

STANDARD & POOR'S

Standard & Poor's RatingsDirect
Research

ThyssenKrupp AG

Datum der Veröffentlichung: 16. April 2003

Analysten: Olivier Beroud, London (44) 20-7826-3508;
Martin Amann, Frankfurt (49) 69-33999-122

EMITTENTENRATING

BB+/Stabil/B

BESTÄTIGTE RATINGS

ThyssenKrupp AG

Vorrangig unbesicherte Schuldverschreibungen	BB
Commercial Paper	
Landeswährung	B
Kurzfristige Schuldverschreibungen	
Landeswährung	B

Geschäftsprofil:

Durchschnittlich

Finanzprofil:

Aggressiv

Fälligkeitenprofil:

Stand 30. Sept. 2002 (ohne Leasingzahlungen)

2002-2003: € 1.075 Mio.

2003-2004: € 591 Mio.

2004-2005: € 218 Mio.

2005-2006: € 1.236 Mio.

2006-2007: € 492 Mio.

Später: € 2.071 Mio.

Besicherung:

Besicherte finanzielle Verbindlichkeiten in Höhe von € 650 Mio.

Kreditlinien bei Banken:

Per 31. Dezember 2002 rund € 5,7 Mrd. an zugesagten Kreditlinien, davon rund € 3,7 Mrd. nicht in Anspruch genommen und jederzeit verfügbar.

Historie des Emittentenratings:

21. Februar 2003	BB+/B
28. September 2001	BBB/A-2

Wesentliche Ratingfaktoren:

Stärken

- Starke Marktpositionen in den Geschäftsbereichen Steel, Elevator und Automotive
- Diversifizierte Geschäftsaktivitäten und starke geografische Streuung;
- Kompetentes und erfahrenes Management; und
- Gute Erfolgsbilanz beim Schuldenabbau seit Ende des Geschäftsjahres 2000.

Schwächen

- Hoher Schuldenstand (ungedekte Pensionsverpflichtungen werden als finanzschuldenähnliche Verbindlichkeiten angesehen);
- Engagement auf wettbewerbsintensiven Märkten mit zahlreichen Herausforderungen;
- Ähnliche Wirtschaftszyklen in den einzelnen Unternehmenssegmenten begrenzen die positiven Auswirkungen des diversifizierten Geschäftsportfolios ;
- Schwache Rentabilität und Verzinsung auf das eingesetzte Kapital (ROCE); sowie
- Notwendigkeit weiterer Verbesserungen bei der operativen Effizienz und Straffung des Geschäftsportfolios.

Rationale

In den Ratings des deutschen Industriekonzerns ThyssenKrupp AG spiegelt sich zum einen das durchschnittliche Geschäftsrisikoprofil des Konzerns und zum anderen das aggressive Finanzprofil angesichts des finanzschuldenähnlichen Charakters der ungedeckten Pensionsverpflichtungen wider.

Gestützt wird das Risikoprofil insbesondere durch das diversifizierte Geschäftsportfolio sowie die starken Marktpositionen von ThyssenKrupp. Negativ schlagen jedoch die Aktivitäten in schwierigen, zyklischen und kapitalintensiven Branchen wie Steel, Automotive, Elevator und Technologies zu Buche. Daneben ist ThyssenKrupp in weniger kapitalintensiven, dafür aber doch verhältnismäßig ausgeprägt zyklischen Bereichen wie Förder- und Anlagentechnik, militärischer Schiffsbau und Maschinenbau aktiv.

Da der Großteil dieser Aktivitäten ähnlichen Konjunkturzyklen unterworfen ist, werden die positiven Auswirkungen des vielfältigen und geografisch gut gestreuten Geschäftsportfolios auf die Kreditqualität zum Teil zunichte gemacht. Zum umfangreichen Portfolio gehören zudem bestimmte Aktivitäten mit unterdurchschnittlicher Rentabilität, was sich ebenfalls negativ auf das von ThyssenKrupp erwirtschaftete Gesamtergebnis auswirkt.

ThyssenKrupp wies für das am 30. September 2002 endende Geschäftsjahr einen Umsatz von rund € 37 Mrd. sowie einen guten operativen Cash Flow von annähernd € 2,5 Mrd. aus, was durch spürbare Verbesserungen beim Working Capital erreicht wurde. Der freie Cash Flow betrug ca. € 900 Mio..

Verglichen mit dem niedrigen Niveau in 2002 wird für 2003 mit einem Anstieg bei der Rentabilität und dem Brutto-Cash Flow gerechnet, was vor allem auf eine höhere Nachfrage und die höheren Preise bei Stahl zurückzuführen ist.

Standard & Poor's geht jedoch davon aus, dass ThyssenKrupp künftig einen deutlich geringeren freien Cash Flow auf dem niedrigen Niveau der Vergangenheit generieren wird. Dies liegt in der Erwartung begründet, dass es dem Unternehmen kaum gelingen wird, die im letzten Jahr erzielte wesentliche Verbesserung beim Working Capital zu wiederholen. Angesichts des anhaltend schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfelds ist laut Standard & Poor's zudem die Vorhersehbarkeit für die zweite Hälfte des Geschäftsjahres 2003 sowie für 2004 deutlich eingeschränkt.

Bei Einbeziehung der ungedeckten Pensionsverpflichtungen in die Berechnung der Konzernverschuldung sind die Bonitätskennzahlen schwach. So liegt das Verhältnis von Brutto-Cash Flow zu Nettoverbindlichkeiten (einschließlich Pensionsverpflichtungen) für das Geschäftsjahr 2002 bei rund 15%, während die Verschuldungsquote bereinigt um Pensionsverpflichtungen bei über 60% liegt. Ohne Pensionsverpflichtungen ergibt sich für den gleichen Zeitraum ein Verhältnis von Brutto-Cash Flow zu Nettoverbindlichkeiten von etwas unter 30% und eine Verschuldungsquote von rund 45%.

Für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen hat ThyssenKrupp zum 30. September 2002 Rückstellungen von insgesamt € 7,1 Mrd. ausgewiesen – hierbei wurden Vermögen in Höhe von € 1,6 Mrd. in Pensionsfonds bereits berücksichtigt.

Die laufenden Baraufwendungen für die Pensionspläne von ThyssenKrupp in Europa werden pro Jahr auf rund € 450 Mio. geschätzt. Von Pensionsverpflichtungen in Deutschland dürfte jedoch kurz- bis mittelfristig kein zusätzlicher Druck auf die Liquiditätssituation oder den Finanzierungsbedarf des Unternehmens ausgehen.

ThyssenKrupp kann gute Fortschritte bei der Rückführung seiner um Leasingverbindlichkeiten und Kreditverbriefungen bereinigten Verschuldung vorweisen. Sie wurde von annähernd € 9 Mrd. Ende 2000 auf nunmehr € 7,3 Mrd. reduziert, was vor allem auf Beteiligungsverkäufe und die Reduzierung des Working Capitals in 2002 zurückzuführen ist.

Ohne weitere Beteiligungsverkäufe ist der Spielraum von ThyssenKrupp zum Schuldenabbau mittels operativem Cashflow in den kommenden zwei bis drei Jahren begrenzt.

Liquidität

Die Liquidität von ThyssenKrupp bewertet Standard & Poor's als angemessen. Neben Barmitteln in Höhe von € 0,9 Mrd. zum 31. Dezember 2002 verfügt ThyssenKrupp über weitere umfangreiche Mittel von € 3,7 Mrd. in Form zugesagter Kreditfazilitäten von \$\$ 3,0 Mrd. Ende Dezember 2002 und bilateraler Kreditlinien von € 2,7 Mrd.. Diese Kreditlinien beinhalten keine „Credit Triggers“. Die im Geschäftsjahr 2003 zur Rückzahlung anstehenden finanziellen Verbindlichkeiten summieren sich auf € 1,1 Mrd., in 2004 sind es rund € 600 Mio.. Weitere, möglicherweise veräußerbare Vermögenswerte erhöhen die finanzielle Flexibilität. Eventualverbindlichkeiten dürften keine negativen Auswirkungen auf den finanziellen Spielraum von ThyssenKrupp haben.

Ausblick

Der Ausblick ist stabil. Standard & Poor's geht davon aus, dass sich die Bonitäts-Kennzahlen bei ThyssenKrupp wie das Verhältnis von Brutto-Cash Flow zu Nettoverbindlichkeiten sowie die Verschuldungsquote im Geschäftsjahr 2003 nur geringfügig verbessern werden. Für die Zukunft wird mit einem niedrigeren freien Cash Flow gerechnet, der sich eher auf dem niedrigen Niveau der Vergangenheit bewegen dürfte, da es dem Unternehmen kaum gelingen dürfte, die im letzten Jahr erzielten wesentlichen Verbesserungen beim Working Capital zu wiederholen. Die freien Cash Flows nach Investitionen und Dividendenausschüttung werden es dem Konzern kaum ermöglichen, seine Verschuldung spürbar zu reduzieren. Ein Schuldenabbau dürfte daher vor allem über die Fortführung des Veräußerungsprogramms von ThyssenKrupp erfolgen.

Unternehmensbeschreibung

ThyssenKrupp ist ein großer Industriekonzern mit Sitz in Deutschland. Der Konzern beschäftigt mehr als 190.000 Mitarbeiter, davon 45% im Ausland.

Tabelle 1: ThyssenKrupp AG – Geschäftsbereiche 2002*

(Mio. €)	Umsatz	EBITDA ¶	in % des Konzern-EBITDA	EBITDA-Marge in %	Investitionen
Steel	11.686	1.032	39	8,8	833
Automotive	6.337	430	16	6,8	452
Elevator	3.500	418	16	11,9	91
Technologies	5.806	267	10	4,6	181
Materials	8.875	191	7	2,2	69
Serv	2.549	211	8	8,3	161
Real Estate	320	141	5	n.a.	37
Corporate	45	13	0	n.a.	52
Konsolidierung	(2.420)	(55)	(2)	n.a.	(99)
Konzern	36.698	2.648		7,2	1.777

Geschäftsjahresende 30. September. ¶ Nicht um Leasingverbindlichkeiten bereinigt. n.a. = nicht aussagefähig.

Der Konzern ist in folgenden Industriezweigen tätig:

- Steel (Stahl: Edelstahl und Qualitätsflachstahl);
- Automotive (Autos: Teile, Komponenten und Systeme für Karosserie, Fahrwerk und Antriebsstrang für Pkw und Lkw);
- Elevators (Aufzüge: Herstellung und Wartung von Aufzügen, Fahrtreppen und Fahrsteigen);
- Technologies (Investitionsgüter und Technologie: verschiedene Aktivitäten wie z. B. Produktionssysteme; Maschinenbau, Werkzeugmaschinen, Herstellung schlüsselfertiger Anlagen für verschiedene Branchen und Schiffsbau);
- Materials (Werkstoffe/Dienstleistungen: hauptsächlich Stahl und Kunststoffe);
- Serv (Anlageninstandhaltung und –betrieb); und
- Real Estate (Immobilien).

Geschäftsprofil

Strategie

Seit der Fusion 1999 rationalisiert ThyssenKrupp kontinuierlich seine Aktivitäten, insbesondere im Bereich Steel. Zum Konzern gehören immer noch diverse Geschäftsbereiche mit unzureichender Rentabilität, für die Käufer gesucht werden. Zu den Prioritäten des Managements gehört die weitere Straffung und Fokussierung des Geschäftsportfolios. Standard & Poor's ist der Ansicht, dass sich die Konzernstruktur kurzfristig nicht wesentlich ändern wird. Mittel- bis langfristig wird jedoch davon ausgegangen, dass sich ThyssenKrupp stärker auf seine Kernbereiche konzentriert.

ThyssenKrupp will sowohl durch organisches Wachstum als auch mittels Akquisitionen wachsen, wobei insbesondere eine Ausweitung der Präsenz auf den Emerging Markets in Asien, Lateinamerika und Osteuropa angestrebt wird.

Branchenmerkmale

ThyssenKrupp ist in den kapitalintensiven Schwerindustriebereichen Steel, Automotives, Technologies und Elevators tätig. Zusätzlich unterliegen diese Segmente ähnlichen Wirtschaftszyklen und sind einem harten Wettbewerb mit konstantem Druck auf die Preise ausgesetzt. Einige Segmente wie z. B. Steel, Automotives und Technologies, die zusammen mehr als 60% des Umsatzes ausmachen, sind von Natur aus zyklischer als andere wie z. B. das Segment Elevators (10% des Umsatzes). In diesem Segment wird die Hälfte des Umsatzes mit stabilen und sehr profitablen Wartungsverträgen erwirtschaftet. Auch im Bereich Serv profitiert ThyssenKrupp von einigen langfristigen Verträge, mit denen man stabile Erträge erwirtschaftet.

Standard & Poor's geht davon aus, dass sich das schwierige gesamtwirtschaftliche Marktumfeld auch in absehbarer Zukunft fortsetzt.

Diversifizierung

Standard & Poor's wertet die weltweite Präsenz, das breite Kundenspektrum und die Branchendiversifizierung als einen positiven, das Rating stützenden Faktor.

Der Konzern erwirtschaftet den größten Teil seines Umsatzes in Europa. Allein auf Deutschland entfallen 35% und auf die übrigen europäischen Länder 29% des Umsatzes. Der in den USA erwirtschaftete Umsatzanteil beläuft sich auf 25%, allerdings beträgt dieser Umsatzanteil in den Segmenten Automotive und Elevator jeweils ca. 50%. Die Segmente Steel, Materials und Serv haben ihren Kundenkreis vor allem in Europa, wo 80% des Umsatzes erzielt werden.

Über die Segmente Steel und Automotive ist ThyssenKrupp besonders stark vom Zyklus in der Automobil-Branche abhängig, auf die den Schätzungen von Standard & Poor's zufolge rund ein Drittel des Konzernumsatzes entfällt. Aber auch den Trends in der Bauindustrie (12% vom Umsatz) ist der Konzern über die Segmente Elevator, Steel und Serv ausgesetzt.

Trotz der Anstrengungen, die weltweite Präsenz und die Branchendiversifizierung voranzutreiben, dürfte ein Abschwung in der deutschen Automobil- und Bauindustrie das Ergebnis von ThyssenKrupp spürbar negativ belasten.

Der größte Kunde von ThyssenKrupp ist ein Autohersteller mit einem Umsatzanteil von 5%-10%, wenn man die Umsätze aus den Segmenten Automotive und Steel zusammenrechnet. Auf die fünf größten Kunden entfallen 30-40% des Umsatzes in den Segmenten Automotive und Steel. Das ist viel, gleichwohl weniger als in vielen anderen Autozuliefererkonzernen und damit ein positiver Faktor für ThyssenKrupp.

Wettbewerbsposition / Operative Effizienz

Obwohl ThyssenKrupp durchschnittliche bis starke Wettbewerbspositionen auf zahlreichen Märkten und Branchen einnimmt, spiegelt sich das in der operativen Gewinnmarge für 2002 nicht entsprechend wider, die bei 7% (nicht bereinigt um Zinsaufwand für Pensionsrückstellungen) bzw. 8% (bereinigt um diesen Aufwand) liegt. Die insgesamt schwache operative Effizienz versucht das Unternehmen durch eine weitere Straffung des Geschäftsportfolios sowie durch interne Programme zur Effizienzsteigerung zu verbessern.

Steel

ThyssenKrupp ist aus dem im März 1999 erfolgten Zusammenschluss von Thyssen AG mit der Fried. Krupp AG Hoesch-Krupp hervorgegangen. Von dem Zusammenschluss haben insbesondere die Aktivitäten des fusionierten Konzerns in der „Carbon Steel“-Stahlherstellung profitiert. So konnte ThyssenKrupp die Produktion von 17 Mio. Tonnen Stahl an einem Standort, Duisburg, bündeln und sich auf diese Weise einen wichtigen Wettbewerbsvorteil in der europäischen Stahlherstellung sichern. Wegen der insgesamt schwierigen Marktlage können die Vorteile aus dieser Konsolidierung aber nicht exakt bestimmt werden.

Von ihrem 20-Jahrestief im ersten Quartal 2002 haben sich die Stahlpreise in Europa inzwischen um mehr als 50% erholt. Anders als in den USA sind die Preise in Europa noch nicht wieder gefallen. Warmgewalzter Stahl kostete im März 2003 durchschnittlich US\$ 325 je Tonne. Standard & Poor's erwartet, dass der aktuelle Anstieg in der ersten Jahreshälfte 2003

anhält, ab der Jahresmitte aber mit Preisrückgängen zu rechnen ist. Für den Preisanstieg in Europa ist bisher vor allem die Erzeugerseite verantwortlich, denn die drei größten Stahlhersteller Europas haben ihre Produktion 2002 drastisch gedrosselt. Für 2003 hat aber nur noch die in Luxemburg ansässige Arcelor S.A. (BBB/negativ/A-3) weitere Produktionskürzungen angekündigt. Die beiden anderen großen europäischen Stahlhersteller beabsichtigen offenbar, ihre Produktionskapazitäten weiter voll auszuschöpfen. Obwohl die meisten europäischen Stahlhersteller in der zweiten Jahreshälfte 2002 einen deutlich höheren Cash Flow erwirtschafteten, dürfte das schwache Wirtschaftswachstum insbesondere in Deutschland und Frankreich die weitere Erholung in 2003 behindern. Vor allem niedrigere Produktionszahlen der Automobilhersteller könnten ernsthafte negative Folgen für die Stahlbranche haben. Im Bereich Flat Carbon Steel ist ThyssenKrupp nach Arcelor Europas zweitgrößter Hersteller. Weltweit steht das Unternehmen an fünfter Stelle.

ThyssenKrupp produziert mehr als 17 Millionen Tonnen Stahl pro Jahr. Arcelor bringt es im gleichen Zeitraum auf ca. 45 Millionen Tonnen, allerdings einschließlich Flach-, Lang- und Edelstahl. ThyssenKrupp konzentriert sich dagegen hauptsächlich auf Flach- und Edelstahl.

Der Konzern profitiert von seiner Niedrigkosten-Produktionsbasis. Dies wird anhand der Tatsache deutlich, dass an diesem Standort selbst am Tiefpunkt des europäischen Stahlzyklus' noch Gewinne erwirtschaftet wurden. ThyssenKrupp erreichte im äußerst schwierigen Geschäftsjahr 2002 noch eine EBITDA-Marge von fast 9%, in den drei Jahren zuvor waren es durchschnittlich 12%.

Die Bonität von ThyssenKrupp profitiert von der Fähigkeit des Segments Steel, selbst am tiefsten Punkt des Stahlzyklus' noch einen, wenn auch nur geringen positiven Cash Flow zu erwirtschaften. Das Segment Steel dürfte von der verbesserten Preissituation in 2003 profitieren.

Im Bereich Edelstahl ist ThyssenKrupp mit einem Produktionsvolumen von 2,6 Mio. Tonnen Marktführer. Der Verbrauch auf dem Weltmarkt liegt bei mehr als 10 Mio. Tonnen.

Die EBITDA-Margen in der Sparte Edelstahl erreichten in den letzten drei Jahren durchschnittlich 10%, obwohl sich die niedrigen Preise in den Jahren 2001 und 2002 negativ auswirkten. Mit Produktionsstandorten in Nord- und Südeuropa, USA, Mexiko und China nimmt ThyssenKrupp eine starke Stellung auf dem schwierigen und hart umkämpften globalen Edelstahlmarkt ein.

Automotive

Standard & Poor's erwartet, dass sich das schwierige Marktumfeld für Hersteller von Investitionsgütern sowie für Automobilzulieferer in Europa und Nordamerika auch in 2003 fortsetzen wird. Auch an den Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der wirtschaftlichen Lage dürfte sich kaum etwas ändern.

Auf den Märkten Europas und Nordamerikas wird mit leicht rückläufigen Produktionszahlen gerechnet, während gleichzeitig der zunehmende Preisdruck ein weiteres Risiko für die Branche darstellt.

Zudem setzt sich der schwache oder rückläufige Trend auf den meisten Endmärkten für Investitionsgüterhersteller fort, und mit einer Nachfrageerholung wird nicht vor Ende 2003 gerechnet. Damit dürfte die Investitionstätigkeit angesichts des derzeit unsicheren Wirtschaftsumfelds weiter verhalten tendieren.

Mit einem Umsatz von € 6,3 Mrd. belegt die ThyssenKrupp-Segment Automotive weltweit einen Platz unter den 15 größten Automobilzulieferern. 80% des Umsatzes im Segment Automotive erwirtschaftet ThyssenKrupp in Teilbereichen, in denen das Unternehmen zu den führenden drei Anbietern gehört. Darüber hinaus hat es in bestimmten Nischenmärkten eine starke Marktposition. Ziel des Unternehmens ist es, den Umsatz im Geschäftsjahr 2004 vor allem durch organisches Wachstum auf € 7,5 Mrd. zu steigern. Das wird als eine ehrgeizige Zielvorgabe angesehen. Darüber hinaus geht Standard & Poor's davon aus, dass ThyssenKrupp sich mittels kleiner bis mittlerer Akquisitionen in diesem Segment eine bessere Marktposition aufbauen und seine Fähigkeiten in den Bereichen Ingenieurleistungen und Elektronik ausbauen wird.

Die finanzielle Performance des Segments Automotive wird als mäßig angesehen. Obwohl ThyssenKrupp auf seinen Nischenmärkten eine starke Stellung innehat, reicht das nicht aus, überdurchschnittliche Margen und Gewinne zu erzielen. Die EBITDA-Marge betrug im Geschäftsjahr 2002 weniger als 7%. Sie wurde allerdings durch einmalige Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von € 149 Mio. belastet, die sich mit 2 Prozentpunkten bemerkbar machten. In den vergangenen Jahren wurden rund 10% erwirtschaftet. ThyssenKrupp wird in nächster Zeit weitere Kostensenkungsmaßnahmen im Segment Automotive ergreifen, um die Rentabilität und den Cash Flow zu verbessern.

Elevator

Das Segment Elevator stützt das Rating, denn es zeichnet sich durch die Erwirtschaftung eines stabilen und hohen Cash Flows aus. In den Sparten Aufzüge und Fahrtreppen belegt ThyssenKrupp mit einem Marktanteil von 13% weltweit den dritten Platz hinter dem in den USA ansässigen Unternehmen OTIS (Tochtergesellschaft von United Technologies Corp.; A+/Negativ/A-1) mit 27% und der Schweizer Schindler Holding Ltd. (nicht geratet) mit 18%.

Ziel ist es, das organische Wachstum im Segment Elevator durch Akquisitionen und die Ausweitung der Wartungsdienstleistungen zu ergänzen. ThyssenKrupp hat seine Position in den USA, Europa und Asien gestärkt. Auf dem wachstumsstärksten Markt Asien will das Unternehmen seinen bisher eher bescheidenen Marktanteil weiter ausbauen.

In dieser Branche geht ThyssenKrupp von einer weiteren Konsolidierung aus. Die Branche ist untergliedert in den Teilbereich Reparatur und Wartung (55% vom Umsatz), in dem alle Betreiber mit einer EBITDA-Marge von mehr als 30% rentabel arbeiten, den Teilbereich Modernisierung (10% Umsatzanteil) - auch dieser Bereich ist rentabel, aber wettbewerbsintensiver - und den Teilbereich Neugeschäft (35% Umsatzanteil), in dem die Gewinnschwelle erreicht wird. Die operative Marge des Konzerns ist gut mit einem stabilen Niveau von 12% (Geschäftsjahr 2002). Daran zeigt sich eine gewisse Widerstandskraft gegenüber dem schwierigen Marktumfeld. Gemessen an der Rentabilität rangiert das Segment direkt hinter OTIS, das über einen höheren Wartungsanteil verfügt.

Technologies

Im Bereich Investitionsgüter verfügt ThyssenKrupp über ein breites Angebot an Ingenieurleistungen. Die hierunter zusammengefassten Geschäftsbereiche verfügen über starke regionale und weltweite Marktpositionen, leiden aber ebenfalls unter schwacher Nachfrage und geringer operativer Effizienz. Restrukturierungen haben zudem deutliche Spuren bei der Rentabilität dieses Segments hinterlassen. Wie in den letzten Jahren wird die Rentabilität bei einer EBITDA-Marge von unter 5% in 2002 und 6,5% in 2001 als schwach betrachtet. Daher müssen einige Bereiche, die sich schlechter entwickelt haben als geplant, restrukturiert oder nach Möglichkeit verkauft werden.

Zum Segment Technologies gehört auch die Sparte Marine mit einer der größten Werften Europas, die u. a. auf Kriegsschiffe wie Fregatten und Korvetten spezialisiert ist. Dieser Geschäftsbereich profitiert von umfangreichen Anzahlungen, was sich positiv auf die Liquidität des Konzerns auswirkt, solange der Auftragseingang weitgehend konstant bleibt.

Materials

Das Segment Materials beinhaltet vor allem den Handel mit Edelstahl, Kunststoffen und Nichteisenmetallen. Besonders stark ist man im Stahlhandel engagiert, wo die Margen geringer sind. Insgesamt zeichnet sich dieses Segment durch geringe Risiken aus. Es profitiert vom Outsourcing an andere Unternehmen und ist durch hohe Mengen mit allerdings niedrigen Margen (EBITDA von 2%-3%), aber einer annehmbaren Kapitalrendite gekennzeichnet.

ThyssenKrupp ist einer der führenden Anbieter von Werkstoffen und Werkstofflogistik in Deutschland und Europa, wo jeweils ein Drittel des Sparten-Umsatzes erwirtschaftet wird. In Nordamerika ist das Unternehmen ein führender Lieferant für Spezialprodukte. Der größte Zulieferer für dieses Segment ist ThyssenKrupp Steel. Eine Konzentration unter den 90.000 Kunden gibt es jedoch nicht.

Der Investitionsbedarf in der Instandhaltung ist zwar gering, dafür ist aber für zusätzliches Wachstum ein hoher Kapitaleinsatz erforderlich, so z.B. zum Bau neuer Lagerhäuser oder für das Working Capital. In Abschwungphasen generiert das Segment einen höheren Cash Flow, da der Bedarf an Working Capital dann geringer ist.

Serv

Das Segment Serv gehört zu den Komplettanbietern im Industriedienstleistungsbereich und ist eines der größten Dienstleistungsunternehmen Europas (Dienstleistungen an Schwesterunternehmen eingeschlossen).

ThyssenKrupp selbst ist mit 12% Umsatzanteil der größte Kunde dieses Segments. 2002 betrug die EBITDA-Marge 8% bei gleichzeitig niedrigem eingesetzten Kapital (Capital Employed). Diese Art von Aktivitäten möchte ThyssenKrupp unbedingt ausbauen. Der Geschäftsbereich ist vor allem in Deutschland aktiv (66% vom Umsatz), aber auch im restlichen Europa (derzeit 17%) wird die Präsenz stetig ausgebaut. Die Verträge haben meist eine Laufzeit von einem Jahr, aber auch Laufzeiten von bis zu fünf Jahren sind nicht unüblich, und umfassen ein breites Leistungsspektrum, angefangen beim technischen Management für Hochhäuser und Rechenzentren über Logistikaufgaben in der Automobilindustrie bis hin zu Wartung und Instandhaltung von Raffinerien.

Finanzpolitik

ThyssenKrupp hat sich eine Nettoverschuldung von 60% des Eigenkapitals zum Ziel gesetzt. Ausgenommen von dieser Zielvorgabe (bei der Gearing-Quote) sind Verbriefungen, Bürgschaften und Leasingverpflichtungen sowie ungedeckte Pensionsverpflichtungen in Höhe von € 7,1 Mrd. in der Bilanz. Mit einer Nettoverschuldung von € 4,7 Mrd. im Geschäftsjahr 2002 konnte dieses Verschuldungsziel durch folgende Maßnahmen bereits erreicht werden:

- Deutliche Verbesserung des operativen Cash Flows durch die Reduzierung des Working Capitals;
- Investitionskürzungen, und
- Veräußerungserlöse.

Finanzprofil

Rentabilität und Zinsdeckung

Standard & Poor's beurteilt die Rentabilität und die finanziellen Ergebnisse von ThyssenKrupp im Jahr 2002 als schwach. So hat ThyssenKrupp in den letzten Jahren stets eine unterdurchschnittliche operative Marge und eine Verzinsung auf das dauerhaft gebundene Kapital von 8% bzw. 5% ausgewiesen.

Angesichts der schwierigen Marktlage in 2002 erzielte ThyssenKrupp eine operative Ertragsmarge (bereinigt um Leasingverbindlichkeiten und Zinsaufwand für Pensionsverpflichtungen) von rund 8%, nicht bereinigt um Zinsaufwand für Pensionsverpflichtungen waren es knapp unter 7%. Die Verzinsung auf das dauerhaft gebundene Kapital belief sich auf 5%.

Belastet wurde die Rentabilität insbesondere durch die weiter rückläufige finanzielle Performance der Geschäftsbereiche Steel und Automotive sowie durch einige unrentable Sparten im weit reichenden Geschäftsportfolio des Konzerns.

Für 2003 und 2004 rechnet ThyssenKrupp mit einer höheren Rentabilität. So soll 2004 ein Gewinn vor Steuern von € 1,5 Mrd. erwirtschaftet werden, was Standard & Poor's als doch sehr ehrgeizige Zielvorgabe betrachtet.

Im Geschäftsjahr 2002 erzielte das Unternehmen ein um Leasingaufwand bereinigtes EBITDA (Betriebsergebnis) von etwa € 2,5 Mrd. und ein um Pensionsaufwand bereinigtes EBITDA von rund € 2,9 Mrd.. Das um Pensionsaufwand adjustierte Verhältnis von EBITDA/Nettozinsen belief sich für ThyssenKrupp im Geschäftsjahr 2002 auf das 3-Fache - ohne diese Bereinigung liegt dieser Wert annähernd bei dem 7-Fachen. (Gegenüber dem Geschäftsjahr 2001 kann in 2002 eine Verbesserung bei den Kennzahlen zur Zinsdeckung vor Pensionsberichtigungen beobachtet werden, wie Tabelle 2 zeigt.)

Cash Flow-Erhaltung und -deckung

Der um Leasingverhältnisse bereinigte Brutto-Cash Flow belief sich im Geschäftsjahr 2002 auf rund € 1,9 Mrd., also etwa € 300 Mio. weniger als 2001, und reflektiert damit die schwache Rentabilität.

Zur Ermittlung des Verhältnisses von Cash Flow zu Verschuldung berücksichtigt Standard & Poor's bei der Verschuldung auch die ungedeckten Pensionsverbindlichkeiten und Versorgungsverpflichtungen aus den verschiedenen Altersversorgungsplänen des Unternehmens. Hierdurch reduzieren sich die Cash Flow-Kennzahlen wie beispielsweise das Verhältnis von Brutto-Cash Flow zu Verschuldung und operativer Cash Flow zu Verschuldung um ca. die Hälfte, das heißt auf rund 15% bzw. etwas über 15% statt vorher knapp unter bzw. etwas über 30%.

Dank erheblicher Verbesserungen beim Working Capital in Höhe von mehr als € 600 Mio.- ausgenommen Veränderungen im Verbriefungsprogramm – wies das Unternehmen im Geschäftsjahr 2002 einen operativen Cash Flow von rund € 2,45 Mrd. aus. Zum ersten Mal in den vergangenen Jahren wurde zudem ein starker freier operativer Cash Flow von € 900 Mio. erzielt, da die Investitionen drastisch von € 2,2 Mrd. in 2001 und € 2,1 Mrd. in 2000 auf € 1,5 Mrd. gekürzt wurden. Für die nächsten Jahre rechnet Standard & Poor's aber mit einem deutlich niedrigeren Ergebnis beim freien Cash Flow. Auch erachtet es Standard & Poor's als unwahrscheinlich, dass die im letzten Jahr gesehene spürbare Verbesserung beim Working Capital wiederholt werden kann. Sobald die Konjunktur Fahrt aufnimmt, wird darüber hinaus auch der Bedarf an Working Capital wieder steigen.

Für das Geschäftsjahr 2003 wird mit Gesamtinvestitionen in Anlagen und Maschinen (einschließlich Akquisitionen) von rund € 1,9 Mrd. gerechnet. Standard & Poor's geht davon aus, dass ThyssenKrupp in den kommenden Jahren nur einen moderaten freien Cash Flow nach Investitionen, Working Capital-Bewegungen und Dividenden erwirtschaften wird. Ein Schuldenabbau wird daher vor allem über die Fortführung des laufenden Veräußerungsprogramms von ThyssenKrupp erwartet.

Kapitalausstattung

Die Verschuldungsquote von ThyssenKrupp liegt bei 45% ohne Pensionsverpflichtungen. Zum Ende des Geschäftsjahres 2002 summierten sich die ungedeckten Pensions- und ähnlichen Verpflichtungen (in der Bilanz) von ThyssenKrupp auf € 7,1 Mrd. – ein nach Auffassung von Standard & Poor's sehr hoher Betrag. Zudem sind in den anderen Altersversorgungsverpflichtungen außer Pensionen noch einmal rund € 300 Mio. ausgewiesene, aber nicht bilanzierte Verluste enthalten. Diese ungedeckten Pensionsverpflichtungen werden von Standard & Poor's als schuldenähnlich betrachtet und zu den Verbindlichkeiten gezählt.

Bei den um Versorgungsleistungen bereinigten Verbindlichkeits- und Eigenkapitalquoten steigt die Verschuldung und das Gesamtkapital um den Betrag an ungedeckten Versorgungsverpflichtungen aus den verschiedenen Altersversorgungsplänen. Die Differenz gegenüber den ausgewiesenen Rückstellungen sowie sämtliche pensionsbezogene aktive Rechnungsabgrenzungsposten oder immateriellen Vermögensgegenstände werden vom Eigenkapital abgezogen. Bei negativen Eigenkapitalanpassungen werden Steueranrechnungen dem Eigenkapital hinzugerechnet. Zum Ende des Geschäftsjahres 2002 belief sich die Nettoverschuldung (einschließlich operativer Leasingverbindlichkeiten) von rund € 900 Mio., Bürgschaften von ca. € 300 Mio. und Verbriefungen von rund € 1,3 Mrd.)

auf € 7,3 Mrd.. Um diese € 300 Mio. für Bürgschaften ins rechte Licht zu rücken, soll an dieser Stelle erwähnt werden, dass ThyssenKrupp in der Vergangenheit aus Bürgschaften nur geringfügig in Anspruch genommen wurde.

Die um Pensionsverpflichtungen bereinigte Verschuldung summiert sich auf mehr als € 14 Mrd.. Das Verhältnis von bereinigter Verschuldung zu bereinigtem Eigenkapital liegt bei etwas über 60%. Standard & Poor's rechnet mit keinen wesentlichen Änderungen bei diesen Kennzahlen.

Strukturelle Nachrangigkeit

Den vorrangig unbesicherten Schuldverschreibungen der Holdinggesellschaft von ThyssenKrupp sowie sämtlicher Finanzierungsgesellschaften hat Standard & Poor's das Rating von 'BB' erteilt. Es liegt damit ein Notch unter dem Emittentenrating von 'BB+'. Hintergrund ist, dass im Non-Investment-Grade der strukturellen Nachrangigkeit eine stärkere Bedeutung beigemessen wird. Dies wird auch nicht durch die Diversifizierung von ThyssenKrupp abgemildert, da Standard & Poor's in den Non-Investment-Grade-Ratingkategorien strengere Kriterien anlegt.

Tabelle 2: ThyssenKrupp AG - Finanzkennzahlen

(Mio. €)	Geschäftsjahresende 30. September		
	2002 (Pensionsbereinigt; alle Kennzahlen gerundet)	2002	2001
Umsatz	36.698	36.698	38.008
Jahresüberschuss	216	216	665
Rentabilität und Zinsdeckung			
Betriebsergebnis (nicht bereinigt um Leasingverb.)	2.784*	2.333	2.863
Betriebsergebnis (bereinigt um Leasingverb.)	2.910*	2.459	2.926
Betriebsergebnis vom Umsatz (%)	8,0	6,7	7,7
Nettozinsaufwand (bereinigt um Leasingverb.)	n.a.	371	558¶
Pensionsbereinigter Zinsaufwand (Betriebsergebnis erhöht sich um von S&P berechnete Pensionskosten von € 640 Mio.)	1.011		
EBIT (bereinigt um Leasingverb.)	927	476	991¶
EBITDA-Nettozinsdeckung (Vielfaches)	3,0	6,6	5,2
EBIT-Nettozinsdeckung (Vielfaches)	n.a.	1,3	1,8
Verzinsung auf das durchschnittliche dauerhaft gebundene Nettokapital (%)	5,0	2,0	4,0
Kapitalausstattung/Kapitalstrukturanalyse			
Finanzverbindlichkeiten in der Bilanz	n. a.	5.683	7.665
Verbriefte Forderungen	n. a.	1.281	1.028
Operative Leasingverbindlichkeiten und Bürgschaften	n. a.	1.244	1.441¶
Gesamtverbindlichkeiten	n. a.	8.208	10.134
Liquide Mittel	n. a.	921	1.250
Nettoverschuldung	n. a.	7.287	8.884
Eigenkapital	n. a.	8.584	9.150
Nettoverschuldungsquote (%)	n. a.	45,9	49,3
Verpflichtungen aus Altersversorgungsleistungen, Pensionen und ähnlichen Zusagen			
Rückstellungen für Pensionen	n. a.	6.223	6.064
Davon ungedeckte Pläne (vor allem in Deutschland; Zahlungen in den Plan sind nicht steuerabzugsfähig)	n. a.	5.900	n. a.
Davon fondsgedeckte Pläne (Nordamerika, Großbritannien und Niederlande; Zahlungen in den Plan wären steuerabzugsfähig)	n. a.	308	n. a.
Rückstellungen für Gesundheitsfürsorgeverpflichtungen	n. a.	567	580
Differenz ggü. tatsächlichen, nicht in der Bilanz ausgewiesenem ungedeckten Verpflichtungen	n. a.	305	n. a.
Sonstige pensionsähnliche Verpflichtungen	n. a.	275	264
Gesamte Rückstellungen für pensionsähnliche Verpflichtungen (Bilanzausweis)	n. a.	7.065	6.908
Bereinigte Nettoverschuldung inklusive schuldenähnlichen Verbindlichkeiten	14.170	n. a.	n. a.
Bereinigtes Eigenkapital	8.307**	n. a.	n. a.
Nettoverschuldungsquote (inklusive schuldenähnliche Verbindlichkeiten) in %	63	n. a.	n. a.

Cash Flow und -verschuldungskennzahlen			
Brutto-Cash Flow (FFO) ohne Leasingabschreibungen	1.735	1.842	2.211
Nettoveränderungen im Working Capital	n. a.	612	34
Operativer Cash Flow	n. a.	2.454	2.245
Investitionen in Sachanlagen	n. a.	(1.535)	(2.205)
Freier operativer Cash Flow	n. a.	919	40
Dividendenausschüttung	n. a.	(343)	(410)
Frei verfügbarer Cash Flow	n. a.	576	(370)
Akquisitionen	n. a.	236	102
Frei verfügbarer Cash Flow nach Akquisitionen	n. a.	340	(472)
Veräußerung von Vermögenswerten	n. a.	1.057	1.008
Cash Flow vor Finanzierung	n. a.	1.397	536
FFO/Nettoverschuldung (x)	n. a.	26	25
FFO/Nettoverschuldung inklusive schuldenähnlichen Verbindlichkeiten (%)	13,0	n. a.	n. a.
Operativer Cash Flow/Nettoverschuldung	n. a.	34	25
Operativer Cash Flow/Nettoverschuldung inklusive schuldenähnlichen Verbindlichkeiten(%)	17,0	n. a.	n. a.
<p>*Überleitung für Pensionsanpassung von € 451 Mio.. ¶ Angabe beinhaltet Berichtigungen für operative Leasingverhältnisse. §Diese Zahl wurde wie folgt berechnet: ((Nettoverschuldung + 5.900 + 275 + <(1-40%) x (308+ 305+567)>)). Dies entspricht einer Nettoverschuldung von € 7.287 Mio. zzgl. € 6.883 Mio. an finanzschuldenähnlichenverbindlichkeiten bei einem angenommenen Einkommensteuersatz von 40%.</p> <p>**Diese Zahl wurde wie folgt berechnet: Eigenkapital abzgl. <(1-40%) x (305+84+34+38)> = € 8.307 Mio.. Die Angabe 84 bezieht sich auf aktive Rechnungsabgrenzungsposten für Altersversorgung; die Angaben 34 und 38 beziehen sich auf immaterielles Pensionsvermögen. n. a. = nicht aussagefähig. .</p>			

Tabelle 3: ThyssenKrupp AG – Pensionsbezogene Aufstellungen

(Mio. €)	2002*
Dienstzeitaufwand für fondsgedekte Pensionspläne	50
Dienstzeitaufwand für ungedeckte Pensionspläne	64
Dienstzeitaufwand für Gesundheitsfürsorgeverpflichtungen	10
Dienstzeitaufwand für sonstige pensionsähnliche Verpflichtungen	17
Gesamter Dienstzeitaufwand	141
Pensionskosten (für Cash-Flow-Anpassung)	
Pensionszinsaufwand für fondsgedekte Pensionspläne	130
Pensionszinsaufwand für ungedeckte Pensionspläne	336
Zinsaufwand: Aufzinsung der erwarteten Zuschußverpflichtungen für Gesundheitsfürsorge	44
Zinsaufwand für sonstige pensionsähnliche Verpflichtungen	3
Gesamtzinsaufwand	513
Tatsächliche Erträge aus dem Fondsvermögen (negativ)	127
Gesamte Pensionskosten (Finanzergebnis)	640
Pensionsaufwand für die Gewinn- und Verlustrechnung (für Anpassungen der Rentabilitätsanalyse)	
Nettopensionsaufwand für fondsgedekte Pensionspläne	23
Nettopensionsaufwand für ungedeckte Pensionspläne	437
Nettopensionsaufwand für Gesundheitsfürsorgeverpflichtungen	83
Nettopensionsaufwand für sonstige pensionsähnliche Verpflichtungen	49
Gesamtnettopensionsaufwand	592
Anpassungen für die Rentabilitätsanalyse (Gesamtnettopensionsaufwand € 592 Mio. minus gesamter Dienstzeitaufwand €141 Mio.)	451
Zahlungen an Pensionäre und fondsgedekte Pläne	
Rentenzahlungen an Pensionäre aus fondsgedekten Pensionsplänen (nur zur Information)	119
Zahlungen an Pensionäre aus ungedeckten Pensionsplänen (Rückstellungen)	444
ThyssenKrupp-Zahlungen an fondsgedekte Pensionspläne	42
Zahlungen für Versorgungsverpflichtungen	65
Leistungen für sonstige pensionsähnliche Verpflichtungen	52
Gesamtsumme der Zahlungen an fondsgedekte Pensionspläne und Pensionäre	603
Berechnung für ThyssenKrupps Anpassungen des Cash-Flows	
Dienstzeitaufwand	141
Gesamtzinsaufwand	513
Tatsächliche Erträge aus dem Fondsvermögen (negativ)	127
Gesamter Dienstzeitaufwand und Gesamtzinsaufwand (inklusive der negativen Erträge aus Fondsvermögen)	781

*Geschäftsjahresende 30. September. Da ThyssenKrupps Gesamtsumme von Zahlungen an Pensionäre und fondsgedeckte Pensionspläne niedriger ist als Dienstzeitaufwand und Zinskosten, wird der Brutto-Cash-Flow reduziert. Die Gleichung für den Abzug ist $107 = (603-781) \times (1-40\%)$.

E-Mail-Adressen der Analysten:

olivier_beroud@standardandpoors.com

martin_amann@standardandpoors.com

CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com