

Euler Hermes Rating GmbH

Methodik: Emittentenrating

31. Mai 2016

formal überarbeitet am 14. November 2017



Inhalt

Einführung	1
Geschäftsrisiko	1
Marktrisiko	2
Strategisches Risiko	3
Gewichtung	3
Finanzrisiko	4
Ertragskraft	4
Kapitalstruktur	5
Cashflow / Finanzielle Flexibilität	5
Gewichtung	6
Ankerrating	6
Gewichtung der Risikoprofile	6
EHR-Ratingmatrix	6
Stand-Alone-Rating	7
Operationelle Risiken	7
Modifizierung 1	8
Emittentenrating	8
Gruppe / Konzern	8
Öffentlicher Sektor	8
Modifizierung 2	9
Anlagen	
Anlage 1	Herleitung Emittentenrating
Anlage 2	Definition Finanzkennzahlen

Einführung

Diese Methodik stammt aus dem Mai 2016 und wurde formal am 14. November 2017 überarbeitet.

In den Grundlagen für die Vergabe von Ratings sowie für weitere Dienstleistungen sind auch die Ratingkategorien dargestellt und näher erläutert, die ab dem 14. November 2017 nicht mehr in dieser Ratingmethodik dargestellt sind.

Die vorliegende Methodik für das Emittentenrating ersetzt die Allgemeine Ratingmethodik aus dem März 2012. Die überarbeitete Methodik verfolgt insbesondere das Ziel, die Vorgehensweise im Rahmen der Erstellung von Emittentenratings durch die Euler Hermes Rating GmbH (EHR) transparenter darzustellen, sodass die relevanten Ratingkriterien und deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation für Kunden, Investoren und interessierte Dritte nachvollziehbarer werden. Mit der überarbeiteten Methodik sind hierbei keine Veränderungen der Ratingkriterien, Gewichtungen oder Bewertungsmaßstäbe verbunden, sodass die Anwendung dieser Methodik nicht zu einer Veränderung von Ratingnotationen führen wird.

Transparente Darstellung der Ratingmethodik ohne Auswirkungen auf bestehende Ratingnotationen

Die hier vorliegende Emittentenrating-Methodik ist eine Ergänzung der Grundlagen für die Vergabe von Ratings sowie für weitere Dienstleistungen, die auf unserer Website verfügbar sind. Für das Emissionsrating eines Finanzinstrumentes ist darüber hinaus die Emissionsrating-Methodik, die ebenfalls auf unserer Website verfügbar ist, relevant.

Wie bei jeder Ratingmethodik verwendet die Euler Hermes Rating GmbH die nachfolgenden methodischen Grundlagen als Orientierung und Leitlinie für den Ratingprozess. Das Ergebnis des Entscheidungsprozesses im Einzelfall liegt jedoch im Ermessen des Ratingkomitees. Da jedes Rating eine Meinung der Analysten und der Ratingagentur darstellt, sind einzelfallabhängige Einschätzungen und Bewertungen ein integraler Teil der Methodik. Dies erfordert auch, dass die Emittentenrating-Methodik unterschiedliche Geschäfts- und Organisationsformen zulässt, die individuell bewertet werden. Die vorliegende Methodik stellt somit die Rahmenbedingungen für die Analyse dar und wird kontinuierlich weiterentwickelt.

Einzelfallbezogene Einschätzungen sind integraler Bestandteil der Methode

Die Emittentenrating-Methodik ist in die beiden Kernanalysebereiche Geschäftsrisiko und Finanzrisiko unterteilt. In den folgenden Abschnitten werden diese Analysebereiche sowie die einzelnen ratingrelevanten Faktoren erläutert. Zudem erfolgen eine Darstellung der Gewichtungen dieser Faktoren sowie deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation unter Berücksichtigung operationeller Risiken und externer Verbundeffekte. Eine Übersicht aller Faktoren und die Herleitung des Emittentenratings sind in Anlage 1 dargestellt.

Geschäftsrisiko

Ausgangspunkt für die Analyse des Geschäftsrisikos sind im Hinblick auf das Markt- und Wettbewerbsumfeld zum einen vom Emittenten zur Verfügung gestellte Informationen, zum anderen interne und externe Marktanalysen. Externe Informationen umfassen hierbei im Wesentlichen Branchenanalysen, ergänzende Informationen oder Expertengutachten sowie Informationsmaterial von Wirtschaftsinstituten und -verbänden. Informationen über die strategische Ausrichtung erhalten die Analysten aus der Dokumentation des betreffenden Unternehmens sowie im Rahmen von Managementgesprächen.

Interne und externe Analysen sind Ausgangspunkt der Analyse

Marktrisiko

Marktstruktur

Bei der Analyse der Marktstruktur werden die Rahmenbedingungen des Markt- und Wettbewerbsumfelds untersucht, die Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung des betrachteten Emittenten haben können. Von wesentlicher Bedeutung sind hierbei die auf die relevante Branche bezogene Zyklizität, die Profitabilität der Branche sowie eventuell bestehende Markteintrittsbarrieren und Substitutionsrisiken.

Eine hohe **Zyklizität** innerhalb einer Branche führt in der Regel zu erhöhten Risiken für die Ertragskraft des Unternehmens und verändert das Anforderungsprofil im Hinblick auf die strategische Ausrichtung und finanzielle Flexibilität des Emittenten. Da Branchenzyklen von allgemeinen Wirtschaftszyklen abweichen können, identifizieren die Analysten den für die Bewertung des betreffenden Emittenten relevanten Branchenzyklus.

Bewertung der Zyklizität der relevanten Branche

Die **Profitabilität** einer Branche spiegelt die Wettbewerbsintensität und damit auch die Verhandlungsstärke von Abnehmern und Lieferanten wider und ist ein weiteres Kriterium für die Bestimmung des spezifischen Marktrisikos. Insbesondere die erwartete Entwicklung der Profitabilität der Branche ist hierbei von wesentlicher Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Ertragskraft des Emittenten.

Analyse der Profitabilität als Maß der Wettbewerbsintensität

Die Entwicklung der Wettbewerbsintensität innerhalb einer Branche wird neben der Verhandlungsposition von Abnehmern und Lieferanten auch maßgeblich durch die Frage bestimmt, wie einfach es für andere Unternehmen ist, in den Markt einzutreten. **Markteintrittsbarrieren** können sich hierbei beispielsweise durch staatliche Regulierung, Markteintrittskosten, Größenvorteile oder das Erfordernis von Patenten ergeben und das damit verbundene spezifische Marktrisiko entsprechend begrenzen. Ebenfalls von wesentlicher Bedeutung für die Entwicklung der Wettbewerbsintensität innerhalb einer Branche sind eventuelle **Substitutionsrisiken**. Im Vordergrund der Bewertung von Substitutionsrisiken steht hierbei die Bedrohung durch alternative Produkte, Dienstleistungen oder Technologien. Die Existenz von erhöhten Substitutionsrisiken führt somit in der Regel zu einer Erhöhung des spezifischen Marktrisikos.

Analyse der Markteintrittsbarrieren sowie der Substitutionsrisiken

Marktentwicklung

Bei der Analyse der zukünftigen Marktentwicklung werden insbesondere das Marktwachstum sowie potenzielle strukturelle Veränderungen im Umfeld des Emittenten untersucht und bewertet. Von wesentlicher Bedeutung sind hierbei die Veränderungen, die Auswirkungen auf die zukünftige Entwicklung des betrachteten Emittenten haben können.

Im Rahmen der Analyse des zukünftigen **Marktwachstums** werden die Entwicklungen der Gesamtwirtschaft sowie der unternehmensspezifisch relevanten Märkte untersucht. Von hoher Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Identifikation der wesentlichen Wachstumstreiber. Hierbei ist neben der Anzahl und Qualität auch die Nachhaltigkeit der Wachstumstreiber entscheidend. Im Vordergrund stehen quantitative Indikatoren, die Aussagen über die zukünftig zu erwartende Nachfrage nach Produkten oder Dienstleistungen ermöglichen.

Analyse der wesentlichen Wachstumstreiber

Darüber hinaus wird bei der Analyse der zukünftigen Marktentwicklung der Einfluss mittel- bis langfristiger **struktureller Veränderungen** auf die zukünftige Entwicklung des Emittenten untersucht und bewertet. Diese umfassen beispielsweise regulatorische, technologische, gesellschaftliche oder demografische Veränderungen, die Auswirkungen auf die Marktstruktur haben und die Anpassungen des Emittenten im Hinblick auf die strategische Ausrichtung erforderlich machen können.

Einfluss mittel- bis langfristiger struktureller Veränderungen

Als ein Resultat der Analyse von Marktstruktur und Marktentwicklung wird analytensbasiert eine Bewertung des auf den betrachteten Emittenten bezogenen spezifischen Marktrisikos vorgenommen. Darüber hinaus werden im Rahmen der Analyse des Marktrisikos die kritischen Erfolgsfaktoren als Grundlage zur Bewertung des strategischen Risikos identifiziert.

Bewertung des spezifischen Marktrisikos und Identifizierung der KEF

Strategisches Risiko

Strategie

Zur Beurteilung des strategischen Risikos wird zunächst die strategische **Positionierung** des Emittenten vor dem Hintergrund der Marktstruktur, der erwarteten Marktentwicklung sowie der identifizierten kritischen Erfolgsfaktoren analysiert und bewertet. Von wesentlicher Bedeutung sind hierbei neben der Marktposition auch quantitative und qualitative Faktoren, aus denen sich Wettbewerbsvorteile oder -nachteile für den Emittenten ableiten lassen.

Analyse und Bewertung der strategischen Positionierung

Abhängigkeiten eines Unternehmens von einzelnen Produkten, Kunden, Regionen oder Lieferanten führen nach unserer Einschätzung zu erhöhten Risiken. Durch eine wirksame **Diversifizierung** können Klumpenrisiken aus unserer Sicht vermieden werden. Eine wirksame Diversifizierung kann beispielsweise durch die Unterschiedlichkeit der Produkte, Kunden und Absatzmärkte eines Unternehmens erreicht werden. Die Analyse der **strategischen Zielsetzungen** geht von den wesentlichen Zielen der strategischen Ausrichtung des Emittenten aus. Dies betrifft die vier Teilbereiche Geschäftsfelder, Märkte / Kunden, Organisation und Finanzen. Die Plausibilisierung und Bewertung der strategischen Ausrichtung erfolgt u. a. auf Grundlage von Gesprächen mit dem Management. Diese strategischen Bereiche werden vor dem Hintergrund der Marktstruktur und der erwarteten Marktentwicklung sowie im Hinblick auf die bestehenden Umsetzungsvoraussetzungen plausibilisiert und bewertet. Auf Basis der Strategiebewertung erfolgt auch eine Einschätzung der Plausibilität der finanziellen Planung.

Diversifizierung der Ertragsquellen

Analyse und Bewertung der strategischen Zielsetzungen

Umsetzungsvoraussetzungen

Strategische Risiken können sich für den Emittenten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Strategie aufgrund von unzureichenden **Ressourcen** und **Kompetenzen** sowie aus der mangelnden **Anpassungsfähigkeit** an strukturelle Veränderungen ergeben. Die Ressourcen und Kompetenzen des Unternehmens müssen ausreichen, um die Umsetzung der strategischen Zielsetzungen zu ermöglichen. Darüber hinaus sollen Geschäftsmodell und Organisation des Unternehmens flexibel genug sein, um auf strukturelle Veränderungen des Markt- und Wettbewerbsumfelds reagieren zu können.

Bewertung der verfügbaren Ressourcen, Kompetenzen und der Anpassungsfähigkeit

Als Resultat der Analyse von Strategie und Umsetzungsvoraussetzungen wird durch die Analysten unternehmensindividuell eine Bewertung des strategischen Risikos des betrachteten Emittenten vorgenommen.

Bewertung des strategischen Risikos

Gewichtung

Innerhalb des Geschäftsrisikos erfolgt eine analytensbasierte Gewichtung der Teilbereiche Marktrisiko und strategisches Risiko. Entscheidend ist hierbei, welche Merkmale als wesentlich für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens angesehen werden. Aus dieser Gewichtung folgt die Einordnung des Geschäftsrisikos in fünf Bewertungskategorien:

Analytensbasierte Gewichtung der Teilbereiche



Finanzrisiko

Die Grundlage für die Finanzanalyse bilden in der Regel die jeweiligen Prüfungsberichte (Einzel- und Konzernabschlüsse) der vergangenen drei bis fünf Geschäftsjahre einschließlich Segmentberichterstattung. Die unterjährige Geschäftsentwicklung wird im Wesentlichen anhand von Quartals- und Monatsreportings bewertet. Die Einschätzung der finanziellen Flexibilität erfolgt insbesondere über die Analyse des Cashflows, der aktuellen Finanzierungsübersicht sowie der Liquiditätsvorschau. Darüber hinaus stellt der Emittent Informationen zur Planung sowie die zugehörigen Annahmen, die dieser Planung zugrunde liegen, zur Verfügung.

Die Angaben in den Jahresabschlüssen werden durch Bereinigungen in eine Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung sowie Strukturbilanz überführt. Bilanzseitig stehen dabei die Werthaltigkeit der ausgewiesenen Vermögensgegenstände sowie gegebenenfalls die Korrektur von bilanzpolitischen Maßnahmen im Vordergrund. Die Gewinn- und Verlustrechnung wird insbesondere um nicht nachhaltige Aufwendungen und Erträge bereinigt. Bereinigungen der Plan-GuV und -Bilanz werden in der Regel weitgehend analog vorgenommen. Die Bewertung der entsprechend auf dieser Basis ermittelten Kennzahlen erfolgt zyklusübergreifend (through-the-cycle) anhand eines EHR-internen Kennzahlenschemas.

Erstellung von Strukturbilanz sowie Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung

Ertragskraft

Bei der Analyse der **Ertragskraft** ist neben der Betrachtung der umsatzbezogenen Margen insbesondere die auf den Kapitaleinsatz bezogene Rentabilität von Bedeutung. Diese Betrachtung ist unabhängig von den zugrunde liegenden Wertschöpfungs- und Kapitalstrukturen und ist somit auch für einen Vergleich von Unternehmen unterschiedlicher Branchen geeignet. Darüber hinaus wird die Ertragskraft anhand der Umsatz- und Ertragsentwicklung nach Segmenten sowie – ausgehend von der Erfolgsspaltung – durch Analyse der Entwicklung der verschiedenen Aufwandsarten bewertet.

Nachhaltigkeit der Ertragskraft als entscheidendes Kriterium

Wesentliche Kennzahlen sind in diesem Zusammenhang:

Marge	Renditen
<ul style="list-style-type: none"> EBITDA-Marge 	<ul style="list-style-type: none"> Gesamtkapitalrentabilität Return on Capital employed (ROCE) Cashflow-Return on Investment (CF-Rol)

Planung liegt der Fokus neben der Bewertung der entsprechenden Kennzahlen im Wesentlichen auf einer vor dem Hintergrund der erwarteten Marktentwicklung sowie der strategischen Ausrichtung konsistenten Planung der zukünftigen Entwicklung von Umsatz, Ertrag und Aufwendungen.

Kapitalstruktur

Die Bewertung der **Kapitalstruktur** erfolgt durch die Analyse der statischen Kapitalstruktur sowie der Verschuldung in Relation zu den erwirtschafteten Cashflows (dynamische Verschuldung). Bezüglich der Kapitalstruktur ist insbesondere das Verhältnis der wirtschaftlichen Eigenmittel zum Gesamtkapital sowie zu den Finanzverbindlichkeiten von Bedeutung. Hierbei wird auch die Struktur und Werthaltigkeit der ausgewiesenen Vermögensgegenstände sowie der Kapitalumschlag betrachtet. Auf der Grundlage der Anlagendeckung wird untersucht, inwieweit innerhalb des Unternehmens einer fristenkongruenten Finanzierung der Vermögensgegenstände Rechnung getragen wird. Im Rahmen der Analyse der dynamischen Verschuldung wird das theoretische Entschuldungspotenzial des Unternehmens bewertet. Darüber hinaus werden die auf die Zinsaufwendungen bezogenen Deckungsrelationen untersucht.

Fokussierung auf Kapitalstruktur, Entschuldungspotenzial und Zinsdeckungsrelationen

Wesentliche Kennzahlen im Zusammenhang mit der Bewertung von Kapitalstruktur und Verschuldung sind:

Kapitalstruktur	Entschuldungspotenzial	Zinsdeckungsrelationen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eigenkapitalquote ▪ Verschuldungsgrad 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA ▪ Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EBIT-Zinsdeckung ▪ EBITDA-Zinsdeckung

Die Analyse der zukünftigen Verschuldung erfolgt auf der Grundlage der finanziellen Planung und berücksichtigt neben der grundsätzlichen Entwicklung der Kennzahlen insbesondere auch die Umsetzung möglicher Kapital- oder Investitionsmaßnahmen. Hierbei ist entscheidend, dass diese Entwicklungen im Hinblick auf die strategischen Ziele und Umsetzungsvoraussetzungen konsistent sind.

Cashflow / Finanzielle Flexibilität

Die Analyse der **Cashflows** sowie der **finanziellen Flexibilität** untersucht auf Basis einer Stufen-Cashflow-Berechnung die Mittelherkunft und die Mittelverwendung der vergangenen Perioden. Ausgehend von der Ertragskraft des Unternehmens wird der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit indirekt berechnet, der zusätzlich u. a. Veränderungen in der liquiditätsrelevanten Mittelbindung (Working Capital) berücksichtigt. Der Free Cashflow bezieht ergänzend die Liquiditätsauswirkungen aus dem Cashflow aus der Investitionstätigkeit ein. In Verbindung mit dem Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit stellt der Free Cashflow damit ein wesentliches Merkmal für die Entschuldungsfähigkeit des Emittenten dar.

Free Cashflow als wesentliches Merkmal

Hierbei werden folgende Bestandteile des Cashflows betrachtet:

Cashflow-Analyse
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit ▪ Cashflow aus der Investitionstätigkeit ▪ Free-Cashflow ▪ Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit

Bei der Bewertung der finanziellen Planung zeigt die Analyse des Cashflows, in welchem Umfang sich die geplante ertrags- und kapitalstrukturelevante Maßnahmen auf die zukünftige Liquiditätsentwicklung des Emittenten auswirken.

Weitere relevante Kriterien zur Beurteilung der finanziellen Flexibilität des Unternehmens sind die Entwicklung der unterjährigen Liquidität, die Bewertung der freien Kreditlinien sowie die Diversifizierung der Finanzierungspartner über Finanzintermediäre und den Kapitalmarkt. Wichtig sind in diesem Zusammenhang auch die Besicherung der Kreditlinien, Refinanzierungsmaßnahmen sowie mögliche Financial Covenants.

Gewichtung

Bei der Bewertung des Finanzrisikos werden die beiden Analysebereiche Finanzanalyse und finanzielle Planung analytensbasiert gewichtet. Hierbei stehen insgesamt sechs Bewertungskategorien für das Finanzrisiko zur Verfügung:

*Analystenbasierte
Gewichtung*



Ankerrating

Gewichtung der Risikoprofile

Auf der Grundlage der Einschätzung des Geschäfts- und Finanzrisikos wird das Ankerrating des jeweiligen Emittenten bestimmt. Das Ankerrating führt das Geschäfts- und Finanzrisiko zu einem (Teil-)Rating zusammen. Mögliche operationelle Risiken oder externe Einflüsse durch einen Konzernverbund oder den öffentlichen Sektor bleiben hierbei zunächst unberücksichtigt.

EHR-Ratingmatrix

Durch die vorgenommene Bewertung der beiden Risikoprofile wird das Ankerrating bestimmt. Die Gewichtung der Risikoprofile hängt im Wesentlichen von der Ausprägung des Finanzrisikos ab. Hierbei erfolgt eine asymmetrische Gewichtung. Bei einem erhöhten Finanzrisiko des betrachteten Unternehmens ist das Finanzrisikoprofil für die Herleitung des Ankerratings von wesentlicher Bedeutung, bei einem geringeren Finanzrisiko nimmt die Bedeutung des Geschäftsrisikos zu. Für ein Ankerrating im Investmentgrade sind daher insbesondere die Anforderungen an das Finanzrisikoprofil entsprechend hoch. In diesem Zusammenhang führt ein erhöhtes Finanzrisiko in der Regel auch zu einem (teilweise deutlich) unterdurchschnittlichen Ankerrating.

Asymmetrische Gewichtung von Geschäfts- und Finanzrisiko

Die Gewichtung des Geschäfts- und Finanzrisikoprofils erfolgt über die EHR-Ratingmatrix, in der die jeweiligen Bewertungen der Risikoprofile zu einem Ankerrating verdichtet werden:

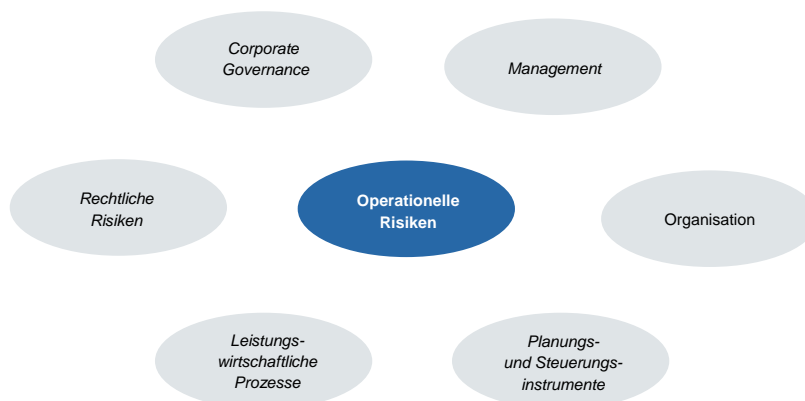
Geschäftsrisiko	Finanzrisiko					
	sehr gering	gering	moderat	leicht erhöht	erhöht	stark erhöht
sehr gering	AAA / AA+	AA	A-	BBB-	BB-	B-
gering	AA	A+	BBB+	BB+	B+	CCC
moderat	AA-	A	BBB	BB	B	CCC-
leicht erhöht	A	BBB+	BB+	BB-	B-	CC
stark erhöht	BBB	BB+	BB-	B	CCC+	C

Die Matrix dient den Analysten als Anhaltspunkt. Begründete einzelfallbezogene Abweichungen von dieser Vorgehensweise sind somit grundsätzlich möglich.

Stand-Alone-Rating

Operationelle Risiken

Operationelle Risiken werden unabhängig vom Geschäfts- und Finanzrisiko identifiziert und bewertet. Diese beziehen sich hierbei vorrangig auf die unternehmensinternen Strukturen und Prozesse.



Bei der Analyse der Regelungen zur **Corporate Governance** stehen die Bewertung der Interessen-, Aufsichts- und Anreizstrukturen sowie die Transparenz der Unternehmenssituation und -entwicklung für externe Stakeholder im Vordergrund. Im Fokus der Beurteilung des **Managements** stehen insbesondere Personenabhängigkeiten, Qualifikation, Diversität, Effektivität und Integrität.

Fokussierung auf unternehmensinterne Strukturen und Prozesse

Steuerungsfähigkeit, Transparenz, Effizienz und Nachhaltigkeit bilden den Fokus im Rahmen der Analyse der **Organisation**. Im Bereich der **Planungs- und Steuerungsinstrumente** wird beurteilt, inwieweit die vorhandenen Planungs- und Steuerungsinstrumente sowie das Risikomanagementsystem dem Management eine angemessene Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung bieten.

Bei der Analyse der **leistungswirtschaftlichen Prozesse** wird die Effizienz und Flexibilität der unternehmensspezifischen Wertschöpfungsprozesse bewertet. Vor dem Hintergrund des jeweiligen Geschäftsmodells werden Risiken im Bereich von Entwicklung, Beschaffung, Produktion

und Vertrieb betrachtet. Bei der Bewertung von **rechtlichen Risiken** sind insbesondere Risiken aus laufenden Rechtsstreitigkeiten oder -verfahren von Bedeutung.

Modifizierung 1

Im Hinblick auf die Beurteilung der operationellen Risiken und eine gegebenenfalls vorzunehmende Modifizierung des Ankerratings besteht die Grundannahme, dass sämtliche internen Strukturen und Prozesse angemessen vom Emittenten beherrscht werden, sodass sich eine entsprechende Modifizierung in der Regel negativ auswirken wird. Das Ausmaß dieser Modifizierung wird individuell und analytensbasiert bestimmt und kann gegebenenfalls zu erheblichen (negativen) Anpassungen führen. In begründeten Einzelfällen kann die Modifizierung auch in einer geringfügigen Verbesserung des Ankerratings resultieren.

Modifizierung des Ankerratings zum Stand-Alone-Rating

Als Ergebnis der Modifizierung 1 ergibt sich das Stand-Alone-Rating, das eine Aussage über das eigenständige Rating des jeweiligen Emittenten trifft.

Emittentenrating

Gruppe / Konzern

Ausgehend vom Stand-Alone-Rating kann die Bonität des zu bewertenden Unternehmens durch einen entsprechenden Gruppen- oder Konzernhintergrund beeinflusst werden. Sollte sich das Emittentenrating nicht auf die eigenständig agierende Konzernobergesellschaft beziehen, werden die Verflechtungen zur Konzernobergesellschaft bzw. zu eventuellen Schwestergesellschaften analysiert.

Einfluss durch Gruppen- oder Konzernhintergrund

Insbesondere werden hierbei die nachfolgenden Faktoren betrachtet:

- Verfügt das Ratingobjekt über ein unabhängiges Management?
- Sind Regelungen zur Sicherstellung der Eigenständigkeit langfristig gesichert?
- Bestehen Ergebnisabführungsverträge?
- Existiert ein Cash-Pooling?
- Ist das Ratingobjekt hinsichtlich der Finanzierung sowie Liefer- und Leistungsbeziehungen unabhängig von Konzernunternehmen?
- Werden gegenseitige Darlehen, Bürgschaften oder Garantien zur Verfügung gestellt?
- Entsprechen bestehende Verträge denen mit unabhängigen Dritten?

Im Rahmen der Analyse dieser Faktoren wird beurteilt, inwieweit die Bonität des Ratingobjektes durch eventuelle Verflechtungen positiv oder negativ beeinflusst werden kann.

Öffentlicher Sektor

Ein weiterer Einfluss auf das Stand-Alone-Rating kann sich durch einen öffentlichen Hintergrund des Emittenten ergeben.

Bestehen qualifizierte Stimm- bzw. Kontrollrechte oder sind die Gesellschafter des Emittenten mehrheitlich dem öffentlichen Sektor zuzuordnen, werden mögliche ratingbeeinflussende Sachverhalte überprüft. Hierbei ist zu unterscheiden, ob ein direkter / rechtlicher Einfluss besteht oder

Einfluss durch den öffentlichen Sektor

sich aus der vorhandenen Bedeutung des Unternehmens ein indirekter / faktischer Einfluss ableiten lässt. Bei einem faktischen Einfluss wird anhand verschiedener Kriterien einzelfallbezogen die Wahrscheinlichkeit und Fähigkeit abgeschätzt, dass gegebenenfalls temporäre Interventionen durch den öffentlichen Sektor unternommen werden.

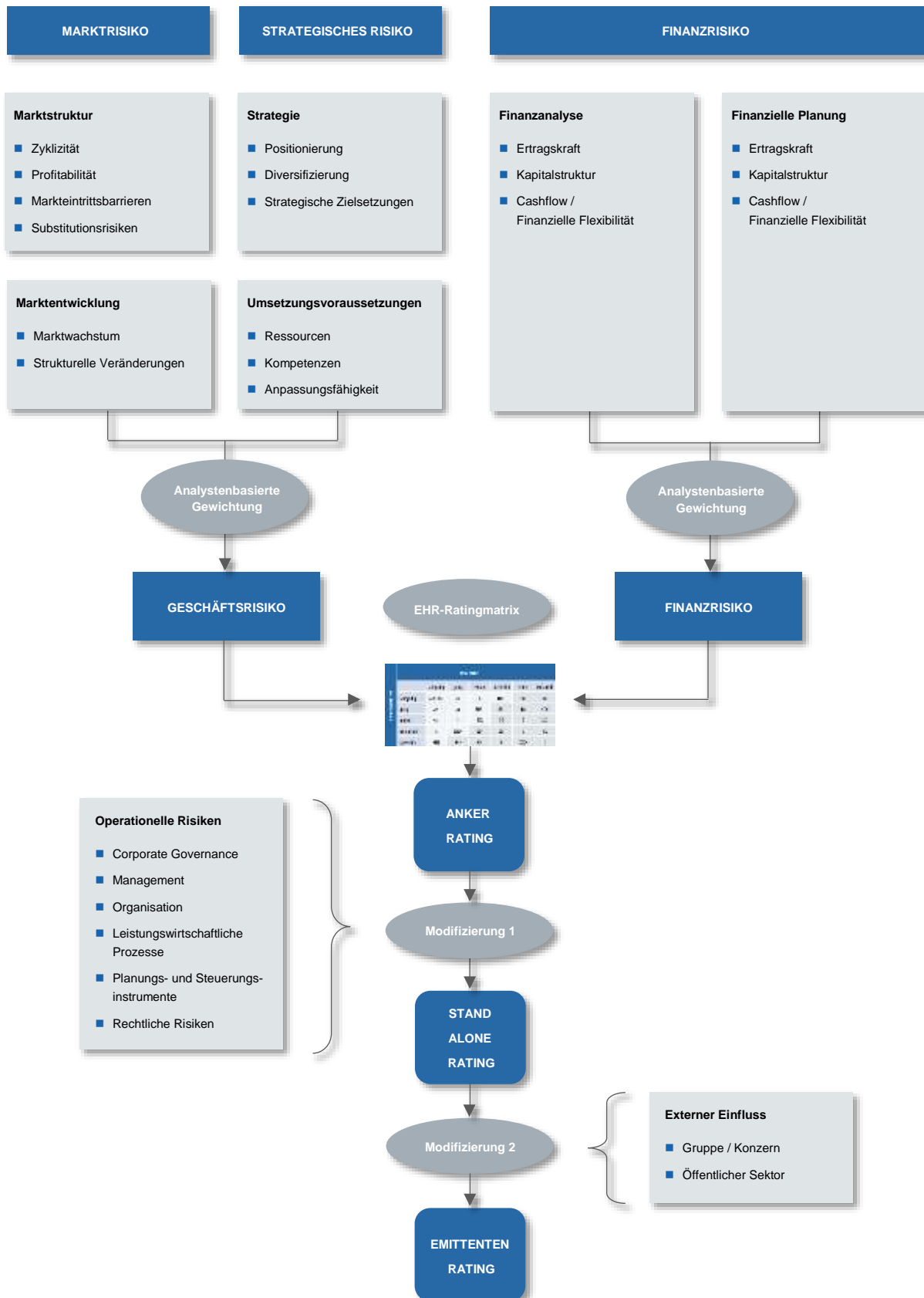
Modifizierung 2

Nach der Bewertung möglicher externer Einflüsse durch einen Konzernverbund oder den öffentlichen Sektor wird die entsprechende Modifizierung 2 des Stand-Alone-Ratings vorgenommen. In Abhängigkeit der jeweiligen Ausgestaltungen kann die Modifizierung positiv oder negativ ausfallen. Ausschlaggebend ist hierbei auch das Rating der Gruppe bzw. des öffentlichen Sektors. Das jeweilige Ausmaß der Modifizierung 2 wird grundsätzlich einzelfallbezogen und analytensbasiert festgelegt.

*Emittentenrating als
Modifizierung des Stand-
Alone-Ratings*

Als Ergebnis der Modifizierung 2 ergibt sich abschließend das Emittentenrating des Unternehmens, das eine Aussage über die Bonität des jeweiligen Emittenten trifft.

Anlage 1: Herleitung Emittentenrating



Anlage 2: Definition Finanzkennzahlen

Ertragskraft

EBITDA-Marge

EBITDA-Marge	
Zähler	EBITDA
Nenner	Gesamtleistung

Renditen

ROCE	
Zähler	bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner	Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Gesamtkapitalrentabilität	
Zähler	bereinigtes Betriebs- und Finanzergebnis + Zinsaufwand
Nenner	bereinigtes Gesamtkapital

Cashflow-Return on Investment

Cashflow-Return on Investment (Cashflow-ROI)	
Zähler	EBITDA
Nenner	bereinigtes Gesamtkapital

Kapitalstruktur

Verschuldung

Eigenkapitalquote
Zähler
bereinigtes Eigenkapital (= wirtschaftliches Eigenkapital)
Nenner
bereinigtes Gesamtkapital

Verschuldungsgrad
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
Nettofinanzverbindlichkeiten + wirtschaftliches Eigenkapital (= Capital employed)

Nettofinanzverbindlichkeiten

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

Entschuldungspotenzial

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

Nettofinanzverbindlichkeiten / EBITDA
Zähler
Nettofinanzverbindlichkeiten
Nenner
EBITDA

Zinsdeckungen

EBIT-Zinsdeckung
Zähler
bereinigtes Betriebsergebnis (= EBIT)
Nenner
Zinsaufwand

EBITDA-Zinsdeckung
Zähler
EBITDA
Nenner
Zinsaufwand

Kontakt:

Kai Gerdes
Direktor

Dr. Sascha Heller
Senior Rating Analyst

Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254
22763 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 88 34 - 640
Fax: +49 (0) 40 88 34 - 6413
Website: www.ehrg.de
E-mail: kai.gerdes@eulerhermes-rating.com
E-mail: sascha.heller@eulerhermes-rating.com

Disclaimer

© 2017 Euler Hermes Rating GmbH ("EHRG") and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY EHRG ARE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND EHRG'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. EHRG DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND, IN THE CASE OF ISSUANCE-LEVEL CREDIT RATINGS, ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S OPINIONS INCLUDED IN EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NEITHER A PROSPECTUS NOR A SUBSTITUTE FOR INFORMATION ASSEMBLED AND PRESENTED BY COMPANIES OR ISSUERS FOR INVESTORS REGARDING THE PURCHASE OF A SECURITY OR FOR ASSESSING THE CREDITWORTHINESS OF A RATED ENTITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR EHRG'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. EHRG ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, CONDUCT ITS OWN INDEPENDENT ANALYSES, CREDIT ASSESSMENTS AND OTHER VERIFICATIONS AND EVALUATIONS OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

EHRG'S CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE EHRG'S CREDIT RATINGS OR EHRG'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT EHRG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by EHRG from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. EHRG adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources EHRG considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, EHRG is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the EHRG publications.

Please note that summaries of contracts, laws and other documents contained in any EHRG publication, rating report or other materials cannot replace careful study of the relevant complete texts.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by EHRG. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, on the part of, or any contingency within or beyond the control of, EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY EHRG IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The dissemination and use of an EHRG rating report may be prohibited by law in certain jurisdictions. Any persons who come into the possession of such information should inquire about and comply with any prohibitions that may be in place. EHRG assumes no liability of any kind with respect to such dissemination and use of any rating in any jurisdiction whatsoever.

Euler Hermes Rating GmbH