

Ratingobjekt	Ratinginformationen	
<b>Deutsche Bahn AG</b>  Creditreform ID: 2010198197 Gründung: 1994 als AG Sitz: Berlin (Haupt-)Branche: Eisenbahn, Infrastruktur Vorstand: Dr. Richard Lutz (CEO)	Corporate Issuer Rating: <b>AA / negativ</b>	Typ: Update unbeauftragt (unsolicited)
	LT LC Senior Unsecured Issues,; <b>AA / negativ</b>	Andere: <b>n.r.</b>
	Erstellt am: 22. September 2020 Monitoring bis: das jeweilige Rating zurückgezogen wird Ratingsystematik: CRA „Rating von Unternehmen“ CRA „Rating von Unternehmensemissionen“ CRA „Staatsnahe Unternehmen“ CRA „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ Ratinghistorie: <a href="http://www.creditreform-rating.de">www.creditreform-rating.de</a>	
<u>Ratingobjekte:</u> Long-term Corporate Issuer Rating: Deutsche Bahn AG Long-term Corporate Issuer Rating: Deutsche Bahn Finance GmbH Long-term Local Currency (LT LC) Senior Unsecured Issues		

### Inhalt

Zusammenfassung.....	1
Ratingrelevante Faktoren.....	3
Geschäftsentwicklung und Ausblick ...	6
Strukturrisiko .....	9
Geschäftsrisiko.....	11
Finanzrisiko.....	12
Issue Rating .....	14
Strukturierte Finanzkennzahlen .....	16
Anhang .....	17

### Analysten

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

Rudger van Mook  
 Co-Analyst  
 R.vanMook@creditreform-rating.de

Neuss, Deutschland

## Zusammenfassung

### Unternehmen

Die Deutsche Bahn AG (im Folgenden auch DB) und ihre Konzerngesellschaften (zusammen der DB-Konzern bzw. der Konzern) sind primär im Personen- und Güterverkehr tätig. Der DB-Konzern ist das führende deutsche und das größte europäische Eisenbahnverkehrsunternehmen (EVU) und weltweit eines der größten Transport- und Logistikunternehmen. Der DB-Konzern besitzt und betreibt zudem das deutsche Schienennetz. Alleiniger Aktionär ist die Bundesrepublik Deutschland. Die Hauptaktivitäten des DB-Konzerns lassen sich im Einklang mit der im Jahr 2019 vorgestellten Strategie „Starke Schiene“ grob in die Bereiche „Systemverbund Bahn“ (ca. 50% der Konzernumsätze 2019), der im Wesentlichen den Personenverkehr und die Infrastrukturaktivitäten in Deutschland sowie den europäischen Schienengüterverkehr abbildet und die Großbeteiligungen DB Schenker (ca. 38% der Umsätze 2019, internationale Logistik) und DB Arriva (ca. 12% der Umsätze 2019, internationale Personenverkehrsgesellschaft) unterteilen. Im Geschäftsjahr 2019 generierte der Konzern mit 323.944 Mitarbeitern (Vollzeit-Äquivalent per 31.12.) Umsätze i.H.v. 44.430 Mio. EUR (2018: 44.065 Mio. EUR) und verzeichnete einen Jahresüberschuss von 680 Mio. EUR (2018: 542 Mio. EUR), der durch ein außerordentliches Ergebnis von -393 Mio. EUR beeinflusst war. Der DB-Konzern ist, wie andere EVU, in 2020 erheblich durch die COVID-19-Pandemie betroffen. Daraus resultiert auch ein Wertberichtigungsbedarf auf die zur Veräußerung vorgesehene Großbeteiligung DB Arriva. Der Konzern befindet sich unvermindert im Neustrukturierungs- bzw. Veränderungsprozess, gepaart mit einer Investitionsoffensive, welche die Wettbewerbsfähigkeit und die Leistungsfähigkeit verbessern soll; wobei politische Ziele der Eigentümerin wesentlich sind.

### Ergebnis

Mit diesem unsolicited Corporate Issuer Rating von **AA** bestätigen wir der Deutsche Bahn AG eine sehr hohe Bonität und eine im gesamtwirtschaftlichen Vergleich stark überdurchschnittliche Beurteilung. Die hohe Staatsnähe und Systemrelevanz haben einen erheblich positiven Effekt auf das Rating. Zudem nimmt die DB eine zentrale Rolle in Bezug auf die Einhaltung der Klimaschutzziele 2030 der Bundesregierung ein. Wir gehen von einer hohen Bereitschaft der Eigentümerin aus, die DB auch in einem Krisenszenario finanziell hinreichend zu unterstützen, was wir durch die letzten Ankündigungen und Maßnahmen wie z.B. Eigenkapitalzuführungen

und die vorgesehenen höheren Investitionszuwendungen bis 2030, im Rahmen der dritten Leistungs- und Finanzierungsvereinbarung (LuFV III), weitgehend bestätigt sehen.

Das von der Creditreform Rating AG veröffentlichte unsolicited Sovereign Rating der Bundesrepublik Deutschland lautet auf **AAA / stabil**. Aufgrund der hohen Staatsnähe sowie der gesellschaftlichen, wirtschaftlichen als auch strategischen Bedeutung der DB für Deutschland, stufen wir das Ratingobjekt, trotz der erwarteten Verschlechterung der Finanzkennzahlen 2020, weiterhin zwei Notches unterhalb des Ratings des Sovereigns ein. Unbedingte und unwiderrufliche Garantien der Eigentümerin bestehen unterdessen weiterhin nicht in wesentlicher Größenordnung, was den Unterschied des Ratings der DB zum Sovereign Rating erklärt. Weitere Aspekte sind das nachhaltige Geschäftsmodell und die überwiegend marktführende Stellung. Der Konzern zeigt bislang selbst in Krisenzeiten eine hohe Fähigkeit durch Außenfinanzierung über hinreichende Finanzmittel zu verfügen. Auch bei einer in den kommenden Jahren verhaltenen Entwicklung sähen wir die finanzielle Stabilität grundsätzlich nicht gefährdet. Einen erheblichen dämpfenden Einfluss auf das Rating haben die Markt- und Konjunkturerwicklungen, welche aus der COVID-19-Pandemie resultieren und die Geschäftsentwicklung in 2020 deutlich belasten. Mittelfristige negative Effekte in Bezug auf Frachtmengen und Passagierzahlen sind derzeit nicht auszuschließen und könnten die Ratingeinschätzung beeinflussen.

#### Ausblick

Wir sehen die DB als EVU besonders durch die COVID-19-Pandemie betroffen und rechnen mit einer signifikanten Verschlechterung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse auf Basis der Geschäftszahlen 2020, was zu einem Downgrade führen kann. Entsprechendes zeichnete sich im ungeprüften Halbjahresbericht 2020 ab. Vorgesehene Gegen- und Ausgleichsmaßnahmen wie eine Eigenkapitalzuführung, eine deutliche Erholung des Geschäfts in 2021 und die Staatsnähe könnten einem tatsächlichen Downgrade final entgegenstehen.

Es ist weiterhin schwierig zu beurteilen, wie lange die Pandemie, die daraus resultierenden negativen Konjunkturreffekte und eine anschließende Erholungsphase verlaufen und andauern werden. Die damit verbundenen Unsicherheiten in Bezug auf das Ratingobjekt bedingen einen negativen Ausblick. Dieser wird auch durch die zukünftigen Herausforderungen und die damit verbundenen finanziellen Erfordernisse beeinflusst. Sie bestehen aus einem enormen Investitionsvolumen und einem erwartenden Verschuldungsanstieg sowie in Zusammenhang mit der Digitalisierung, strukturellen Aufgaben, Personalthemen, der Verbesserung der operativen Leistungsdaten und Kosteneffizienzaspekten (z.B. überproportionaler Anstieg der Personalkosten).

**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:**

+Umsatzentwicklung  
+Noch hinreichende Eigenkapitalquote  
+Quote der Zahlungsmittel  
+Zinsdeckung  
+Zinsaufwand zum Fremdkapital

-Deckungsgrad des Anlagevermögens  
-Kapitalbindungsdauer  
-Kapitalumschlag  
-Net total debt / EBITDA adj.  
-Gesamtkapitalrentabilität  
-Free Cashflow  
-Ausschüttungsquote

**Ratingrelevante Faktoren**

Tabelle 1: Finanzkennzahlen I Basis: DB-Konzern Integrierter Bericht 2019, strukturiert durch CRA

Deutsche Bahn AG Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Integrierter Bericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen <sup>1</sup>	
	2018	2019
Umsatz (Mio. EUR)	44.065	44.430
EBITDA (Mio. EUR)	4.450	4.927
EBIT (Mio. EUR)	1.762	1.256
EAT (Mio. EUR)	542	680
EAT nach Abführung (Mio. EUR)	528	662
Bilanzsumme (Mio. EUR)	55.828	61.891
Eigenkapitalquote (%)	23,60	22,61
Kapitalbindungsdauer (Tage)	46,87	49,59
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	14,74	18,94
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	10,75	10,31
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	1,51	1,37
Gesamtkapitalrendite (%)	2,13	2,16

**Allgemeine Ratingfaktoren**

- + Vollständig im Eigentum der Bundesrepublik Deutschland
- + Laufende finanzielle Unterstützung der öffentlichen Hand
- + Hohe Wahrscheinlichkeit finanzieller Unterstützung im Krisenfall durch den Bund
- + Hohe politische, strukturelle, ökonomische und gesellschaftliche Systemrelevanz
- + Zukunftsfähiges Geschäft auch in Bezug auf deutsche und europäische Klimaschutzziele
- + Uneingeschränkte Kapitalmarktfähigkeit und sehr guter Kapitalmarktzugang
- + Zumeist marktführende Stellung in den wesentlichen Geschäftsfeldern
- + Eigentümerin der deutschen Schieneninfrastruktur
- + Diversifiziertes Produkt- und Leistungsportfolio sowie internationales Geschäft
  
- Konjunktursensitivität
- Erhöhte Abhängigkeit des Geschäfts von der Finanzierung durch die öffentliche Hand
- Anfälligkeit für exogene Einflussfaktoren (Regulatorik) und Einflussnahme durch Politik, Öffentlichkeit und Gewerkschaften
- Hohe und weiter ansteigende Wettbewerbsintensität in den Kernmärkten
- Hohe und weiter steigende Kapitalintensität und hoher Strukturkostenblock
- Bedingt Währungsrisiken und direkte wie indirekte Energiepreissrisiken
- Neustrukturierungs- und Personalherausforderungen
- Unverändert defizitäres Geschäftsfeld DB Cargo

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

**Aktuelle Ratingfaktoren**

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

- + Abschluss des LuFV III mit 10-jähriger Laufzeit
- + Zusätzliche Mittel über 11 Mrd. EUR bis 2030 zur Stärkung der Schiene
- + Erhöhung und Dynamisierung der Regionalisierungsmittel der öffentlichen Hand
- + Eigenkapitalzusage zur Abwehr negativer Pandemieeffekte von bis zu 5 Mrd. EUR in 2020 sowie zusätzliche Mittel für den Regionalverkehr
- + Preisabsenkung durch Mehrwertsteuerabsenkung für Fernverkehrstickets ab 01.01.2020
- + Zusätzliche befristete Absenkung der Mehrwertsteuer von 19% auf 16% bzw. 7% auf 5%
- + Zusage weiterer Unterstützung wie die einmalige Erhöhung der Regionalisierungsmittel
- + Insgesamt verstärktes Bekenntnis von Politik und Gesellschaft zur Stärkung der Schiene
  
- Enorme Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Geschäftsentwicklung 2020
- Erwartung eines hohen negativen Gesamtjahresergebnisses 2020
- Signifikanter Verschuldungsaufbau und steigende Nettoverschuldung in 2020
- Allgemeiner Anstieg des Personalaufwands und des Strukturkostenblocks
- Hohe negative außerordentliche Effekte aus der Beteiligung DB Arriva in 2019 und 2020
- Insgesamt ist eine Verschlechterung der Finanzkennzahlen für 2020 zu erwarten
- Verlust von Verkehrsverträgen
- Weiterhin verbesserungswürdige operative Leistungswerte
- Konjunkturelle Schwäche von für den Konzern wichtigen Industrien (z.B. Automotive, Chemie)
- Mögliche Verringerung der Diversifizierung durch Konzentration auf eine „Starke Schiene“ in Deutschland
- Erwartung einer nur langsamen wirtschaftlichen Erholung im Zusammenhang mit den pandemischen und konjunkturellen Entwicklungen
- Unsicherheiten aus weiterer Pandemieentwicklung, (geo-)politischen Themen (z.B. BREXIT) und internationalen Handelskonflikten

**Prospektive Ratingfaktoren** zeigen auf, welche Elemente sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, stabilisierend oder rating erhöhend (+) 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 Zukunftseignisse.

**Prospektive Ratingfaktoren**

- + Weitere Maßnahmen eines substanziellen und qualitativen Ausbaus der Infrastruktur und des rollenden Materials
- + Fortschritte beim Erreichen langfristiger operativer Ziele (z.B. durch den Deutschland-Takt)
- + Zukunftsbezogene Weiterentwicklung der Organisation und Digitalisierung
- + Verbesserte Finanzkennzahlen auf Basis einer höheren Profitabilität und Innenfinanzierungskraft bei unterproportionaler Verschuldungsentwicklung
- + Zusätzliche Unterstützung und Fördermaßnahmen der öffentlichen Hand
  
- Verschlechterung der Bonität Deutschlands
- Veränderung unserer Einschätzung zur Bereitschaft der Eigentümerin den DB-Konzern finanziell zu unterstützen
- Hohe Wertberichtigungen auf Vermögenswerte
- Verschlechterung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse in 2021
- Vorwiegende Orientierung an politischen und gesellschaftlichen Zielen zu Lasten der betriebswirtschaftlichen Entwicklung
- Verstärkte Rezession z.B. durch anhaltende pandemische Effekte
- Massive Streiks während einer Ergebnisschwächephase

**ESG-Faktoren**

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im Fall der Deutsche Bahn AG haben wir ESG-Faktoren mit signifikantem Einfluss auf die folgenden Kategorien identifiziert, deren Einfluss in den unten aufgeführten Kapiteln erläutert wird.

(E) Environment  (S) Social  (G) Governance

(E): Das Geschäftsmodell und der DB-Konzern selbst leisten einen wesentlichen Beitrag zur Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen beim Transport von Gütern und Personen. Die DB wird unserer Meinung nach in Zukunft eine zentrale Rolle in der deutschen und europäischen Klimaschutz- und Verkehrspolitik spielen, was langfristig zu höheren Umsätzen führen sollte. In diesem Kontext ist das Geschäftsmodell als besonders zukunftsgerichtet zu bewerten (s. Strukturrisiko).

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 findet 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>

**Best-Case-Szenario: AA**

Die Aussicht für eine positive Ratingaktion im Zeitraum von einem Jahr ist aufgrund der gegebenen Kennzahlenarithmetik, erhöhter exogener Risiken und erheblicher struktureller Herausforderungen aktuell gering. In unserem Best-Case-Szenario für ein Jahr nehmen wir deshalb ein Rating von AA an. Wesentlich für dieses Szenario ist, dass die Creditreform Rating AG das unsolicited Sovereign Rating der Bundesrepublik Deutschland am 24.04.2020 mit **AAA / stabil** bestätigte. Aufgrund der Staatsnähe der DB zum Sovereign ist ein vergleichsweise enger Zusammenhang zwischen den Ratings gegeben, wobei wir unter den aktuellen Strukturen und Finanzkennzahlenausprägung die DB zwei Notches unterhalb des Sovereign Ratings einordnen.

**Worst-Case-Szenario: AA-**

In unserem Worst-Case-Szenario für ein Jahr sehen wir eine Verschlechterung des Ratings auf AA-. Sollte sich die Umsatz- und Ergebnisschwäche des laufenden Geschäftsjahres im kommenden Jahr nicht merklich verbessern, wäre ein Downgrade in Betracht zu ziehen. Dies könnte durch anhaltende negative pandemische und konjunkturelle Entwicklungen und/oder durch strukturelle und strategische Veränderungen induziert werden, die zu einer zumindest vorläufigen Ergebnisschwäche und einer Ausweitung der Verschuldung führen.

Auch wenn wir das Geschäftsmodell und die Geschäftsentwicklung unter der aktuellen Eigentümerstruktur der DB langjährig als robust einschätzen, bleiben somit erhebliche COVID-19-induzierte und weitere exogene Risiken relevant. Ein Downgrade des, für die DB maßgeblichen, unsolicited Sovereign Ratings der Bundesrepublik Deutschland erwarten wir vor dem Hintergrund des stabilen Ratingausblicks derzeit nicht.

**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.

**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.

## Geschäftsentwicklung und Ausblick

Im Geschäftsjahr 2019 konnte die Deutsche Bahn AG ihre Marktpositionen in den wesentlichen Geschäftsfeldern behaupten und bleibt damit in Europa das führende Transportunternehmen, das auch weltweit in seinen Märkten zu den Top-Anbietern gehört. Auf dem rd. 33.000 km langen Schienennetz in Deutschland wurden rd. 2.123 Mio. Reisende (+35 Mio.) befördert. Hinzu kamen 537 Mio. Reisende im Busverkehr (-46 Mio.). DB Arriva beförderte zudem 2.214 Mio. Reisende (+216 Mio. Reisende) im europäischen Ausland im Schienen- und Busverkehr. In 2019 musste DB Cargo abermals deutliche Einbußen in den Leistungsdaten hinnehmen und führt damit den seit 2010 anhaltenden negativen Trend fort. Leicht positiv entwickelten sich die Pünktlichkeitswerte auf 93,7% im Schienenbetrieb Deutschland (2018: 93,4%). Trotz Verbesserungen bei DB Fernverkehr mit 75,9% (2018: 74,9%) und DB Cargo mit 73,8% (2018: 72,9%) blieben die Pünktlichkeitswerte in diesen Teilsegmenten weiterhin verbesserungswürdig.

Tabelle 2: Geschäftsentwicklung des DB-Konzerns | Basis: DB-Konzern Integrierter Bericht 2019

DB-Konzern				
in Mio. EUR	2016	2017	2018	2019
Umsatz	40.557	42.693	44.065	44.430
EBITDA	4.416	4.859	4.450	4.927
EBIT	1.399	2.012	1.762	1.256
EBT	706	968	1.172	681
EAT	716	765	542	680

Die Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung und die Finanzkennzahlen des Konzerns sind für 2019 erheblich durch die erstmalige Anwendung des IFRS 16 (Leasingverpflichtungen) beeinflusst, woraus wir, wegen vorheriger impliziter Berücksichtigung der Off-Balance-Verbindlichkeiten im Rating, allerdings keine Wirkung auf das Rating ableiten.

Im Geschäftsjahr 2019 verzeichnete der DB-Konzern unter der neuen Konzern-Dachstrategie „Starke Schiene“, bei einem um rd. 0,8% auf 40.430 Mio. EUR gestiegenem Umsatz, einen Jahresüberschuss von 680 Mio. EUR. Mit Ausnahme des unvermindert defizitären Geschäftsfelds DB Cargo leisteten alle weiteren operativen Segmente (vor Konsolidierungseffekten) einen positiven Ergebnisbeitrag (EBIT bereinigt). Bedeutsam waren die auf 18.152 Mio. EUR (+851 Mio. EUR; +4,9%) gestiegenen Personalaufwendungen (Anzahl der Mitarbeiter per 31.12.2019 Vollzeitäquivalent +1,7%) und ein Anstieg der Abschreibungen um 983 Mio. EUR, was durch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen abgemildert wurde, die sich um 931 Mio. EUR verringerten; jedoch waren beide Größen maßgeblich durch die erstmalige Anwendung des IFRS 16 beeinflusst.

Das analytische Konzern-Betriebsergebnis (EBIT) belief sich auf 1.256 Mio. EUR (2018: 1.762 Mio. EUR). Darin waren negative Einmaleffekte in wesentlicher Größenordnung (rd. 391 Mio. EUR; 2018: 233 Mio. EUR) enthalten. Wir sehen die operative Ergebnisentwicklung 2019 insgesamt verhalten. Nach einem leicht verschlechterten Finanzergebnis i.H.v. -703 Mio. EUR (2018: -647 Mio. EUR) konnte nur durch einen Rückgang der Ertragssteuern im Vorjahresvergleich um 629 Mio. EUR auf 1 Mio. EUR ein auskömmliches Jahresergebnis von 680 Mio. EUR erreicht werden<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Zu weiteren Einzelheiten und Hintergründen der Ergebnisentwicklung verweisen wir aus Umfangsgründen auf den Integrierten Bericht 2019 des DB-Konzerns.

Im Geschäftsjahr 2019 erhöhte sich die Summe der originären und der für analytische Zwecke aufgestellten Konzernbilanz, was, wie erwähnt, maßgeblich durch die erstmalige Anwendung des IFRS 16 bedingt ist. Dies ging, zusammen mit Gewinnausschüttungen an den Bund i.H.v. 650 Mio. EUR, im Kontext der Infrastrukturfinanzierung des Konzerns und dem merklichen bilanziellen Anstieg der Finanzschulden (+5.449 Mio. EUR, großteils durch IFRS 16) zu Lasten der originären Eigenkapitalquote, die jedoch durch die Ausgabe zweier nachrangiger, langfristiger Hybridanleihen (Perpetual Bonds) mit einem Nominalvolumen von 2 Mrd. EUR gestützt wurde. Wegen der Anleihebedingungen haben wir diese analytisch vollständig dem Eigenkapital zugeordnet<sup>3</sup>. Es besteht im horizontalen Bilanzsummenvergleich dennoch ein gewisser Schiefstand, der sich in einem analytischen Deckungsgrad des Anlagevermögens von 63,76% und einer Liquidität III. Grades von 73,92% zeigt. Das Net total debt / EBITDA adj. hat sich mit einem Wert von 10,31 (2018: 10,75) wie auch die Gesamtkapitalrentabilität von 2,16% (2018: 2,13%) stabil entwickelt. Insgesamt hat sich das Ergebnis der Finanzkennzahlenanalyse im Vorjahrsvergleich leicht verschlechtert.

Die Auszahlungen für Investitionen blieben in 2019 mit 11.661 Mio. EUR (2018: 11.242) im Vergleich zum Cashflow aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit i.H.v. 3.278 Mio. EUR (2018: 3.371 Mio. EUR) weiterhin auf einem hohen Niveau. Der Großteil des Betrags wurde durch Zuwendungen i.H.v. 7.447 Mio. EUR gegenfinanziert. Unter Berücksichtigung der Abschreibungen i.H.v. 3.671 Mio. EUR betragen die Nettoinvestitionen rd. 543 Mio. EUR, was unsere Einschätzung zum Ausmaß der Investitionstätigkeit relativiert. Neben dem Mittelzufluss aus dem operativen Geschäft und den Zuschüssen der öffentlichen Hand bleiben Kapitalmarktinstrumente wie Anleihen die wichtigste Finanzierungsquelle des DB-Konzerns. Die DB bilanzierte in ihrem Konzernabschluss 2019 54 Anleihen mit einem Buchwert von 20.966 Mio. EUR, zzgl. einer börsennotierten Anleihe mit einem Buchwert von 953 Mio. EUR, sowie sechs Commercial Paper mit einem Buchwert von 890 Mio. EUR. Bankdarlehen und EUOFIMA Darlehen summierten sich auf 826 Mio. EUR, bilanzierte Leasingverbindlichkeiten erreichten einen Wert von 5.636 Mio. EUR und waren damit primär IFRS-16-bedingt deutlich höher als der Vorjahrswert (562 Mio. EUR). Die flüssigen Mittel beliefen sich auf 3.993 Mio. EUR. Zusammen mit freien Kreditfazilitäten sowie der Kapitalmarktfähigkeit war jederzeit eine hinreichende Liquidität gegeben.

Der DB-Konzern ist bis März vergleichsweise gut in das Geschäftsjahr 2020 gestartet, seitdem wirkt sich die COVID-19-Pandemie erheblich negativ auf Umsatz und Ergebnisse aus. Diese Auswirkungen zeigen sich in allen operativen Einheiten des Schienentransports von Personen und Gütern sowie im Busverkehr. Insgesamt ist die Anzahl der Reisenden um 41,0% im 1. Halbjahr 2020 eingebrochen. Zudem hatte die Beendigung des Arriva-Rail-North-Franchise (UK) am 1. März 2020 einen negativen Effekt. Im Schienengüterverkehr haben sich die beförderten Güter in Mio. t auch pandemie- und konjunkturbedingt um 15,8% reduziert. Hinzu kommen außerordentliche Effekte (-1.477 Mio. EUR), die vor allem durch eine Sonderabschreibung auf die DB-Tochter Arriva von 1.396 Mio. EUR verursacht wurden. Dies sehen wir vor dem Hintergrund der geplanten Veräußerung des Geschäftsfelds, der auch der Innenfinanzierung der Dachstrategie „Starke Schiene“ dienen könnte, kritisch. Stabilisierend waren die Entwicklungen in den Konzernbereichen DB Schenker und DB Netze Fahrweg. Dennoch schloss der DB-Konzern die ersten sechs Monate 2020 mit einem unbereinigten operativen Verlust in Höhe von 3.283 Mio. EUR ab

---

<sup>3</sup> Vorsorglich weisen wir darauf hin, dass wir eine der Hybridanleihen im Rahmen der kommenden Finanzkennzahlenanalyse für das Geschäftsjahr 2020 laufzeitbedingt (gemäß Kündigungsrecht) nur zu 50% dem Fremdkapital zugeordnet werden wird. Insofern relativiert sich die eigenkapitalstützende Wirkung.

(bereinigt 1.780 Mio. EUR). Zusammen führt dies, bei nur leicht verschlechtertem Finanzergebnis von -386 Mio. EUR (2018: -352 Mio. EUR) und leicht höherem Ertragssteueraufwand von 80 Mio. EUR (2018: 72 Mio. EUR), zu einem Halbjahresfehlbetrag von 3.749 Mio. EUR (2018: 205 Mio. EUR Überschuss).

Tabelle 3: Ungeprüfte Konzern Halbjahreszahlen I Basis: Deutsche Bahn Integrierter Zwischenbericht 2020

DB-Konzern Halbjahresdaten		
in Mio. EUR	1. Halbjahr 2019	1. Halbjahr 2020
Umsatz	22.014	19.423
EBITDA	2.438	92
EBIT	629	-3.283
EBT	277	-3.669
EAT	205	-3.749

Die Fremdkapitalfinanzierung wurde investitions- aber auch COVID-19-bedingt im 1. Halbjahr 2020 nochmals ausgeweitet. Hierzu wurde das European-Debt-Issuance Programm von 25 Mrd. EUR auf 30 Mrd. EUR erhöht, das per 30.06.2020 mit 23,3 Mrd. EUR (31.12.2019: 20,2 Mrd. EUR) in Anspruch genommen wurde. Insgesamt beliefen sich die Senioranleihen auf 23.788 Mio. EUR. Hinzu kam eine gestiegene Auslastung des 3 Mrd. Commercial-Paper-Programms auf 1.677 Mio. EUR. Leasingverbindlichkeiten gingen um 658 Mio. EUR auf 4.357 Mio. EUR zurück. Leicht rückläufig waren auch zinslose Darlehen und sonstige Finanzschulden von in Summe 1.589 Mio. EUR (-233 Mio. EUR). Während sich das originäre Eigenkapital (inkl. Hybridanleihen) von 14.927 Mio. EUR per 31.12.2019, ergebnis- und dividendenbedingt, auf 9.851 Mio. EUR per 30.06.2020 reduzierte (-5.076 Mio. EUR), ist sowohl die Finanz- (+2.718 Mio. EUR) als auch die Gesamtverschuldung (+3.741 Mio. EUR) merklich angestiegen. Die Bilanzsumme hatte sich wegen des überproportionalen Rückgangs des Eigenkapitals um 1.335 Mio. EUR auf 64.493 Mio. EUR reduziert.

Die negative Entwicklung ist auch in der originären Kapitalflussrechnung im 1. Halbjahr 2020 sichtbar. Einem Cashflow aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von -235 Mio. EUR (1. Halbjahr 2019: +1.386 Mio. EUR) folgte ein Cashflow aus der Investitionstätigkeit von -2.414 Mio. EUR (1. Halbjahr 2019: -1.857 Mio. EUR), der nur durch einen schuldenfinanzierten Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von +2.397 Mio. EUR (1. Halbjahr 2019: +584 Mio. EUR) annähernd ausgeglichen werden konnte. Mit Zahlungsmitteln von 3.696 Mio. EUR und freien Kreditlinien von über 2 Mrd. EUR sowie den von Bund zugesagten Eigenkapitalmitteln in Verbindung mit der Kapitalmarktfähigkeit sehen wir die Liquiditätslage weiterhin als unkritisch an.

Der DB-Konzern geht in ihrem Prognosebericht für das Gesamtjahr 2020 von großen Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die allgemeine Konjunktur, die relevanten Märkte und sich selber aus. Wir teilen diese Einschätzung und sehen zudem weitere politische und konjunkturelle Risiken. Insofern gehen wir davon aus, dass trotz angenommener Erholungstendenzen in der 2. Jahreshälfte die wirtschaftliche Situation für den DB-Konzern unbefriedigend bleibt. Der DB-Konzern rechnet in seiner Prognose von Juli 2020 mit einem Konzernumsatz von größer als 38,5 Mrd. EUR und einem EBIT bis zu -3,5 Mrd. EUR, was verdeutlicht, dass die Möglichkeiten von Gegensteuermaßnahmen zur Corona-Pandemie begrenzt sind. Zusammenfassend ist für das Geschäftsjahr 2020 von erheblich verschlechterten Finanzkennzahlen und einem weiteren Rückgang des Gesamtergebnisses der Finanzkennzahlenanalyse auszugehen.

## Strukturrisiko

Die Deutsche Bahn AG ist zu 100% im Eigentum der Bundesrepublik Deutschland. Mit 542 Konzerngesellschaften und weiteren Beteiligungen (per 31.12.2019) zeigt sich die DB als sehr komplexes Unternehmen. Die Organisationsstruktur des DB-Konzerns besteht im Wesentlichen aus den acht Geschäftsfeldern DB Fernverkehr, DB Regio, DB Cargo, DB Netze Fahrweg, DB Netze Personenbahnhöfe, DB Netze Energie, DB Arriva und DB Schenker. Weitere Servicegesellschaften ergänzen das Geschäft. Aufbauend auf einer grundsätzlich wenig veränderten gesellschaftsrechtlichen Struktur hat der DB-Konzern die strategische Gliederung seines Geschäfts mit der 2019 vorgestellten Strategie „Starke Schiene“ verändert. Zentrales Element ist nunmehr der sog. Systemverbund Bahn, der aus den aufeinander aufbauenden Bereichen Schienentransporteur (primär Deutschland/Europa) und Infrastruktur (zusammen das Kerngeschäft), zusätzliche Transportmodi (z.B. Bus oder Innovationen wie Drohnen) und Digitale Plattformen besteht. Hinzu kommen die beiden eher international orientierten Großbeteiligungen DB Schenker und DB Arriva. Zukünftig sollen alle Bereiche an ihrem Beitrag zur Dach-Strategie „Starke Schiene“ gemessen werden, was nach unserem Verständnis insbesondere dem eher am Heimatmarkt Deutschland orientierten Systemverbund Bahn dienen sollte. Nach Einschätzung der DB ist der Beitrag von DB Arriva zur Strategie „Starke Schiene“ gering. Aus diesem Grund wird der Verkauf von DB Arriva geprüft, wobei das Vorhaben, bzw. dessen potenzielle finanzielle Wirkung, zuletzt durch aktuelle Entwicklungen erschwert sein dürfte.

Die laufenden Veränderungsprozesse, begleitet durch eine erheblich forcierte und zum Großteil durch die öffentliche Hand finanzierte Investitionstätigkeit in die Infrastruktur, rollendes Material und die Digitalisierung, soll bis zum Jahr 2030 zu einer erheblichen Steigerung der operativen Leistungsfähigkeit führen und so insgesamt mehr Verkehr auf die Schiene bringen. So sollen eine Verdoppelung der Passagierzahl im Fernverkehr und ein erheblicher Anstieg der Fahrgäste im Nahverkehr zu Lasten des individuellen PKW- und des Flugverkehrs erreicht werden. Der Marktanteil des Schienengüterverkehrs in Deutschland soll, im Vergleich zu anderen Verkehrsträgern (z.B. LKW), von derzeit 18% auf 25% erhöht werden. Integrativ plant der DB-Konzern dabei auch sein ESG-Profil zu verbessern und hat dabei unter anderem eine Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstosses im Blick. Dazu hat der DB ein umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen, das den Konzern „robuster“, „schlagkräftiger“, „moderner“ und „noch grüner“ machen soll. Neben einem erheblichen Ausbau der Infrastrukturkapazität sollen unter anderem mehr Züge angeschafft und eine höhere Taktrate mit verlässlicheren Anschlüssen (Deutschland-Takt) und kürzen Reisezeiten eingeführt werden. Durch den Ausbau der Digitalisierung hofft die DB in diesem Zusammenhang sowohl ihre Markt-Attraktivität als auch die Effizienz und Pünktlichkeit steigern zu können. Insbesondere aus politischer, gesellschaftlicher und ökologischer Sicht sehen wir das Gesamtvorhaben positiv. Der Nachweis, dass dies langfristig auch einen positiven Effekt auf ökonomische Aspekte und damit zentrale rating-relevante Faktoren haben kann, bleibt jedoch noch zu erbringen. Wir sehen diesbezüglich allerdings realistische Chancen, zumal das Geschäft des DB-Konzerns dadurch weiter stabilisiert werden wird. Wir halten die Ziele und die daran ausgerichteten Maßnahmen (soweit ersichtlich), auch im europäischen Gesamtkontext, für plausibel und dennoch für ambitioniert. Ein strukturelles Risiko sehen wir in einer verzögerten oder unvollständigen Umsetzung der als notwendig eingestuften Maßnahmen, was langfristig die Reputation und auch die finanzielle Situation beeinträchtigen kann. Jedoch zeichnet sich durch eine forcierte direkte und indirekte Unterstützung der Eigentümerin und der öffentlichen Hand, hinsichtlich der Finanzierungsaspekte, ein verbessertes Zukunftsbild ab.

Als Inhaberin der deutschen Schieneninfrastruktur kann der DB-Konzern auf ein engmaschiges Standort- und Schienennetz zurückgreifen, welches als wichtiger Wettbewerbsfaktor die Einhaltung hinreichender Markt- und Servicestandards gewährleistet. Angesichts des strategischen Anspruchs, sich in den Bereichen Schienenpersonen- und Schienengüterverkehr als Dienstleister mit einer hohen Kundenorientierung und Kundenakzeptanz zu behaupten, plant der Konzern seine Serviceorganisation und sein Leistungsangebot effizienter, digitaler und kundenorientierter zu gestalten. Preis dieser markt- und zukunftsorientierten Ausrichtung ist eine hohe Investitionstätigkeit und Kapitalbindung mit erhöhtem Organisations-, Infrastruktur- und Finanzanforderungen.

Integraler Bestandteil der notwendigen transparenten Unternehmensführung ist das informative öffentliche Berichtswesen, welches eine hinreichende Identifikation und Bewertung relevanter Unternehmensrisiken in Verbindung mit anderen öffentlichen Informationen ermöglicht. Im Rahmen der öffentlichen Berichterstattung finden operative und finanzbezogene Aspekte ausreichend Berücksichtigung. In Anbetracht vielfältiger Herausforderungen greift der DB-Konzern auf Controlling-, Risikomanagement- und Steuerungselemente zu, von denen wir annehmen können, dass sie eine hinreichende Ausgestaltung haben, um das Geschäft und die Veränderungen im Konzern operativ wie auch finanzwirtschaftlich zielgerichtet steuern. Dennoch bleiben infolge der internationalen Aufstellung sowie sich verhalten entwickelnder Geschäftsfeldern, vor allem DB Cargo und zuletzt auch DB Arriva, operative Risiken für den Konzern erhalten. Weitere Wertberichtigungen in diesen Geschäftsfeldern schließen wir nicht aus. Sollte das Geschäftsfeld DB Arriva, wie zuletzt vorgesehen, veräußert werden, hätte dies einen signifikanten Einfluss auf die Konzernstruktur und Größe, mit einer Einengung der Diversifizierung. Bei einer zeitnahen und abwertungsfreien Umsetzung sehen wir darin mittel- bis langfristig dennoch keinen erheblichen Nachteil in Bezug auf das Rating.

Positiv bewerten wir das Eigentum am deutschen Schienennetz und den entsprechenden Immobilien, allerdings gepaart mit einem hohen Strukturkostensockel und anhaltenden Modernisierungs- und Erweiterungserfordernissen. Maßgebliche Risiken ergeben sich danach aus der hohen Kapitalintensität und dem Wettbewerbsdruck durch weitere EVU, denen regulatorisch ein diskriminierungsfreier Zugang zur Schieneninfrastruktur zu gewähren ist. Wir sind der Meinung, dass Verkehrsmittel wie Fernbusse, LKW, Flugzeuge aber auch PKW langfristig Substitute für das Leistungsangebot der Bahn bleiben werden. Insbesondere im Zuge von COVID-19 kann es zu nachhaltigen Veränderungen der Reisegewohnheiten und des Verkehrsaufkommens kommen, die auch das Geschäft der Bahn beeinträchtigen können. Dies beinhaltet den Trend zum Home-Office oder auch eine verringerte beruflich bedingte Reisetätigkeit durch mehr Online-Meetings, was alle Verkehrsträger treffen würde. Auch psychologisch verändertes Reiseverhalten (mögliches Infektionsrisiko im öffentlichen Personenverkehr) kann zukünftig einen Effekt auf die Wahl des Verkehrsträgers haben, sofern sich die Verfügbarkeit eines Impfstoffes verzögert. Eine Relativierung der damit verbundenen Risiken ergibt sich durch die Eigentümerin und den allgemeinen politischen wie gesellschaftlichen Trend zum Natur- und Klimaschutz, was dem Schienenverkehr mittel- bis langfristig nützen sollte. Der DB-Konzern wird wegen seines hohen Kapitalbedarfs auch in Zukunft von Zuschüssen und Kapitalbeiträgen der öffentlichen Hand abhängig sein. Mit Blick auf die Entscheidungs-, Erfolgs- und Potenzialfaktoren, die sich aus dem engen Zusammenhang mit der Eigentümerin Bundesrepublik Deutschland ergeben, ist der Nutzen hieraus für die DB im Rating deutlich höher einzuschätzen, als die damit verbundenen Einschränkungen in der Unternehmensführung.

Hinsichtlich der Nachhaltigkeitsthemen sehen wir den Konzern im Bereich Environmental (Umwelt) als gut bis sehr gut aufgestellt an, was sich positiv auf das Rating auswirkt. Ausschlaggebend hierfür ist der Beitrag des Geschäftsmodells zur Reduktion der Treibhausgasemissionen, einem wesentlichen Bestandteil der europäischen und deutschen Klimaschutzziele. Dies wird durch den vermehrten Einsatz „Grünen Stroms“ zusätzlich vorangetrieben. Bis 2038 soll 100% des Bahnstroms aus erneuerbaren Energien bezogen werden (2019: 60,1%). Für gut beurteilen wir auch die sozialen Aspekte und sehen die Governance Themen als zufriedenstellend an. Wir erwarten daraus, dass die Unterstützungsmaßnahmen der Eigentümerin bzw. der öffentlichen Hand auch zukünftig erhalten bleiben und mitunter steigen werden. Mittel- bis langfristig ist zudem von einem Anstieg des Güter- und Personenverkehrs der EVU allgemein auszugehen.

Insgesamt sehen wir das Strukturrisiko, wegen der hohen strukturellen Herausforderungen, u.a. im Personalbereich des DB-Konzerns, als durchschnittlich bis leicht erhöht an.

### Geschäftsrisiko

Eingebettet in ein wertorientiertes Leitbild mit gesellschaftlicher und ökologischer Verantwortung ist die Dach-Strategie des DB-Konzerns „Starke Schiene“ auf ein forciertes nachhaltiges Wachstum ausgerichtet. Als notwendige Basis dieser grundlegenden Zielsetzung sehen wir die Beibehaltung der vollständigen bzw. überwiegenden Gesellschaftermehrheit der Bundesrepublik Deutschland an der DB an, die weiterhin ein maßgeblicher Impulsgeber für den Konzern sein wird.

Auch wenn der DB-Konzern internationales Geschäft vor allem über die Geschäftsfelder DB Cargo, DB Schenker und DB Arriva betreibt, generiert der Konzern den größten Teil seiner Umsätze in Deutschland (rd. 57%) und tätigt im Heimatmarkt den Großteil seiner Investitionen (rd. 90%). Auch ohne einen Verkauf von DB Arriva (rd. 12% des Umsatzes) sollte der Anteil in den kommenden Jahren merklich steigen. Insgesamt schätzen wir die Rahmenbedingungen der Länder, in denen das Unternehmen überwiegend tätig ist, als mehrheitlich gut ein. Rund 50% der Umsätze erzielt der Konzern im Systemverbund Bahn. Die restlichen rd. 38% entfallen auf DB Schenker.

Im Mittelpunkt der strategischen Markt- und Wachstumsaktivitäten steht das Bekenntnis des DB-Konzerns zu hoher Leistungsqualität, Pünktlichkeit und einem adäquaten Kundenservice. Dazu zählt auch Innovationsfähigkeit, gepaart mit einer hohen Wirtschafts- und Finanzkraft. Letzteres sehen wir in hinreichender Weise bis auf Weiteres nur in Verbindung mit der Gesellschafterin als gegeben an. Hinzu kommt die Personalpolitik, die eine wichtige Säule des Unternehmenserfolgs bleiben wird. Der DB-Konzern war in der Vergangenheit von Streiks betroffen. Hinzu kommt, dass ein wesentlicher Teil der Belegschaft in den kommenden Jahren in den Ruhestand gehen wird. Die Umsetzung der aktuellen Strategie wird nicht nur finanzielle und strukturelle Herausforderungen mit sich bringen, sondern u.a. im Personalbereich erhebliche Anstrengungen bedürfen, um genügend Mitarbeiter mit der benötigten Qualifikation (z.B. bei Lokführern) unter Berücksichtigung von Kostenaspekten zu gewinnen. Insgesamt sind die strategischen Konzepte des DB-Konzerns nachvollziehbar und langfristig erfolgversprechend, da politisch und gesellschaftlich gewollt. Allerdings verbleiben Fragen hinsichtlich der hinreichenden Berücksichtigung ökonomischer Aspekte.

Ohne eine Meinung dazu abzugeben, sehen wir latente Risiken aus Beschwerden und Klagen seitens anderer EVU und Transporteure, hinsichtlich einer systematischen Bevorzugung des DB

Konzerns von Seiten der Eigentümerin/des Gesetzgebers bzw. der öffentlichen Hand. Daraus könnten sich Entscheidungen und Urteile deutscher und europäischer Institutionen zu Lasten des DB-Konzerns ergeben.

Die Risiken aus dem Geschäftsmodell inkl. des Marktprofils des Konzerns schätzen wir moderat ein. Hierzu tragen die dominante Marktposition und -bedeutung im deutschen Schienenverkehr, die Unternehmensgröße, gewisse Alleinstellungsmerkmale und Wettbewerbsvorteile bei, die wesentlich mit der Gesamtverkehrspolitik, in Verbindung mit dem Bundesverkehrswegeplan und dem Klimaschutzgesetz, der Bundesrepublik Deutschland zusammenhängen. Insgesamt messen wir der DB eine hohe Systemrelevanz bei. Zu beobachten bleibt, ob der Konzern seine teils dominante Marktstellung im zunehmenden Wettbewerb seiner Hauptgeschäftsfelder weiterhin behaupten kann. Wir sehen die aktuellen Entwicklungen dazu positiv.

### Finanzrisiko

Das Finanzmanagement des DB-Konzerns ist gruppenübergreifend in der Treasury organisiert, die nach unserem Verständnis wie eine konzerninterne Bank arbeitet. Diese beschriebene Organisation halten wir sowohl für effektiv als auch effizient. Mit dem Einsatz von Derivaten sehen wir auch die durchaus erheblichen Währungsrisiken und die Zinsrisiken, denen der Konzern im Finanzbereich potenziell ausgesetzt ist, hinreichend abgesichert. So werden Erlöse aus Senior-Anleihen in Fremdwährung grundsätzlich in EUR geswappt.

Obwohl wir die Finanzlage und finanzielle Stabilität des DB-Konzerns grundsätzlich robust einschätzen, sehen wir die bilanzielle Kapitalstruktur und die Finanzkennzahlenausprägungen, in Bezug auf die vorliegende Ratingnote, lediglich als durchschnittlich an. Die noch zufriedenstellende, jedoch zuletzt wieder rückläufige bilanzanalytische Eigenkapitalquote von 22,61% zum Geschäftsjahresende 2019 zeigt, in Verbindung mit der verbesserungswürdigen Profitabilität und einer Zunahme der Verschuldung einen gewissen Negativtrend an, der sich in 2020 COVID-19-bedingt voraussichtlich nochmals merklich verschlechtern wird. Zwar wirkte die erstmalige Anwendung des IFRS 16 in 2019 deutlich negativ auf die bilanzielle Verschuldung, allerdings wurde dieser Effekt durch die Emission zweier Hybridanleihen mit einem Nominalvolumen von 2 Mrd. EUR analytisch kompensiert, wobei wir die Hybridanleihen, vor allem aufgrund der Nachrangigkeit und der Mindestlaufzeiten, in der Finanzanalyse zum Geschäftsjahr 2019 vollständig dem Eigenkapital zugeordnet haben. Zudem haben wir in den Vorjahren die Off-Balance-Verbindlichkeiten im Rating grundsätzlich berücksichtigt. Dennoch besteht die Fähigkeit des Konzerns, primär in Erledigung durch die Deutsche Bahn Finance GmbH (DB Finance), sich auch im aktuellen Zinsumfeld vergleichsweise günstig finanzieren zu können. Die Laufzeitstruktur der Fremdkapitalfinanzierung sehen wir weiterhin als ausgewogen an.

Die für sich genommen zufriedenstellende langfristige Fremdkapitalquote von 27,03% per 31.12.2019 konnte zusammen mit der Eigenkapitalquote das langfristig im Unternehmen gebundene Vermögen nur zu 63,76% decken. Hieraus ergibt sich ein gewisser Schiefstand im horizontalen Vergleich der Bilanz. Ausgleichend werten wir in diesem Zusammenhang die hohe Kapitalmarktfähigkeit des Konzerns, welche seine hinreichende Finanzstabilität durch revolving-Tilgungen und Neuemissionen auch langfristig gewährleisten sollte. Im Jahr 2019 hat die Finanzierungsgesellschaft DB Finance sieben Senior-Anleihen in verschiedenen Währungen mit einem Gegenwert in EUR von rd. 2,0 Mrd. EUR (primär zur Finanzierung fälliger Verbindlichkeiten) und die genannten Hybridanleihen über 2,0 Mrd. EUR emittiert, wobei die zum 31.12.2019

54 ausstehenden Anleihen mit rd. 73,1% den Hauptteil der bilanziellen Finanzschulden ausmachen. Weitere 17,5% resultierten aus Leasingverbindlichkeiten, der Rest aus Commercial Paper, Bankschulden und EUROFIMA Darlehen und sonstigen Finanzschulden. Diese Grundstruktur hat sich per 30.06.2020 insofern verfestigt, als dass die Kapitalmarktverbindlichkeiten aus Senior Anleihen und Commercial Paper nochmals um rd. 3,6 Mrd. EUR angestiegen sind, wobei die weiteren Finanzschulden in Summe um rd. 0,9 Mrd. EUR gesunken sind. In Verbindung mit leicht niedrigeren Finanzmitteln von 4,0 Mrd. EUR (31.12.2019: rd. 4,4 Mrd. EUR) hat sich die Netto-Finanzverschuldung um 3,3 Mrd. EUR auf 27,5 Mrd. EUR erhöht. Nach dem 30.06. hat der DB-Konzern weitere Anleiheemissionen getätigt. Financial Covenants sind in den Finanzierungsdokumenten soweit ersichtlich nicht vereinbart. Wir gehen, wie der DB-Konzern in seiner Prognose, von einem Netto-Schuldenanstieg im laufenden Geschäftsjahr in signifikanter Höhe aus, der zusammen mit der sich abzeichnenden negativen Ergebnislage und diesjährigen unzureichenden operativen Innenfinanzierungskraft die Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse 2020 erheblich belasten wird. Nichtsdestotrotz sehen wir die Liquiditätsausstattung in Verbindung mit den freien Kreditlinien als zufriedenstellend an, sodass die finanzielle Flexibilität in hinreichendem Maße gewährleistet ist. Beachtlich erscheint die in 2020 für 2019 getätigte Gewinnausschüttung an den Bund i.H.v. 650 Mio. EUR. Allerdings ist dies Teil der Infrastrukturfinanzierung des Bundes und fließt über diesen Weg wieder an den DB-Konzern zurück. Dennoch belastet die Dividende die ohnehin analytisch verbesserungswürdige Eigenkapitalquote, die wegen fehlender Garantiezusagen der Eigentümerin ein höheres Gewicht in der Analyse erfährt, als es bei anderen EVU bzw. Infrastrukturgesellschaften in öffentlicher Hand, die solche oder ähnlich wirkende Haftungsverhältnisse aufweisen, der Fall ist.

Neben den bilanziellen Schulden bestehen Off-Balance-Verpflichtungen, welche bei der Beurteilung der finanziellen Situation miteinzubeziehen sind. Dabei sehen wir die Höhe der Eventualforderungen- und schulden inkl. Bürgschaften als beherrschbar an. Beachtlich waren hingegen die sonstigen finanziellen Verpflichtungen per 31.12.2020, vor allem aus i.H.v. 17.421 Mio. EUR.

Die Dach-Strategie „Starke Schiene“ dient auch verkehrs- und klimapolitischen Zielen des Bundes. Das damit verbundene nochmals forcierte Investitionsprogramm wird nach unserer Erwartung mittelfristig, wegen des verbleibenden beachtlichen Eigenfinanzierungsanteils, einen dämpfenden Effekt auf die Kennzahlen des Konzerns ausüben. Dennoch sehen wir realistische Chancen, dass es dem DB-Konzern unter Berücksichtigung aktueller (Mega-)Trends (z.B. Klimaschutz) mittel- bis langfristig gelingen könnte einen positiven Effekt auf die Finanzkennzahlenanalyse aus der Strategie abzuleiten. Dem aus einem möglichen Verkauf von DB Arriva positiven Effekt auf die Finanzsituation könnten zunächst negative Effekte auf die Profitabilität des Gesamtkonzerns folgen. Andererseits könnte sich daraus ein signifikanter Finanzierungseffekt ergeben. Gegenläufig wirkt sich die höhere finanzielle Unterstützung der Eigentümerin aus, die durch diverse, vertragliche, gesetzliche und regulatorische Maßnahmen wie die LuFV III, die Absenkung der Mehrwertsteuer auf Bahntickets im Fernverkehr seit dem 01.01.2020, die Beschleunigung von Genehmigungs- und Planverfahren oder Änderungen des Regionalisierungsgesetzes (RegG) ermöglicht, sodass bessere Rahmenbedingungen entstehen und weitere Mittel für den Bahnbetrieb in erheblichem Umfang in den kommenden zehn Jahren bereitgestellt werden können. Insgesamt leiten wir daraus ein Bekenntnis der Eigentümerin bzw. der öffentlichen Hand für den Schienenverkehr in Deutschland allgemein und den DB-Konzern im Speziellen ab, was unsere Einschätzung zur Systemrelevanz und Staatsnähe festigt und sich auch auf unsere Einschätzung zum Finanzrisiko positiv auswirkt. Zusammenfassend schätzen wir das Finanzrisiko der DB das als gering ein.

## Issue Rating

### Issuer

Die Deutsche Bahn AG ist Garantin der von der Deutsche Bahn Finance GmbH (DB Finance) im Rahmen des (European) Debt-Issuance-Programme (DIP), mit letztem Basisprospekt vom 12.06.2020, emittierten Schuldverschreibungen. Sie hat damit für die ordnungsgemäße und pünktliche Zahlung von Kapital und Zinsen und sonstiger auf die Schuldverschreibungen zahlbarer Beträge eine unbedingte und unwiderrufliche Garantie übernommen.

Als 100%ige Tochtergesellschaft und reine Finanzierungsgesellschaft der Deutsche Bahn AG steht die Tätigkeit der DB Finance in direktem Zusammenhang mit dem Finanzbedarf des DB-Konzerns, der wiederum von dessen Entwicklung des operativen Geschäfts und den Investitionen abhängt. Ebenso ist die DB Finance von der Fähigkeit des DB-Konzerns abhängig, die Zahlungsverpflichtungen bedienen zu können, welche sich aus den von der DB Finance an den Konzern weitergereichten Intercompany-Darlehen ergeben. Insgesamt wird die künftige Entwicklung der DB Finance von der Geschäftsentwicklung, der Strategie sowie vom Kapital- und Investitionsbedarf des Mutterkonzerns, unter Berücksichtigung seiner spezifischen und allgemeinen Geschäftsrisiken, bestimmt. Insofern erachten wir eine konsolidierte Betrachtung der Geschäftsentwicklung und des Ausblicks für die Ratingbeurteilung der DB Finance als zweckmäßig. Wegen dieser gesellschaftsrechtlichen, ökonomischen, finanziellen und haftungsrechtlichen Verbindungen zwischen der Deutsche Bahn AG und der Deutsche Bahn Finance GmbH messen wir der Deutsche Bahn Finance GmbH das gleiche Rating wie der Deutsche Bahn AG zu. Es lautet ebenfalls auf **AA / negativ**.

### Issue Rating Details

Die Ratingobjekte sind ausschließlich die langfristigen, nicht nachrangigen und unbesicherten Schuldverschreibungen der DB Finance, welche in EUR denominieren (hier bezeichnet als Long-Term Local Currency Senior Unsecured Issues bzw. LT LC SUI) und welche unter einem Debt Issuance Programme (DIP) emittiert wurden. Dies, sofern sie Teil der Liste der EZB-zulässigen, marktfähigen Assets sind. Die EZB-Liste der zulässigen marktfähigen Assets ist auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank erhältlich.

Im Rahmen des DIP kann die DB Finance ein Volumen von bis zu 30 Milliarden EUR aufnehmen, wovon per 30.06.2020 23,3 Mrd. EUR in Anspruch genommen wurden. Insgesamt beurteilen wir zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts 32 Schuldverschreibungen mit einem Gesamtvolumen von 17.325 Mio. EUR. Gemäß der Dokumentation zum DIP und den Dokumentationen der weiteren von uns beurteilten Anleihen, stellen die Schuldverschreibungen nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin (DB Finance) dar, die untereinander und mit allen anderen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind, soweit diesen Verbindlichkeiten nicht durch zwingende gesetzliche Bestimmungen ein Vorrang eingeräumt wird. Es wurden gemäß der relevanten Emissionsdokumentationen Negativverpflichtungen, wie in den Prospekten definiert, implementiert. Auf weitere zentralen Elemente wird ergänzend in den jeweiligen endgültigen Emissionsbedingungen der einzelnen Schuldverschreibung eingegangen. Die hier beurteilten Schuldverschreibungen unterliegen deutschem Recht. Gerichtsstand ist Frankfurt am Main. Zu weiteren Einzelheiten der Emissionsbedingungen verweisen wir auf die jeweiligen Emissionsdokumente.

## Überblick

Tabelle 4: Überblick zum Euro Debt-Issuance-Programme | Quelle: Deutsche Bahn DIP Prospekt

Überblick 2020 DIP Programm			
Volumen	EUR 30.000.000.000	Maturity	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Garantin / Emittentinnen	Deutsche Bahn AG (Garantin) Deutsche Bahn Finance GmbH	Coupon	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Arrangeur	Deutsche Bank	Currency	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Credit Enhancement	Garantie durch Deutsche Bahn AG	ISIN	Abhängig von der jeweiligen Anleihe

## Ergebnis Corporate Issue Rating

Wir leiten die unsolicited Corporate Issue Ratings der von uns beurteilten, in EUR denominierten Schuldverschreibungen der Emittentin unter Anwendung unserer Ratingsystematik für Unternehmensemissionen vom unsolicited Corporate Issuer Rating der Emittentin ab. Gemäß der Ratingsystematik für Unternehmensemissionen der Creditreform Rating AG ist bei einem Issuer Rating im Bereich AA- bis AAA kein Notching in Bezug auf das Issue Rating vorgesehen. Aus den Anleihebedingungen / Emissionsprospekten hat sich kein außerordentlicher Grund für ein Notching zum Issuer Rating ergeben. Wir stellen im vorliegenden Fall die unsolicited Corporate Issue Ratings mit dem unsolicited Corporate Issuer Rating der DB Finance gleich (AA). Sie haben damit eine hohe Kreditqualität und ein geringes Ausfallrisiko. Der Ausblick ist **negativ**.

Alle in EUR denominierten Schuldverschreibungen, welche zukünftig unter dem DIP von der Deutsche Bahn AG oder Deutsche Bahn Finance GmbH begeben werden oder alle in Euro denominierten Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues, die eine gleichartige Emissionsbedingungen vorweisen und eine Garantiezusage der Deutsche Bahn 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 Deutsche Bahn AG bzw. der Deutsche Bahn Finance GmbH. Bis auf weiteres werden andere Emissionsklassen bzw. Programme wie z.B. das Commercial Paper Programme oder Hybridanleihen 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 5: Strukturierte Finanzkennzahlen | Basis: DB-Konzern Integrierter Bericht 2019, aufbereitet durch CRA

<b>Vermögensstruktur</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Anlagenintensität (%)	77,32	78,72	77,46	77,86
Kapitalumschlag	0,80	0,85	0,86	0,81
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	67,43	66,76	68,17	63,76
Quote der Zahlungsmittel (%)	8,30	6,35	6,35	6,45
<b>Kapitalstruktur</b>				
Eigenkapitalquote (%)	21,98	23,96	23,60	22,61
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	30,39	28,89	29,48	29,95
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	30,16	28,60	29,20	27,03
Kapitalbindungsdauer (Tage)	47,55	45,45	46,87	49,59
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	9,85	9,93	10,13	9,75
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	15,13	13,94	14,74	18,94
Gearing	3,17	2,91	2,97	3,14
Verschuldungsgrad	4,53	4,35	4,21	4,33
<b>Finanzkraft</b>				
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	9,55	5,94	4,79	7,08
Cashflow ROI (%)	7,71	5,06	4,05	5,44
Total debt / EBITDA adj.	11,29	9,90	11,72	11,25
Net-total debt / EBITDA adj.	10,09	9,07	10,75	10,31
ROCE (%)	2,48	4,29	3,07	1,70
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	13,73	15,63	12,85	6,30
<b>Rentabilität</b>				
Rohertragsquote (%)	57,20	56,53	56,50	57,02
EBIT Interest Coverage	1,72	2,66	2,63	1,79
EBITDA Interest Coverage	5,43	6,42	6,65	7,01
Personalaufwandsquote (%)	36,67	36,55	36,69	38,14
Materialaufwandsquote (%)	46,42	47,06	47,20	46,77
Cost Income Ratio (%)	103,09	101,93	102,82	104,02
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	1,82	1,80	1,51	1,37
Gesamtkapitalrentabilität (%)	2,80	2,74	2,13	2,16
Eigenkapitalrentabilität (%)	6,00	6,21	4,17	5,00
Umsatzrentabilität (%)	1,65	1,68	1,15	1,43
Operative Rentabilität (%)	3,23	4,41	3,74	2,64
<b>Liquidität</b>				
Liquidität I. Grades (%)	27,30	21,95	21,53	21,54
Liquidität II. Grades (%)	61,08	61,95	63,12	59,39
Liquidität III. Grades (%)	74,65	73,64	76,46	73,92

## Anhang

### Ratinghistorie

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

Tabelle 6: Corporate Issuer Rating der Deutsche Bahn AG

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	07.10.2016	14.10.2016	18.10.2017	AA / stabil

Tabelle 7: Corporate Issuer Rating der Deutsche Bahn Finance GmbH

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	19.07.2018	24.07.2018	22.09.2020	AA / stabil

Tabelle 8: LT LC Senior Unsecured Issues Issued von Deutsche Bahn Finance GmbH

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	19.07.2018	24.07.2018	22.09.2020	AA / stabil

### Regulatorik

Bei dem hier vorliegenden Rating<sup>4</sup> handelt es sich um ein unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne. 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	Ja
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Nein
Mit Zugang zum Management	Nein

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

<sup>4</sup> In diesen Regulatorischen Anforderungen wird der Begriff "Rating" in Bezug auf sämtliche Ratings verwendet, die in Zusammenhang mit diesem Bericht von der Creditreform Rating AG erstellt wurden. Dies kann mitunter mehrere Unternehmen und deren verschiedene Emissionen betreffen.

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

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

Systematik/Sub-Systematik	Versionsnummer	Datum	Internetadresse
Rating von Unternehmen	2.3	29.05.2019	<a href="https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensratings.pdf">https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensratings.pdf</a>
Staatsnahe Unternehmen	1.0	19.04.2017	<a href="https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Staatsnahe%20Unternehmen.pdf">https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Staatsnahe%20Unternehmen.pdf</a>
Rating von Unternehmensmissionen	1.0	Oktober 2016	<a href="https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensemissionen.pdf">https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Ratingsystematik%20Unternehmensemissionen.pdf</a>
Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings	1.3	Januar 2018	<a href="https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Grundlagen%20und%20Prinzipien%20bei%20der%20Erstellung%20von%20Ratings.pdf">https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethodenik%20DE/Grundlagen%20und%20Prinzipien%20bei%20der%20Erstellung%20von%20Ratings.pdf</a>

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
Rudger van Mook	Analyst	r.vanmook@creditreform-rating.de

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

Name	Funktion	Email-Adresse
Natallia Berthold	PAC	n.berthold@creditreform-rating.de

Am 22. September 2020 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 22. September 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. Integrierter Bericht
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  
Europadam 2-6  
D-41460 Neuss

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

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

Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl

HR Neuss B 10522