich bei VW, wie bei anderen namhaften Branchenunternehmen, deshalb ein deutlicher Umsatz- und Ergebnismrückgang, der fast alle Segmente und Regionen des Konzerns betrifft.

Ergebnis

Mit dem unsolicited Corporate Issuer Rating von **BBB+** wird der VW AG weiterhin eine stark befriedigende Bonität und ein geringes bis mittleres Ausfallrisiko attestiert. Die insgesamt soliden und sich in den letzten Jahren positiv entwickelnden Fundamentaldaten der Finanzkennzahlenanalyse und der qualitativen Faktoren stützen das Ratingniveau maßgeblich. Auch wenn die Geschäftsentwicklung des Konzerns, vor allem mit Blick auf den chinesischen Markt, in der zweiten Jahreshälfte 2020 Erholungstendenzen zeigt, bleiben bis einschließlich des dritten Quartals die operativen Kennwerte merklich hinter dem Vorjahr zurück. Insgesamt begrenzt dies, zusammen mit den konjunkturellen und pandemischen Unsicherheiten, das aktuelle Ratingniveau. Zudem haben sich der technologische Wettbewerb und die regulatorischen Vorgaben in den vergangenen Jahren weiter verschärft, woraus wir erhebliche strukturelle, technologische, operative und finanzielle Erfordernisse ableiten.

Ausblick

Trotz der deutlichen Auswirkungen, die sich aus der COVID-19-Pandemie auch in Bezug auf den VW Konzern im laufenden Geschäftsjahr zeigen, haben wir den einjährigen Ausblick für das Rating bei **stabil** belassen. Dies begründen wir mit einem sukzessive verbesserten Kennzahlenniveau in den Vorjahren. Zudem erwarten wir, dass sich die wirtschaftliche Situation des Konzerns, im Zuge einer für 2021 angenommenen Relativierung der Pandemie und ihrer Auswirkungen, wieder verbessert und erachten bis dahin die Größe, Marktposition sowie die solide Finanzkraft und Kapitalmarktfähigkeit als hinreichend stabilisierende Faktoren.

Ratingrelevante Faktoren

Tabelle 1: Finanzkennzahlen | Quelle: Volkswagen AG Geschäftsbericht 2019, strukturiert durch CRA

Volkswagen AG Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen ¹	
	2018	2019
Umsatz (Mrd. EUR)	235,85	252,63
EBITDA (Mrd. EUR)	28,13	33,26
EBIT (Mrd. EUR)	13,92	16,96
EAT (Mrd. EUR)	12,15	14,03
EAT nach Abführung (Mrd. EUR)	11,83	13,35
Bilanzsumme (Mrd. EUR)	418,34	447,43
Eigenkapitalquote (%)	19,73	19,67
Kapitalbindungsdauer (Tage)	36,53	32,86
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	46,76	44,17
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	8,85	8,69
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	0,46	0,70
Gesamtkapitalrendite (%)	3,15	3,52

Allgemeine Ratingfaktoren

- + Langjährig kontinuierliches Wachstum
- + Geschäftsmodell und Strategieausrichtung (Transformationsstrategie)
- + Diversifiziertes Geschäftsmodell mit starken Marken und breitem Produktspektrum
- + Führende Marktposition und globale Marktpräsenz
- + Expandierendes Geschäft der Finanzdienstleistungen
- + Solide Finanzlage und solider Kapitalmarktzugang

- Wettbewerbsintensives zyklisches Geschäftsmodell; Krisen- und Konjunkturanfälligkeit
- Genereller struktureller Wandel des Automobilgeschäfts
- Innovationsdruck und Regulatorik (Flottenverbrauch, Fahrverbote, Lieferkettengesetz etc.)
- Hohe Kapital- und Investitionserfordernisse
- Rohstoffpreisvolatilität
- (Rest-)Risiken aus der Dieseldematik und weiteren Verfahren

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 2019:

- + Positive Geschäftsentwicklung in 2019
- + Umsatzanstieg
- + Verbesserung EBITDA, EBIT und EAT
- + Gestiegene Finanzkraft
- + Solide Liquiditätslage

- Anstieg der F&E-Kosten
- Erhöhtes Net total debt / EBITDA adj.
- Hohe kurzfristige Kapitalbindung
- Gesamtkapitalrentabilität
- Bilanzsummenanstieg

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.

¹ 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.

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

Aktuelle Ratingfaktoren

- + Weltweiter Marktführer nach Umsatz und Absatz im Jahr 2019
- + Verbesserte Bruttomarge im Jahr 2019
- + Nochmals verbesserte Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse 2019
- + Ausbau des Marktanteils in 2020 bei Pkw; Modelloffensive und -politik
- + Fernost stützt die Geschäftsentwicklung 2020 und hat weiteres Wachstumspotenzial
- + Strategische Partnerschaften mit technologie- und finanzstarken Partnern
- Weltweite konjunkturelle Einbrüche resultierend aus der COVID-19-Pandemie mit einer zweiten, massiveren Welle in Europa und verbleibenden weiteren Risiken
- Erheblicher Einbruch im Fahrzeugabsatz sowie bei Umsatz und Ergebnis in 2020
- Finanzielle Belastungen im Zuge des Ausbaus der Elektromobilität
- (Geo-)Politische Spannungen, Handelsstreitigkeiten und Protektionismus
- Leichte Verfehlung des CO₂-Flottenverbrauchsziels 2020 wahrscheinlich
- Diverse exogene Hemmnisse in Bezug auf den Ausbau der Elektromobilität
- Zunehmende Marktkonzentrations- und Länderrisiken

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 Zukunftsergebnisse.

Prospektive Ratingfaktoren

- + Erholung der Kennzahlen auf das Niveau 2018 bzw. 2019 oder besser
- + Fortschritte bei Schadstoffemissionen, Elektrifizierung und Digitalisierung
- + Kooperationen und Partnerschaften im Forschungs- und Entwicklungsbereich
- + Zügiger Ausbau der für die Elektromobilität erforderliche Infrastruktur
- + Verstärkte staatliche Förderung der E-Mobilität und alternativer Kraftstoffe
- + Überproportionales Wachstum des Dienstleistungsgeschäfts
- Unzureichende Erholung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse 2021f
- Eintritt unvorhersehbarer aber erheblicher Ereignisse (wie z.B. Dieselthematik, Pandemie)
- Marktanteilsgewinne innovativer Wettbewerber im Zuge des technologischen Wandels
- Zurückbleiben hinter den technischen Lösungen der Wettbewerber
- Wachstumsschwäche in den Hauptmärkten; zunehmende Handelshemmnisse
- Weitere Verschärfungen von Emissions- und Sicherheitsbestimmungen
- Realisierung von Risiken aus Globalisierungskritik und (geo-)politischen Spannungen
- Anhaltend behindernde Rahmenbedingungen in Bezug auf den Ausbau der E-Mobilität

ESG-Faktoren

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.

Im Fall der Volkswagen AG haben wir keinen ESG-Faktor mit signifikantem Einfluss identifiziert.

Nichtsdestotrotz sind die Themen rund um die Nachhaltigkeit auch für den VW Konzern kurz- aber insbesondere mittel- und langfristig zentrale Elemente der Konzernentwicklung. Auch wenn wir finanzielle Risiken für den VW Konzern in diesem Themenfeld sehen, z.B. aus den CO₂-Emissionen und in Bezug auf einen regulatorisch konformen Flottenverbrauch, so sehen wir das Unternehmen insgesamt auf einem zufriedenstellenden Weg. Dazu gehört z.B. die Verbesserung der Compliance-Systeme gemäß US-amerikanischer Auflagen, die Begebung von Green-Bonds und die Elektrooffensive im Modelportfolio des Konzerns sowie die Transformationsstrategie mit ihren Teilstrategien insgesamt.

Die grundsätzlich dem Bereich Governance zuzuordnende Dieselthematik wurde bereits in Vorjahren im Rating berücksichtigt und hatte seinerzeit in abschlägiger Weise zum Ratingniveau beigetragen. Auch wenn die Thematik weiterhin zu beobachten bleibt und weitere finanzielle Belastungen daraus zu erwarten sind, leiten wir daraus keinen nochmals expliziten Effekt auf das diesjährige Rating ab. Insbesondere da wir annehmen, dass der größere Teil der finanziellen

Auswirkungen daraus verarbeitet ist und auch da das aktuelle Ratingniveau dem in 2017 festgelegten Initialrating weiterhin entspricht. Es bleiben in Bezug auf die ESG-Faktoren nach unserer Meinung diverse Aspekte zu beobachten, ohne daraus aktuell eine ratingbeeinflussende Wirkung abzuleiten.

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:

https://www.creditreform-rating.de/pub/media/global/page_document/The_Impact_of_ESG_Factors_on_Credit_Ratings.pdf

Best-Case Szenario: BBB+

In unserem Best-Case-Szenario für ein Jahr gehen wir von einem Rating von BBB+ aus. Darin erwarten wir, dass sich die Geschäftsentwicklung des VW Konzerns, nach einem schwachen und von außergewöhnlichen Effekten beeinflussten Jahr 2020, mit dem Jahr 2021 wieder deutlich verbessert und sich dem Niveau des Jahres 2018 annähert. Vor dem Hintergrund des hohen Investitions- und Kapitalbedarfs im Zusammenhang mit dem Transformationsprozess und regulatorischen Herausforderungen, verbleibenden Rechts- und Finanzrisiken aus der Dieselthematik und anderen Sachverhalten, dem Aufkommen neuer, innovativer Wettbewerber und einer weiterhin besorgniserregenden Krisensituation mit weltweiten Konjunkturreinbrüchen in Folge der COVID-19-Pandemie, bleibt das Ratingniveau in diesem Szenario auf das aktuelle Niveau begrenzt. Auch da wir für das kommende Jahr noch keine Entwicklung der Finanzkennzahlen erwarten, welche für ein Upgrade erforderlich wäre.

Worst-Case Szenario: BBB

Im Worst-Case-Szenario für ein Jahr gehen wir von einem Downgrade des Ratings auf BBB aus. Diese Herabstufung wäre im Falle einer auffälligen Verschlechterung der Geschäftsentwicklung in 2020 zu prüfen, die nochmals merklich unterhalb der im Zwischenbericht per September 2020 angegebenen prozentualen Rückgänge bei Umsatz und Jahresergebnis liegt. Dies allerdings in Verbindung mit einer absehbar ausbleibenden Geschäftserholung 2021, sodass das zu erwartende Ergebnisniveau der Finanzkennzahlenanalyse für das Geschäftsjahr 2021 unter dem des Jahres 2016 liegt. Zudem könnten ein überproportionaler Ausbau der Verschuldung, weitere Effekte aus der COVID-19-Pandemie oder aus anderen exogenen Faktoren einen verschlechterten Ausblick oder ein Downgrade bedingen. Unsere Einschätzung zu wichtigen quantitativen und qualitativen Fundamentalfaktoren sichern das Rating vorläufig nach unten ab.

Geschäftsentwicklung und Ausblick

Trotz hoher Ergebnis- und Finanzbelastungen in Folge der Dieselthematik, die im September 2015 ihren Anfang nahm, konnte der VW Konzern in den letzten Geschäftsjahren profitabel wachsen und seine Marktposition als weltweit führender Automobilhersteller behaupten. Der zufriedenstellende Geschäftsverlauf hat auch zu einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnisse unserer Finanzkennzahlenanalyse beigetragen.

Mit einem Umsatz von 252,63 Mrd. EUR (Vorjahr: 235,85 Mrd. EUR), davon 80,6% im Ausland, erzielte der VW Konzern im Jahr 2019 einen Jahresüberschuss von 14,03 Mrd. EUR (Vorjahr: 12,15 Mrd. EUR). Maßgeblich Faktoren hierfür waren das gestiegene Absatzvolumen 2019 auf einen Wert von 10,96 Millionen Fahrzeugen (+0,5%), Verbesserungen im Produktmix und in der Preispositionierung sowie die Ausweitung des Vertragsbestands im Segment Finanzdienstleistungen, das wesentliches Element der Geschäftsausweitung und Diversifizierung bleibt. Dabei

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.

profitierte der Konzern weiterhin von einer hohen Nachfrage nach SUV-Modellen. Negativ wirkten sich Sondereinflüsse von -2,3 Mrd. EUR (Vorjahr: -3,2 Mrd. EUR) im Zusammenhang mit der Dieselthematik, Vorleistungen für neue Produkte in Rahmen der Umsetzung der Elektrooffensive sowie negativen Währungseffekten aus. Einen negativen Einfluss auf das Ergebnis hatten zudem, infolge des hohen Investitionsvolumens, gestiegene Abschreibungen. Darüber hinaus wurde das operative Ergebnis durch gestiegene Forschungs- und Entwicklungskosten von 14,31 Mrd. EUR (Vorjahr: 13,64 Mrd. EUR) belastet. Hierbei waren eine kontinuierliche Erweiterung und Erneuerung der Modellreihen, die Elektrifizierung des Fahrzeugportfolios, eine effizientere Motorenpalette sowie Digitalisierung und neue Technologien zukunftssträchtige Schwerpunkte. Rund 36,1% der Entwicklungskosten wurden aktiviert.

Im Geschäftsjahr 2019 erzielte der Konzern ein EBIT von 16,96 Mrd. EUR (Vorjahr: 13,92 Mrd. EUR) und eine EBIT-Marge von 6,7 % (5,9 %), was wir im Branchenvergleich als zufriedenstellend erachten. Vor Sondereinflüssen konnte ein EBIT von 19,30 Mrd. EUR ausgewiesen werden. Alle Hauptsegmente, mit Ausnahme des Bereichs Power Engineering, konnten einen positiven Beitrag zu diesem Ergebnis beisteuern.

Während das Beteiligungsergebnis mit 3,35 Mrd. EUR weitgehend unverändert blieb und sich das übrige Finanzergebnis von -0,34 Mrd. deutlich verbesserte, hat sich infolge des gestiegenen Refinanzierungsvolumens sowie der Einführung des IFRS 16 das Finanzergebnis insgesamt auf 1,40 Mrd. EUR (Vorjahr: 1,72 Mrd. EUR) um 0,32 Mrd. EUR verringert. Allerdings übertraf das Ergebnis vor Steuern (EBT) von 18,36 Mrd. EUR den Vorjahreswert von 15,64 Mrd. EUR um 2,72 Mrd. EUR nochmals deutlich.

Abhängig von der konjunkturellen Entwicklung, wäre die Geschäftsentwicklung auf Basis der in etwa stabile Bilanzarithmetik des Jahres 2019 ausreichend gewesen, um das Rating oder den Ausblick anzuheben. Dies muss jedoch im pandemischen Umfeld entfallen. Nichtsdestotrotz sehen wir die Entwicklung der letzten Jahre als einen stabilisierenden Faktor im Rating an.

In Bezug auf die Segmentinformationen stellten sich die geschäftsbezogenen Informationen von VW für das Jahr 2019 wie folgt dar:

Tabelle 2: Segmentinformationen der Volkswagen AG - Automobilgeschäft (Konzern) | Quelle: Geschäftsbericht 2019, eigene Darstellung

Segmentinformationen (Mrd. EUR)	2019		
	Umsatz	EBIT	EBT-Marge
PKW und leichte Nutzfahrzeuge	202,27	15,61	7,7%
Nutzfahrzeuge	26,44	1,65	6,3%
Power Engineering	4,00	-0,09	-2,3%
Finanzdienstleistungen	40,16	3,21	8,0%
Konsolidierung	-20,24	-3,42	--
Konzern	252,63	16,96	6,7%

Die Tabelle verdeutlicht die vergleichsweise hohe Bedeutung des Bereichs Finanzdienstleistungen für den Konzern. Neben den rein operativen Zahlen leiten wir aus dem Segment auch qualitativ positive Effekte für das originäre Kerngeschäft Automobile ab. Zum Beispiel in Form von Kundenbindung, Modelkonfiguration/Verkaufspreisen und Kauffrequenz/Flottenaufbau. Die Umsatz- und Ergebnisrechnung des Konzerns, bereinigt um die Beiträge aus dem Bereich Finanzdienstleistungen, sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 3: Volkswagen AG - Automobilgeschäft ohne Finanzdienstleistungen (inkl. Zuordnung der Konsolidierung zwischen den Konzernbereichen Automobile und Finanzdienstleistungen) | Quelle: Geschäftsbericht 2019, eigene Darstellung

Volkswagen AG - Automobilgeschäft				
(Mrd. EUR)	2018 Ist	2018 Marge	2019 Ist	2019 Marge
Umsatz	201,07	--	212,47	--
EBITDA	26,71	13,3%	29,71	13,3%
EBIT	11,13	5,7%	13,75	5,5%
EBT	12,86	5,7%	15,14	6,4%
EAT	10,20	4,1%	11,65	5,1%

Die Kennzahlenentwicklung 2019 des Automobilgeschäfts zeigte sich leicht verbessert und insgesamt zufriedenstellend.

In Bezug auf die rein bilanziellen Aspekte der Finanzkennzahlenanalyse des Gesamtkonzerns zeigen sich die Kennzahlen insgesamt eher stabil. Die für analytische Zwecke bereinigte Konzerneigenkapitalquote verblieb mit 19,67% auf dem Niveau des Vorjahres von 19,73%. Eigenkapitalerhöhend wirkte sich neben dem Jahresergebnis mit 1,4 Mrd. EUR der Börsengang der TRATON SE (schwere NFZ) aus, während Dividenden das Eigenkapital um rd. 2,90 Mrd. EUR schmälerten. Zudem hatte die erstmalige Anwendung des IFRS 16 einen dämpfenden Effekt. Vom Eigenkapital haben wir risikoorientiert 50% des Geschäfts- oder Firmenwertes sowie den Markenwert abgezogen. Für ein höheres Ratingniveau bietet sich eine analytische Eigenkapitalquote von größer 20% an. Insgesamt verhinderte der leicht überproportionale Bilanzsummenanstieg, der aktiv ausschließlich im Anlagevermögen stattfand, eine Verbesserung der Kennzahl, wobei die Gesamtverschuldung auf 359,4 Mrd. EUR anwuchs (Vorjahr: 338,8 Mrd. EUR; +6,1%), was auch wegen der relativen Proportionalität zum Umsatz- und Eigenkapitalwachstum in dieser Größenordnung im Rating neutral bleibt.

Tabelle 4: Volkswagen AG | Quelle: Zwischenbericht Januar bis September 2020

Volkswagen AG			
(Mrd. EUR) Zwischenbericht 3. Quartal 2020	Q1 - Q3 2019 Ist	Q1 - Q3 2020 Ist	Abweichung
Umsatz	186,62	155,49	-16,7%
Bruttoergebnis	36,38	23,33	-35,9%
EBIT	13,54	1,69	-87,5%
EBT	14,64	2,25	-84,6%
EAT	11,15	1,73	-84,5%

Ließen die internationalen Daten bereits in 2019 eine merkliche konjunkturelle Abkühlung der Weltwirtschaft erkennen, so wurde im Zuge der weltweit grassierenden COVID-19-Pandemie auch der zuletzt positive Trend zur Geschäftsentwicklung von VW bereits im 1. Quartal 2020 jäh unterbrochen. Aufgrund hoher Ansteckungsgefahr und gestörter Lieferketten hat VW einen Großteil der Werke in Europa und Nordamerika vorübergehend geschlossen. Die Auslieferungswerte gingen nach einem ersten Einbruch im Januar 2020 (-5,2%) bereits im Februar (-24,6%) erheblich zurück und wiesen per Halbjahr mit -27,4% im Vorjahresvergleich einen nochmals schlechteren Wert auf. Zuerst entspannte sich die Situation in China, wo die Ausbreitung des COVID-19-Virus ihren Ursprung hatte, was einen wichtigen stützenden Effekt auf das Geschäft von VW entfaltet. Bis einschließlich des 3. Quartals 2020 weisen die kumulierten Mengendaten des Konzerns Negativwerte in beachtlicher Größenordnung auf. Auch wenn sich das 3. Quartal diesbezüglich entspannt hat, konnte das Vorjahresquartal noch immer nicht erreicht werden.

Die Auslieferungen an Kunden sanken bis Ende September demnach im Vorjahresvergleich um 18,7%, der Absatz um 21,0% und die Produktion um 23,4%. Insgesamt liegt VW damit im Bereich des allgemeinen Branchentrends. Bei den Umsatzerlösen musste VW bis einschließlich September einen Rückgang von 16,7% auf 155,49 Mrd. EUR hinnehmen. Deutliche Rückgänge waren in nahezu allen Produktbereichen und Regionen zu verzeichnen. Eine Ausnahme ist bislang das Segment Finanzdienstleistungen, welches sich im Umsatz leicht über Vorjahr entwickelte.

Ergebnisseitig zeigt sich der Einbruch in 2020 noch deutlicher. Nach der originären Gewinn- und Verlustrechnung ist der Bruttogewinn um 35,9% auf 23.330 Mrd. EUR eingebrochen, was ausschließlich dem Konzernbereich Automobile zuzurechnen war. Der Bereich Finanzdienstleistungen zeigte auf dieser und den weiteren Ebenen ebenfalls erhebliche Ergebnismrückgänge zum Vorjahr auf, allerdings stellen sich das EBIT mit 1,79 Mrd. EUR (Vorjahr: 2,23 Mrd. EUR) und das EBT mit 1,81 Mrd. EUR (Vorjahr 2,26 Mrd. EUR) vergleichsweise gut dar und verdeutlichen nach unserer Meinung den ausgleichenden Effekt im Leistungsportfolio des Konzerns. Auf Konzernebene hat sich das Ergebnis nach Steuern um 84,5% auf 1,73 Mrd. EUR drastisch verringert. Insgesamt sind die Ergebniswerte per September 2020 in Bezug auf die Ratingeinschätzung krisenbedingt wenig zufriedenstellend, jedoch erklärlich und soweit bekannt, branchenkonform. Wir erwarten jedoch, dass sich diese außerordentlichen Effekte in dieser Form und Größenordnung in 2021 nicht wiederholen werden, sofern die weltweit grassierende Pandemie beherrscht werden kann. Dennoch verdeutlicht diese Entwicklung, dass VW, auch als weltweit größter Automobilkonzern, erhebliche Reaktionen auf exogene Faktoren und Entwicklungen zeigen kann.

Die weiteren Folgen der COVID-19-Pandemie sind weiterhin noch ungewiss und eine verlässliche Prognose ist kaum möglich. Insofern bleibt auch VW in seinem Ausblick per September 2020 vage. VW geht danach weiterhin von erheblich negativen Auswirkungen aus der Pandemie für das Gesamtjahr 2020 aus und führt darüber hinaus einen steigenden Wettbewerb, volatile Rohstoffpreise und Devisenmärkte sowie sich verschärfende Emissionsgrenzwerte als Herausforderungen an. Erwartet wird immerhin ein positives operatives Ergebnis, sowohl vor als auch inklusive von Sondereinflüssen (z.B. Dieseldramatik). VW geht davon aus, das europäische CO₂-Flottenziel in Europa um rund 1 Gramm zu verfehlen und hat dafür Rückstellungen gebildet. Allerdings ist der unternehmensspezifische Zielwert erst noch final zu ermitteln und vom verkauften Modellportfolio abhängig. Wir gehen davon aus, dass hemmende Rahmenbedingungen bzgl. der Elektrifizierung der Flotte aber auch Softwareschwierigkeiten mit neuen Modellen (VW ID.3) und die COVID-19-Pandemie den Mix negativ beeinflusst hat und vermuten Chancen, dass VW im kommenden Jahr das CO₂-Flottenziel einhalten kann.

Weiterhin ist hervorzuheben, dass die geographische Diversifizierung mit solider Marktpositionierung in Westeuropa und China zur stabilen Geschäftsentwicklung beitrug. Kritisch sehen wir aus politischen und potenziell protektionistischen Gründen die zunehmende Abhängigkeit vom chinesischen Markt, was die Länderrisiken erhöht, jedoch für die nächsten Jahre weitere erhebliche Wachstumschancen verspricht. Stabilisierend sehen wir die allgemeinen Stützungsmaßnahmen für die Wirtschaft der Bundesregierung, weiterer EU-Staaten und ihrer Institutionen an.

Die Finanzsituation von VW zeigt sich nach unserer Meinung insgesamt unverändert solide. Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit konnte um 5,5 Mrd. EUR auf 18,3 Mrd. EUR gesteigert werden, was auch einer geringeren Bevorratung und geringeren Forderungen im Finanzierungsgeschäft geschuldet war. Maßnahmen der Außenfinanzierung (netto 17,84 Mrd. EUR), Z.B. in Form von Hybridkapital und kurzfristigen Finanzschulden, sehen wir vor dem Hintergrund der Gesamtsituation eher positiv und nehmen es als Nachweis einer weiterhin uneingeschränkten Kapitalmarktfähigkeit. Entsprechend hoch valuierten die Zahlungsmittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens von in Summe 66,22 Mrd. EUR (31.12.2019: 42,69 Mrd. EUR) und

ließen keine Zweifel an der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit des Konzerns aufkommen. Im September 2020 emittierte VW erstmals Greenbonds im Gesamtvolumen von 2 Mrd. EUR. Positiv sehen wir die allgemeine und die zuletzt angepasste Dividendenpolitik.

Strukturrisiko

Als einer der weltweit führenden Automobilhersteller ist VW in allen wesentlichen Märkten vertreten. Muttergesellschaft ist die Volkswagen AG mit Sitz in Wolfsburg. Der Konzern bestand per 31.12.2019 aus 865 vollkonsolidierten Unternehmen und weiteren 551 assoziierten Unternehmen und Beteiligungen. In Summe gehörten damit zur Gesamtgruppe 1.416 Unternehmen (Vorjahr: 1.328), weshalb in Bezug auf den Konzern und die Gesamtgruppe von einer komplexen Struktur mit erheblicher Dynamik gesprochen werden kann.

Unternehmensgegenstand sind die Entwicklung, Herstellung und der Vertrieb von Motoren, Pkw, leichten Nfz, Lkw, Bussen, Motorrädern sowie das Geschäft mit Originalteilen, Großdieselmotoren, Turbomaschinen, Spezialgetrieben, Antriebskomponenten und Prüfsystemen. Ergänzt wird das Geschäft durch das Segment Finanzdienstleistungen, welches die Händler- und Kundenfinanzierung, das Fahrzeugleasing sowie innovative Mobilitätsangebote bündelt.

Zum Bilanzstichtag 31.12.2019 hielt die Porsche Automobil Holding SE 31,3% der Aktien der VW AG. Weitere Hauptaktionäre waren die Qatar Holding LLC (14,6%), das Bundesland Niedersachsen (11,8%) sowie die aus- und inländischen institutionellen Investoren (29,4%). Die übrigen Anteile stehen im Streubesitz (12,9%). Abweichend von der Kapitalverteilung entfielen 53,1% der Stimmrechte auf die Porsche Automobil Holding SE, 20,0% auf das Bundesland Niedersachsen und 17,0% auf die Qatar Holding LLC sowie 9,9% auf die übrigen Aktionäre². Gemäß „VW-Gesetz“ können wichtige Beschlüsse nur mit einer Stimmenmehrheit von mehr als 80% getroffen werden. Dies führt dazu, dass das Bundesland Niedersachsen mit seinem Stimmenanteil von 20% maßgeblich die Geschicke bei VW mit beeinflussen kann.

Die Marken von VW sind in eigenen Gesellschaften rechtlich verselbstständigt. Jede Marke des Konzerns wird von einem Markenvorstand geleitet, der im Kontext der Konzernvorgaben die eigenständige Entwicklung sowie den Geschäftsbetrieb der jeweiligen Marke sicherstellt. VW verfügt über ein umfassendes Produktportfolio, das auf unterschiedlichste Käuferschichten ausgerichtet und sehr gut diversifiziert ist. Das Spektrum im wichtigen Pkw-Bereich erstreckt sich dabei mit den Marken Skoda und VW über Produkte für den breiten, kosten- bis qualitätsbewussten Massenmarkt inkl. vergleichsweise günstigen und verbrauchsarmen Kleinstwagen bis hin zur komfortablen Limousine und großen SUVs, über das sportive, design- und qualitätsorientierte Segment der Marken SEAT und CUPRA, hin zum Premiumsegment mit der Marke Audi bis hin zu (Sport-)Luxusfahrzeugen der Marken Porsche, Lamborghini und Bentley, welche hohe Standards hinsichtlich Ästhetik, Dynamik, Technik und Qualität erfordern. Im Zusammen mit einer am 10.12.2020 via Webcast vorgestellten Markenpositionierung, im Rahmen der Strategie Together 2025+, kann von feinen Marken- und Modelldifferenzierungen für unterschiedliche Käuferschichten und Regionen gesprochen werden. Dies mit dem Ziel, Absatz und Ertrag zielgenau zu steigern. Hinzu kommen Lastkraftwagen, Nutzfahrzeuge und Busse der Marken MAN, SCANIA und VW sowie Motorräder der Marke Ducati. Die produktbezogene Vielfalt trägt nach unserem Verständnis maßgeblich zur soliden Marktpositionierung von VW bei, erzeugt aber auch hohe Herausforderungen an Design und technologische Entwicklung, die seitens VW teils mit Baukastensystemen abgemildert werden. Insbesondere im Pkw Produktsortiment spielen dabei zunehmend Hybridfahrzeuge und vollständig elektrifizierte Fahrzeuge wie der ID.3 und ID.4 eine Rolle, was der Unternehmensstrategie und den regulatorischen Anforderungen

² Zu Zeitpunkt des Ratings entfielen laut unseren Ansprechpartnern der Investor Relations Abteilung von Volkswagen 53,3% der Stimmrechte auf die Porsche Automobil Holding SE.

an Verbrauchs- und Emissionswerte folgt. Im Rahmen dieser Transformationsstrategie möchte VW im Konzern in den kommenden Jahren, gemäß öffentlichen Quellen, insgesamt 150 Mrd. EUR und davon 73 Mrd. EUR in die Elektrooffensive investieren.

Im Rahmen seiner globalen Präsenz verfügt VW über insgesamt 123 nationale und internationale Produktionsstandorte, was angesichts aktueller protektionistischer Strömungen als struktureller Vorteil interpretiert werden kann. Neben eigenen Niederlassungen stützt sich VW beim Vertrieb im In- und Ausland auf ein dichtes Händler- und Importeur-Netzwerk, das dem Unternehmen eine gute Marktabdeckung ermöglicht. Obwohl das Vertriebsnetzwerk relativ granular ist und VW durch dezidierte Verträge Einflüsse auf die Händlerschaft nimmt, sind Risiken hinsichtlich bestehender Eigeninteressen des Automobilhandels nicht auszuschließen. Ähnliches gilt für den Einkauf, wo einzelne Lieferanten, mit teils deutlich geringerer Bonität, aufgrund produkt- und marktspezifischer Faktoren über eine vergleichsweise starke Stellung gegenüber VW verfügen könnten.

Ein strukturelles Risiko ergibt sich für VW auch aus den sich abzeichnenden Veränderungen in der Automobilindustrie, wo Digitalisierung, Elektrifizierung und Konzepte für autonomes Fahren die Automobilhersteller vor großen technologische, strukturelle und finanzielle Herausforderungen stellt. Hinzu kommen kürzer werdende Innovationszyklen und der Markteintritt neuer, innovativer Wettbewerber. Mit dem Strategieprogramm „Together – 2025 bzw. 2025+“ hat VW einen grundlegenden Strukturwandel eingeleitet, der dem Unternehmen die erfolgreiche Bewältigung der Zukunftsaufgaben ermöglichen soll. Wir sehen dies grundsätzlich positiv.

Inklusive seiner chinesischen Gemeinschaftsunternehmen beschäftigte VW Ende des Jahres 2019 667.748 Mitarbeiter, was gegenüber dem Vorjahr einem Zuwachs von 1,8% entspricht. Davon waren 44,1% (+1,4%) im Inland und 55,9% (+2,2%) im Ausland beschäftigt. Als Folge eines Systemwechsels zur E-Mobilität und Digitalisierung werden Arbeitsplätze in der bisherigen Produktion abgebaut, woraus Sonderlasten resultieren könnten. Im Gegenzug sollen zur Bewältigung des bevorstehenden technologischen und unternehmerischen Wandels in den kommenden Jahren mehr als 4.500 neue Arbeitsplätze entstehen. Per 30.09.2020 war die Gesamtbelegschaft marktbedingt und aufgrund nicht erfolgtem Fluktuationsersatz auf 664.196 gesunken.

Ungeachtet der COVID-19-Pandemie will VW die Elektrooffensive vorantreiben. Wir halten dies für plausibel. Im Sommer 2020 wurden der ID.3 und nachfolgend der ID.4 (E-Autos auf MEB-Basis) an Kunden ausgeliefert. Bis 2025 sollen mindestens 1,5 Mio. E-Autos pro Jahr verkauft werden. Darüber hinaus sollen die digitalen Kernbereiche ausgebaut werden. Mit der Umsetzung der Roadmap Digitale Transformation (bis zu 4 Mrd. EUR Investitionen) plant der Konzern ab 2022 eine Rendite von 6% zu erwirtschaften. Beim Ausbau der Car.Software-Organisation (mehr als 7 Mrd. EUR Investitionen) will VW in der Zukunft erhebliche Skaleneffekte generieren. Wir schließen nicht aus, dass das Ausmaß des Erfolges zur E-Mobilität des Konzerns ein potenzieller, ratingrelevanter ESG-Faktor in den kommenden Jahren werden kann, was ungeachtet steigender Absatzzahlen bzgl. dieser Antriebsart auch von der relativen Entwicklung zu anderen Anbietern und deren technologischen Lösungen aber auch von regulatorischen Vorgaben abhängen kann. Begrenzende Faktoren der Offensive sind nach unserer Meinung ein ausreichender Zugang zu Batterieproduktionskapazitäten und vorab zu seltenen Erden für deren Herstellung, ein unzureichender Ausbau der Ladeinfrastruktur und zu hinreichend spezifisch geschultem Personal (E-Produktion und IT/Software). Mit der Gründung eines Joint-Ventures zusammen mit dem schwedischen Batteriehersteller Northvolt und der Errichtung einer Produktionsstätte in Salzgitter plant der Konzern eigene Kapazitäten und Know-How im Konzern aufzubauen.

Die strukturellen und personellen Faktoren, das Zukunftskonzept sowie die geplanten Investitionen in innovative Technologien und Mobilitätslösungen sind zu begrüßen. Allerdings sind in

den kommenden Jahren erhöhte Belastungen infolge der bevorstehenden automobilen Transformation und durch die Dieseldiskussion einzurechnen. Zusätzlich werden die negativen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie und deren allgemeinen negativen konjunkturellen Folgen die laufende Geschäftsentwicklung des Konzerns stark beeinträchtigen.

Insgesamt sehen wir das strukturelle Risiko, vor dem Hintergrund der finanziellen, technologischen, geopolitischen sowie unerwarteten externen Herausforderungen – wie aktuell der Pandemie – als leicht erhöht, aber immer noch als beherrschbar an. Im Zusammenhang mit der Transformationsstrategie des Konzerns könnte auch die Konzernstruktur, z.B. hinsichtlich der Produktionsstandorte, erheblichen Veränderungen und Herausforderungen unterliegen.

Geschäftsrisiko

Das Geschäftsmodell des VW Konzerns ist das Automobilgeschäft, wobei VW große Teile der Wertschöpfungskette abdeckt und ein breites Spektrum an Produkten und Dienstleistungen anbietet. Als globaler Anbieter der Automobilindustrie ist VW essentiell von einer gut funktionierenden internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit abhängig. Entsprechend könnten Handelshemmnisse, wie sie sich zurzeit in Form eines zunehmenden Protektionismus, dem erfolgten BREXIT und dem anstehenden Ausscheiden Großbritanniens aus dem europäischen Binnenmarkt, den Handelskonflikt zwischen China und den USA, der sog. Fridays for Future-Bewegung oder globalisierungskritischen Äußerungen zu Nachfragerückgängen und Ergebniseinbußen sowie zu negativen FX-Effekten führen. Um sich gegen solche Entwicklungen abzusichern, hat VW seine Produktion weltweit in den relevanten Zielmärkten etabliert und entsprechende Strukturen auch für sein Lieferantensystem geschaffen und ist bestrebt seine Modelpalette den aktuellen Trends und Megatrends anzupassen.

Das Branchenrisiko ist statistisch gesehen im Heimatmarkt des Konzerns gering. Insbesondere größenbedingt sehen wir eine kurz- bis mittelfristige Bestandsgefährdung als wenig wahrscheinlich an. Als zyklisches Unternehmen ist VW erhöhten Konjunkturschwankungen ausgesetzt, welche zu stärkeren Nachfragerückgängen und Ergebniseinbußen führen können. Allerdings können die globale Präsenz und gute Marktetablierung von VW relativierend angeführt werden, die das Unternehmen vergleichsweise gut in die Lage versetzen, Nachfrageschwankungen auszugleichen, was ihm allerdings vor dem Hintergrund der aktuell weltweiten Krise nicht hinreichend gelingt. VW gehört damit bislang zu den Unternehmen, die überproportional zur Gesamtwirtschaft, von der Krise betroffen sind.

Auch hinsichtlich der eingeschlagenen Neuausrichtung zu Elektromobilität, Digitalisierung, neuen Mobilitätsdiensten und Autonomem Fahren ist der VW Konzern, neben hohen Investitions- und Innovationserfordernissen, auch erheblichen technologischen Herausforderungen ausgesetzt. Um die CO₂-Emissionen seiner Flotte zu senken, plant VW in den kommenden fünf Jahren 73 Milliarden Euro in die E-Mobilität zu investieren – knapp 50% vom gesamten Investitionsbudget. Im Laufe der nächsten zehn Jahre plant VW knapp 70 neue Elektromodelle auf den Markt zu bringen. Um seine führende Wettbewerbsposition zu behaupten, sieht sich VW gefordert mit intensiver Forschungs- und Entwicklungsarbeit die Kreation neuer Technologien in der E-Mobilität voranzutreiben und zielgerichtete strategische Partnerschaften einzugehen. Wir gehen davon aus, dass die Elektromobilität kurz- bis mittelfristig überproportionale Wachstumsraten aufweisen wird. Laut der Analyse des CAM 2019 (Center of Automotive Management) sei ab 2020 mit starken Zuwächsen der Elektromobilität insbesondere in Europa zu rechnen. Im Jahr 2019 stieg Deutschland zum drittgrößten E-Fahrzeugmarkt mit rund 109.000 neu zugelassenen E-Autos (+50%) auf.

Durch die Konversion vom Verbrenner zur Elektromobilität holt der Konzern Teile der Produktion von außen wieder in die eigenen Werke zurück. So baut VW für die Karosseriefertigung, die Elektromotoren und Batterien eigene Kapazitäten auf. Dadurch steht der Automobilhersteller

in zunehmender Konkurrenz zu eigenen Zulieferern. Als eine große Herausforderung ist der Bedarf nach IT-Experten in Zeiten eines Fachkräftemangels zu sehen, was mitunter die Personalkosten merklich erhöhen könnte. Dem gegenüber steht ein potenzieller Personalabbau in der bisherigen Produktion der Verbrennerfahrzeuge. Insgesamt stellt sich der Konzern nicht nur in technologischer Hinsicht, sondern auch in anderen Bereichen, wie z.B. seiner Außenkommunikation oder bei Finanzierungsaspekten, vermehrt in Richtung Nachhaltigkeit und ESG-Faktoren auf.

Dennoch identifizieren wir Risiken für die Automobilindustrie und VW in weiteren Verschärfungen von Gesetzen und Regulierungen bezüglich der bestehenden Emissions- und Sicherheitsbestimmungen, was bereits in den letzten Jahren für die Automobilhersteller teilweise erhebliche Belastungen mit sich gebracht hat. Auch Nutzungsbeschränkungen für Verbrennungsmotoren oder neue Messverfahren zur Abbildung eines normierten Fahrzyklus - unter anderem Verschärfungen des Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure (WLTP) - stellen die Automobilindustrie vor zusätzliche Herausforderungen. Infolge der zuletzt abgeflachten Diskussion um Fahrverbote für Dieselfahrzeuge in Deutschland sowie anderen europäischen Städten, ist eine mögliche Anpassung der behördlichen und gesetzlichen Vorgaben weiterhin nicht ausgeschlossen, was zu weiteren finanziellen Belastungen führen kann.

Essentielle Geschäftsrisiken für VW ergeben sich auch in operativer Hinsicht. So können Produktionsunterbrechungen oder Mehrkosten bei der Einhaltung von Qualitätsstandards negative Ergebnisauswirkungen haben. Gleichwohl sind angesichts der verzahnten Zusammenarbeit von OEM und Zulieferern und der hohen Komplexität im Lieferantennetzwerk entsprechende Risiken nicht gänzlich auszuschließen. Ähnliches gilt hinsichtlich des schwerpunktmäßig aus selbständigen Händlern und Importeuren bestehenden Vertriebsnetzwerks, woraus sich für VW gewisse Abhängigkeiten ergeben.

Infolge seiner weltweiten Ausrichtung sieht sich VW erheblichen Währungs-, Rohstoffpreis- und Rechtsrisiken gegenüber. Allerdings finden diese in Form der globalen Infrastruktur und dem Einsatz adäquater Sicherungsinstrumente eine angemessene Relativierung.

Auch hinsichtlich der Dieseldematik können die verbliebenen Rechtsrisiken, Rückrufe und die Servicemaßnahmen zu weiteren finanziellen Belastungen führen. Risiken eines Reputationsverlustes sowie zur Glaubwürdigkeit des Konzerns und seiner Marken als auch allgemein hinsichtlich der Corporate Governance-Aspekte sehen wir nicht vollständig gebannt, jedoch als geringer als in den Vorjahren an.

Insgesamt sind die Geschäftsrisiken signifikant von der Absatz- und Marktentwicklung bei Fahrzeugen, Originalteilen und der Nachfrage nach angrenzenden Finanzdienstleistungen bestimmt. Der Konzern ist weiterhin von einer funktionierenden Lieferanten- und Absatzorganisation abhängig, die im Zuge der Pandemie nachhaltigen Schaden nehmen könnte. Hinzu kommt eine hohe Komplexität im Zusammenhang mit dem umfangreichen Produktportfolio. Hohe Investitionen und kontinuierliche Innovationserfordernisse sowie ein intensiver Wettbewerb sind ebenfalls verstärkt zu berücksichtigen. Wir sind jedoch der Überzeugung, dass die Transformation in Richtung E-Mobilität und digitaler Produktlösungen bereits mittelfristig mit großen Chancen verbunden ist. Hier messen wir dem „Modularen E-Antriebs-Baukasten“ (MEB) eine wichtige Rolle zu, um die Kapazitäten im ganzen Konzern flexibler zu nutzen und dadurch Synergieeffekte und Effizienzvorteile zu erzielen. In Anbetracht der potentiellen Chancen und Risiken sehen wir VW insgesamt vergleichsweise gut aufgestellt, um die künftigen Herausforderungen zu bewältigen. Wir schätzen das Geschäftsrisiko von VW, trotz der COVID-19-Pandemie, mittel- bis langfristig moderat ein.

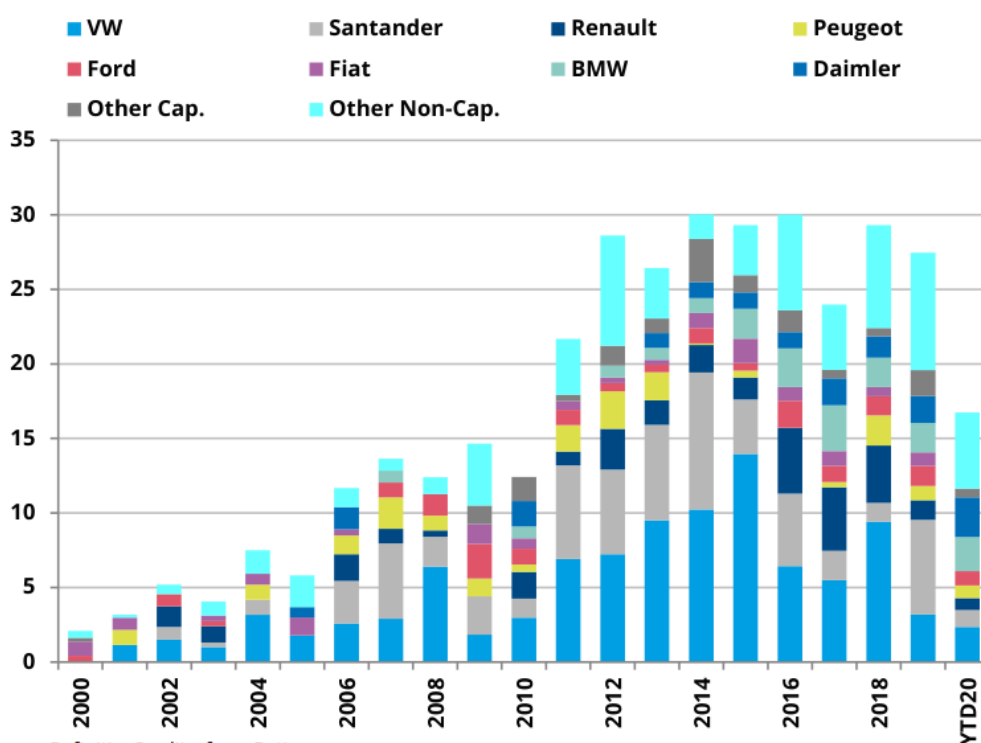
Finanzrisiko

Aus analytischen Gründen nimmt die CRA Anpassungen der originären Bilanzwerte von Unternehmen vor. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die von der CRA nach ihren Methoden berechneten Kennzahlen, sofern anderes nicht angegeben ist. Aufgrund dieser Anpassungen und grundsätzlich eigenen Berechnungsweisen von Kennzahlen, können diese von den originären Werten und Angaben der Volkswagen AG abweichen.

Bei einer nur mäßigen analytischen Eigenkapitalquote von 19,7% (Vorjahr 19,7%) verfügte VW zum Bilanzstichtag 2019 insgesamt über eine zufriedenstellende Bilanzbonität, wobei sich das Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse über die letzten Jahre kontinuierlich verbesserte. Die Netto-Finanzverbindlichkeiten im engeren Sinne (Anleihen und Finanzverbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten) beliefen sich auf 159,6 Mrd. EUR (Vorjahr: 156,8 Mrd. EUR), was dem 4,8-fachen (Vorjahr: 5,6-fachen) des EBITDA entspricht. Im Vergleich dazu wies der Konzern die analytische Kennzahl Net total debt/EBITDA adj. in 2019 mit einem Multiple von 8,7 (Vorjahr: 8,9) einen, für das hier angegebene Ratingniveau, erhöhten Wert auf. Bei der Auslegung dieser Kennzahlen ist jedoch branchen- bzw. geschäftsmodellspezifisch zu berücksichtigen, dass hierbei das kapitalintensive, von regulatorischen Anforderungen geprägte Finanzdienstleistungsgeschäft enthalten ist, welches die Kennzahlenausprägung branchenspezifisch erhöht. Dies haben wir in der Gesamtbeurteilung relativierend berücksichtigt. Ohne Berücksichtigung des Finanzdienstleistungsgeschäfts lagen die Verschuldungsquoten deutlich niedriger.

Die originären Finanzschulden von VW summieren sich zum 31.12.2019 auf 201,5 Mrd. EUR (Vorjahr: 190,9 Mrd. EUR; +10,6 Mrd. EUR). Sie setzen sich aus Schuldverschreibungen (126,9 Mrd. EUR), Bankkrediten (32,7 Mrd. EUR) sowie Verbindlichkeiten aus dem Einlagengeschäft (32,7 Mrd. EUR), Leasingverbindlichkeiten 6,2 Mrd. EUR und sonstigen Verbindlichkeiten 3,1 Mrd. EUR zusammen. Die Schulden weisen eine hinreichende Diversifizierung und Fristenstruktur auf.

Abbildung 1: Neuemissionen von Auto-ABS – Angaben in Mrd. EUR bis einschließlich 3. Quartal 2020 | Quelle: Refinitiv, Creditreform Rating



Source: Refinitiv, Creditreform Rating

Ein Element der Finanzierungsstrategie sind branchenübliche Auto-Asset Backed Securities Transaktionen (Auto-ABS). VW wies per 31.12.2019 einen Rahmen von bis zu 92,6 Mrd. EUR und einer Nutzung von 41,1 Mrd. EUR bzgl. dieser Instrumente auf. Dabei verbleibt das Risiko der vollständigen und fristgerechten Bedienung, der den Transaktionen zugrundeliegenden Forderungen, im VW Konzern. Die vorangehende Grafik verdeutlicht, dass VW in den letzten Jahren einer der größeren Akteure in diesem Kapitalmarktsegment war und grundsätzlich weiterhin ist, zuletzt jedoch deutlich geringe Volumina verbriefte.

Ein wesentlicher Teil des originären Bilanzsummenanstiegs zum 31.12.2019 auf 488,1 Mrd. EUR (+6,5%) gegenüber dem Bilanzstichtag per 31.12.2018 war auf die Ausweitung der Finanzdienstleistungen zurückzuführen. Diese wirken sich auch auf das Absatzvolumen von Fahrzeugen aus und unterstützen daher die vertrieblichen Ziele. Konjunkturelle Abschwächungen könnten diesbezüglich zu Risiken führen.

Zusätzlich ist die ab dem 01.01.2019 verpflichtende Erstanwendung des Rechnungslegungsstandards IFRS 16, die zur bilanziellen Erfassung der bisherigen Off-Balance-Verbindlichkeiten aus Operating Leasing-Verhältnissen – in Form von Nutzungsrechten auf der Aktivseite und kurz- und langfristigen Leasing-Verbindlichkeiten auf der Passivseite – zu berücksichtigen. Da wir Off-Balance-Verbindlichkeiten in unseren Ratings auch vor der Einführung des IFRS 16 grundsätzlich berücksichtigt haben, ergeben sich aus der Eingliederung der Operate-Leasing-Verhältnisse in die Bilanz keine negativen Effekte auf unsere Ratingeinschätzung.

In der Summe wies VW Ende 2019 eine solide finanzielle Ausgangslage und einen unserer Meinung nach sehr guten Kapitalmarktzugang auf, was im Hinblick auf die hohen Kapitalerfordernisse eine solide Basis darstellt und das aktuelle Ratingniveau stützt.

Im Januar 2020 hat der Konzern die Veräußerung des 76% Anteils der börsennotierten RENK AG an Triton bekanntgegeben. Da die Transaktion zu Beginn des Jahres 2021 vollzogen wird, wäre eine eventuelle Verbesserung der Verschuldungskennziffern und der Eigenkapitalquote infolge eines Liquiditätszuflusses von rund 530 Mio. EUR erst im Geschäftsjahr 2021 zu erwarten.

Der Verlauf des Geschäftsjahres 2020 und die Bilanzentwicklung sind auch hinsichtlich finanzieller Aspekte durch die COVID-19-Pandemie und Maßnahmen zur Liquiditätsabsicherung geprägt, was zu einem Anstieg der kurzfristigen Finanzschulden beitrug. Die Volkswagen International Finance N.V. hat im Juni zudem eine Hybridanleihe über 3,0 Mrd. EUR platziert und damit auch das wirtschaftliche Eigenkapital gestärkt. Im September wurden erstmals zwei Green Bonds im Volumen von 2 Mrd. EUR emittiert. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit belief sich bis September 2020 auf rd. 17,84 Mrd. EUR. Insgesamt hat sich die originäre Bilanzsumme seit Ende 2019 nochmals um 13,16 Mrd. EUR erhöht.

Positiv beurteilen wir die (Brutto-)Liquiditätslage des VW Konzerns, die laut Kapitalflussrechnung per 30.09.2020 mit flüssigen und geldnahen Mitteln von 76,3 Mrd. EUR eine hinreichend solide Größenordnung aufwies. Betrachtet man die beiden Bilanzpositionen „Zahlungsmittel, -äquivalente und Termingelder“ sowie „Wertpapiere des Umlaufvermögens“ summiert sich der Wert auf immerhin noch 66,2 Mrd. EUR. Wir nehmen an, dass der Unterschiedsbetrag in den sonstigen kurzfristigen Forderungen und finanziellen Vermögenswerten enthalten ist, die sich zum Ende des 3. Quartals auf 39,5 Mrd. EUR summierten. Insbesondere wegen der im Vorjahresvergleich geringen finanziellen Belastung aus Working-Capital-Veränderungen wies der Brutto-Cashflow aus dem laufenden Geschäft einen zum Vorjahr (12,76 Mrd. EUR) verbesserten Wert von 18,30 Mrd. EUR auf.

Im Bereich der Währungs- und Zinssicherung werden einschlägige Sicherungsinstrumente eingesetzt, sodass wir auch diesbezüglich eine hinreichende Absicherung annehmen.

Nach einem aus Ratingsicht zufriedenstellenden Geschäftsjahr 2019 zeichnet sich für VW eine Verschlechterung der Finanzkennzahlen 2020 ab, was im Rating auch durch die Finanzsituation und Finanzkraft, zumindest vorläufig, kompensiert wird. Da der Automobilssektor eine der stärker von der Pandemie betroffenen Branchen ist und ihre Dauer derzeit noch immer ungewiss bleibt, ist erst im Laufe des Jahres 2021 mit einer annähernd hinreichenden Geschäftserholung zu rechnen. Unserer Meinung nach hat VW in den letzten Wirtschaftsjahren und auch zuletzt, einen hinreichenden finanziellen Headroom geschaffen, um den massiven negativen wirtschaftlichen Trend der letzten Monate vergleichsweise gut zu überstehen. Jedoch sehen wir bei einer nur sehr langsamen konjunkturellen und branchenspezifischen Erholung die Möglichkeit einer Verschlechterung unserer Einschätzung zu den Finanzrisiken, was unterjährig Druck auf das Rating bzw. den Ausblick erzeugen könnte.

Insgesamt beurteilen wir die Finanzrisiken des VW Konzerns zunächst weiterhin als moderat, mit einer Tendenz zu leicht erhöht. Dennoch bewerten wir die Finanz- und Liquiditätsslage sowie die Kapitalmarktfähigkeit als stabilisierende Faktoren im Rating. Zusammen mit einer ausgewogenen Fristenstruktur der Finanzierung erscheinen die Herausforderungen, trotz der aktuellen Krisensituation, beherrschbar, wenngleich durch die gestiegene Verschuldung bei unzureichender Geschäftserholung in den Folgeperioden, eine daraus resultierende, länger anhaltende Verschlechterung des Finanzkennzahlenniveaus nicht ausgeschlossen werden kann und negative Auswirkungen auf unsere Ratingeinschätzung nicht gänzlich auszuschließen sind.

Issue Rating

Weitere Issuer Ratings

Neben der Volkswagen AG wird folgende Emittentin und ihre weiter unten genannten Emissionen im Rahmen dieses Ratings betrachtet:

- Volkswagen International Finance N.V.

Die Volkswagen International Finance N.V., Amsterdam/Niederlande (im Folgenden auch VIF oder Emittentin genannt) ist eine Aktiengesellschaft nach niederländischem Recht. Sie wurde am 15. April 1977 gegründet und ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Volkswagen Finance Luxembourg S.A, die ihrerseits eine 100%ige Tochtergesellschaft der Volkswagen AG ist, welche damit in Bezug auf die hier beurteilte VIF die beherrschende Einheit darstellt. Die VW AG wiederum wird von der Porsche Holding SE beherrscht. Aufgabe der VIF ist die Finanzierung von und die Beteiligung an zum Konzern der VW AG gehörenden Unternehmen, wobei zum VW-Konzern eine Reihe weiterer Finanzierungsgesellschaften gehören.

Der wesentliche Geschäftszweck der VIF ist die Aufnahme von Kapital zur Finanzierung des VW Konzerns. Die VIF beteiligt sich, neben anderen Gesellschaften des VW Konzerns, am 30 Mrd. EUR Debt Issuance Programm (DIP) sowie am 15 Mrd. EUR Multi-Currency Commercial Paper Programm der Volkswagen AG. Hinsichtlich der Emissionen unter den oben genannten Programmen (Anleihen und Commercial Paper) bestehen unwiderrufliche und unbedingte Garantiezusagen der Volkswagen AG.

Aufgrund der strategischen, finanziellen, gesellschafts- und haftungsrechtlichen Verflechtungen ist eine Ratingbeurteilung der Volkswagen International Finance N.V. nur im Konzernzusammenhang sinnvoll. Folglich leiten wir das unsolicited Corporate Issuer Rating der Volkswagen International Finance N.V. vom unsolicited Corporate Issuer Rating der Volkswagen AG ab und stellen es dem unsolicited Corporate Issuer Rating der Volkswagen AG gleich (**BBB+ / stabil**).

Wesentliche Emissionsmerkmale

Die hier betrachteten Schuldverschreibungen sind ausschließlich die in EUR denominierten Long-Term Senior Unsecured Issues (Anleihen) die unter dem DIP emittiert werden sowie Anleihen die außerhalb des DIP emittiert wurden, sofern Sie über gleichartige Emissionsmerkmale und eine dem DIP entsprechende Garantiezusage der Volkswagen AG verfügen. Dies, sofern sie Teil der Liste der EZB-zulässigen, marktfähigen Assets sind und sie von der Volkswagen AG oder der Volkswagen International Finance N.V. begeben wurden. Die EZB-Liste der zulässigen marktfähigen Assets ist auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank erhältlich.

Die hier betrachteten Schuldverschreibungen begründen nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentinnen, die untereinander und mit allen anderen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentinnen gleichrangig sind. Das DIP hat ein Nominalvolumen von aktuell bis zu 30 Mrd. EUR. Gemäß aktuellem Basisprospekt vom 06.05.2020 garantiert die VW AG unbeding und unwiderruflich für eine ordnungsgemäße und pünktliche Zahlung von Kapital und Zinsen sowie sonstiger auf die Schuldverschreibungen zahlbarer Beträge. Darüber hinaus profitieren die unter dem DIP emittierten Schuldverschreibungen von Negativverpflichtungen der Emittentinnen und einer Cross-Default-Bestimmung. Gleichartige Emissionsbedingungen liegen nach unserer Kenntnis auch für weitere, nicht unter dem DIP emittierten Schuldverschreibungen vor, die somit im unsolicited Corporate Issue Rating eingeschlossen sind.

Ergebnis Corporate Issue Rating

Wir leiten das unsolicited Corporate Issue Rating der hier betrachteten, in EUR denominierten, nicht nachrangigen und nicht besicherten Schuldverschreibungen, unter Anwendung unserer Ratingsystematik für Unternehmensemissionen, vom Unternehmensrating der Volkswagen AG bzw. der Volkswagen International Finance N.V. ab und stellen es mit dem Unternehmensrating gleich (BBB+). Sie haben damit eine hohe Kreditqualität. Der Ausblick ist ebenfalls **stabil**.

Überblick

Tabelle 5: Überblick der CRA Ratings | Quelle: CRA

Ratingobjekt(e)	Einzelheiten	
	Datum	Rating
Volkswagen AG (Issuer)	14.12.2020	BBB+ / stabil
Volkswagen International Finance N.V. (Issuer)	14.12.2020	BBB+ / stabil
Long-term Local Currency (LC) Senior Unsecured Issues	14.12.2020	BBB+ / stabil
Andere	--	n.r.

Tabelle 6: Überblick DIP 2020 | Quelle: Debt Issuance Programme Prospectus vom 06.05.2020 und eigene Darstellung

Überblick DIP			
Volumen	EUR 30.000.000.000	Laufzeit/Fälligkeit	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Emittentinnen / Garantin	Volkswagen AG (Garantin/Emittentin) Volkswagen International Finance N.V. (Emittentin)	Zins	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Arrangeur	Barclays	Währung	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Credit Enhancement	Keine	ISIN	Abhängig von der jeweiligen Anleihe

Alle in EUR denominierten Schuldverschreibungen, welche unter dem DIP emittiert sind oder zukünftig von der Volkswagen AG oder der Volkswagen International Finance N.V. begeben werden oder alle in Euro denominierten Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues, die ähnliche Emissionsbedingungen wie die unter dem DIP emittierten Schuldverschreibungen aufweisen und eine gleichartige Garantiezusage der Volkswagen AG beinhalten und die jeweils Teil der Liste der EZB-zulässigen marktfähigen Assets sind, erhalten von uns, bis auf weiteres, das jeweils aktuelle Rating für Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues der Volkswagen AG. Bis auf weiteres werden andere Emissionsklassen bzw. Programme (z.B. das Commercial Paper Programme) und Emissionen die nicht in EUR denominieren, nicht beurteilt. Die jeweils aktuellen Ratings und Informationen zum Issuer und den Issues sind auf der Internetseite der Creditreform Rating AG einsehbar.

Strukturierte Finanzkennzahlen

Tabelle 7: Strukturierte Finanzkennzahlen | Quelle: Volkswagen AG Geschäftsbericht 2019, aufbereitet von CRA

Vermögensstruktur	2016	2017	2018	2019
Anlagenintensität (%)	36,71	36,64	35,30	36,54
Kapitalumschlag	0,61	0,61	0,59	0,58
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	91,69	92,80	94,52	94,30
Quote der Zahlungsmittel (%)	9,90	9,05	11,00	9,54
Kapitalstruktur				
Eigenkapitalquote (%)	16,04	19,11	19,73	19,67
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	48,71	42,19	40,15	37,58
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	17,62	14,89	13,63	14,79
Kapitalbindungsdauer (Tage)	38,29	36,64	36,53	32,86
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	6,13	6,06	5,64	5,08
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	50,55	44,16	46,76	44,17
Gearing	4,62	3,76	3,51	3,60
Verschuldungsgrad	6,44	5,68	5,14	5,08
Finanzkraft				
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	10,98	11,44	10,92	14,77
Cashflow ROI (%)	6,42	6,91	6,15	8,34
Total debt / EBITDA adj.	10,78	9,49	10,26	9,86
Net-total debt / EBITDA adj.	9,51	8,43	8,85	8,69
ROCE (%)	5,35	10,33	8,91	9,27
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	11,86	62,08	37,72	10,63
Rentabilität				
EBIT Interest Coverage	2,40	5,96	9,00	6,72
EBITDA Interest Coverage	9,44	12,13	18,50	13,18
Personalaufwandsquote (%)	17,04	16,97	17,45	16,99
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	0,95	0,75	0,46	0,70
Gesamtkapitalrentabilität (%)	2,23	3,72	3,15	3,52
Eigenkapitalrentabilität (%)	9,74	17,33	15,66	16,45
Umsatzrentabilität (%)	2,48	4,99	5,15	5,55
Operative Rentabilität (%)	3,27	6,02	5,90	6,71
Liquidität				
Liquidität I. Grades (%)	10,64	11,51	17,23	15,42
Liquidität II. Grades (%)	64,73	72,37	81,34	84,23
Liquidität III. Grades (%)	129,91	150,17	161,14	168,88

Anhang

Ratinghistorie

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

Tabelle 8: Corporate Issuer Rating der Volkswagen AG

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Update	14.12.2020	16.12.2020	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil
Initialrating	07.06.2017	23.06.2017	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil

Tabelle 9: Corporate Issuer Rating der Volkswagen International Finance N.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Update	14.12.2020	16.12.2020	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil
Initialrating	07.06.2017	14.12.2018	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil

Tabelle 10: LT LC Senior Unsecured Issues Issued von der Volkswagen International Finance N.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Update	14.12.2020	16.12.2020	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil
Initialrating	07.06.2017	14.12.2018	Das Rating zurückgezogen wird	BBB+ / stabil

Regulatorik

Das Rating³ 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 unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne, das öffentlich ist. Die Analyse fand auf einer freiwilligen Basis durch die Creditreform Rating AG statt. Zur Erstellung des vorliegenden Ratings wurde die Creditreform Rating AG weder vom Ratingobjekt noch von anderen Dritten beauftragt.

Das Rating basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen sowie internen Evaluierungsmethoden zum Bewerten von Unternehmen und den Emissionen. Das Ratingobjekt wurde über die Absicht, dass ein unsolicited Rating erstellt bzw. aktualisiert wird, vor Feststellung des Ratings informiert.

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

Unbeauftragtes (unsolicited) Corporate Issuer / Issue Rating	
Mit Beteiligung des betroffenen Ratingobjekts oder einer verbundenen dritten Partei	Nein
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Nein
Mit Zugang zum Management	Nein

³ In diesem Regulatorischen Berichtsteil 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.

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

Die verarbeiteten Informationen und Unterlagen genügten den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite 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	Internetadresse
Rating von Unternehmen	2.3	29.05.2019	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodiken%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensratings.pdf
Rating von Unternehmensmissionen	1.0	Oktober 2016	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodiken%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensemissionen.pdf
Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings	1.3	Januar 2018	https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodiken%20DE/Grundlagen%20und%20Prinzipien%20bei%20der%20Erstellung%20von%20Ratings.pdf

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
Natallia Berthold	Analystin	N.Berthold@creditreform-rating.de

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

Name	Funktion	Email-Adresse
Philipp Beckmann	PAC	P.Beckmann@creditreform-rating.de

Am 14. Dezember 2020 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 14. Dezember 2020 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:

<https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethoden%20DE/The%20Impact%20of%20ESG%20Factors%20on%20Credit%20Ratings.pdf>

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 in dem Ratingbericht veröffentlichen.

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. Geschäftsbericht
2. Website
3. Internetrecherche

Corporate Issue Rating:

1. Corporate Issuer Rating einschließlich der darin verwendeten Informationen
2. Dokumente zur Emission/zum Instrument

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 die bewerteten Unternehmen und Emissionen (Ratingobjekte) verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Bezugnehmend auf die bewerteten Ratingobjekte 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 den folgenden Link einsehbar:

<https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>

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
Web: www.creditreform-rating.de

Vorstand: Dr. Michael Munsch
Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Hartmut Bechtold

HR Neuss B 10522