



ThyssenKrupp

Steel related Technology

Kaufen Kursziel: 30,00 €

Start Coverage

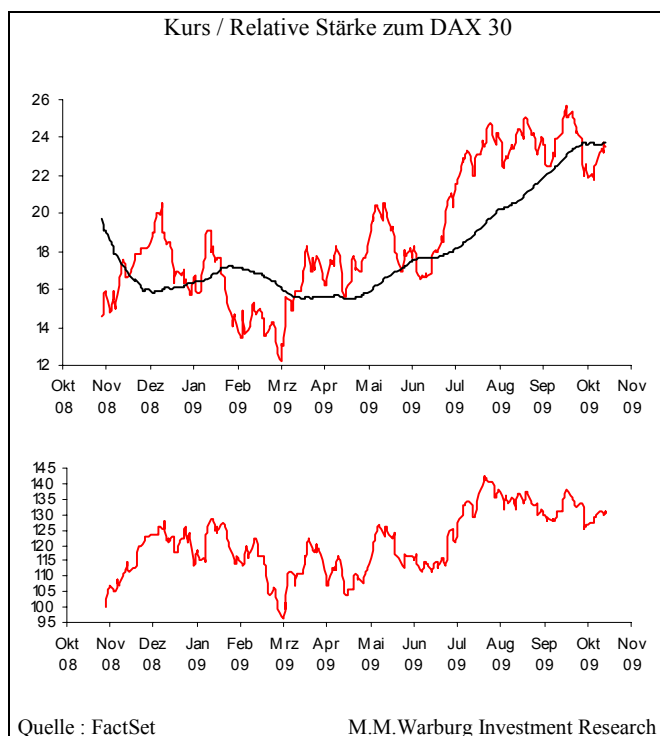
Bloomberg Code: TKA GY Equity
ISIN: DE0007500001

Kurs am 12.11.2009: 23,55 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 25,70/12,11 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	12.116,2 Mio €	Breit gestreut	St. 64,8%	27.11.2009 :	FY 08-09
Anzahl Aktien	514,5 Mio	Krupp Stiftung	St. 25,3%	27.11.2009 :	AC
Gez. Kapital	1317,0 Mio €	Eigene Anteile	St. 9,9%	21.01.2010 :	HV
Gen. Kapital	I) 500,0 Mio € (18.01.12)			12.02.2010 :	Q1
				12.05.2010 :	Q2/H1
				13.08.2010 :	Q3/9M

- Preise stehen für 2010 fest – Mengenerholung volatil
- Gute Ertragsperspektiven nach Restrukturierung und Konzernumbau
- Produktion in Steel Americas um 20% günstiger
- Wiederaufnahme der Coverage mit Kaufen, Kursziel: 30 €

BJOERN VOSS
Analyst
Tel.: +49 40 3282-2548
bvoss@mmwarburg.com



in €	09/2008	09/2009e	09/2010e	09/2011e
EPS (neu)	4,59	-3,28	0,80	2,99
EPS (alt)	---	---	---	---
CFPS	9,68	2,15	4,70	6,88
Dividende	1,30	0,35	0,40	0,90
in Mio €	09/2008	09/2009e	09/2010e	09/2011e
Umsatz	53.426,0	40.229,9	41.385,5	46.071,1
EBITDA	4.976,5	400,7	2.979,1	4.322,7
EBIT	3.572,5	-1.203,3	1.284,1	2.632,7
Jahresüberschuss	2.276,0	-1.558,2	331,9	1.345,9
Cash flow	4.624,0	995,8	2.176,9	3.188,9
ROCE (EBIT/CE)	12,5%	---	4,4%	8,8%
	09/2008	09/2009e	09/2010e	09/2011e
KGV	8,1	---	29,3	7,9
KCFV	3,9	8,3	5,0	3,4
Div. rendite	3,5%	2,0%	1,7%	3,8%
EV/Umsatz	0,50	0,47	0,55	0,49
EV/EBITDA	5,4	47,4	7,7	5,2



Inhalt

1	SWOT-Profil	3
2	Investment Case – Kaufen, 30 €	4
3	Treiber für die Aktie	5
4	Bewertung	7
5	Makroökonomisches Umfeld	10
6	ThyssenKrupp – Ein Industriekonglomerat mit Fokus auf Stahl	12
6.1	ThyssenKrupp Steel	12
6.1.1	Nummer 2 in Europa	12
6.1.2	Weltrohstahlproduktion unter Rezessionsniveau – Aufholpotenzial	14
6.2	ThyssenKrupp Stainless	17
6.2.1	Weltmarktführer	17
6.2.2	Aufschwung volatil	19
6.3	ThyssenKrupp Technologies	22
6.3.1	Top Player mit Optimierungspotenzial	22
6.3.2	Attraktive Aussichten für 2010-2011e	23
6.4	ThyssenKrupp Elevator	25
6.4.1	Oligopolistischer Markt	26
6.4.2	Solide Entwicklung in 2010-2011e	26
6.5	ThyssenKrupp Services	27
6.5.1	Märkte stark fragmentiert	28
6.5.2	Breite Konjunkturerholung Voraussetzung für Geschäftsbelebung	28
6.6	ThyssenKrupp Corporate/Consolidation	30
6.7	Die neue Struktur des Konzerns	30
7	Finanzdiskussion	30
7.1	Geschäftsentwicklung	30
7.2	Cashflow- und Bilanzanalyse	33

1 SWOT-Profil

Stärken:

- Im Wettbewerbsvergleich führende Produktqualität und Technologie
- Breites Produktspektrum sichert etablierte Kundenstrukturen
- Kurze Lieferwege zu Hauptkunden
- Effizienzgewinne nach Restrukturierung
- Steel Americas ermöglicht low-cost-Produktion...
- ...und strategische Neupositionierung in der Wachstumsregion der USA
- Transparenz nach Konzernumbau erhöht
- Modifizierter Anlauf-Plan der amerikanischen Kapazitäten bietet hohe Flexibilität

Schwächen:

- Kein "pure-play"-Investment
- Aufgrund der Konglomeratstruktur von vielfältigen (und z.T. gegenläufigen) Treibern abhängig
- Automobilindustrie direkt für > 20% und indirekt für fast 30% der Umsätze verantwortlich
- Preisverhandlungsmacht aufgrund von elastischer Kundennachfrage begrenzt
- Finanzstruktur nach Großinvestitionen angespannt
- Geringes Exposure in China

Chancen:

- Schnellere als bislang antizipierte Erholung der (tatsächlichen) Nachfrage nach Stahl...
- ... und Industriegütern
- Ein anhaltend positives Kapitalmarkt- bzw. M&A-Umfeld begünstigt Desinvestition von Safway, Xervon und Teile von Automotive Systems
- Steel USA kann eine kurzfristig steigende Nachfrage schnell bedienen
- Restrukturierung bietet mittel- bis langfristig gute Ertragsperspektiven
- Hoher Auftragsbestand bei Technologies als Puffer gegen möglichen spätzyklischen Abschwung

Risiken:

- Jüngste Nachfragebelebung nur lagerzyklisch begründet
- Tatsächliche Nachfrage bleibt schwach
- Preiserholung bleibt aus
- Nachfrage und Angebot könnten bei vorschnellem Kapazitätsanstieg aus dem Gleichgewicht geraten
- Verlust des Investment-Grade-Ratings aufgrund mutmaßlich weiter steigender Verschuldung in FY 09/10e (Mittelbedarf zur Finanzierung des Umlaufvermögens)

2 Investment Case – Kaufen, 30 €

Wiederaufnahme der Coverage von ThyssenKrupp mit Kaufen-Rating, Kursziel: 30€

Wir nehmen die ThyssenKrupp-Aktie wieder in unsere Coverage mit einer Kaufen-Empfehlung und einem Kursziel von 30 € auf. Das Kursziel leiten wir als Mittel aus vier Bewertungsansätzen ab. Neben dem für Konglomerate typischen Sum-of-the-Parts-Ansatz (Fair Value: 40,07 €) stellen wir die Bewertung auch auf ein DCF- (FV: 35,85 €) und EVA-Verfahren (FV: 28,88 €) sowie auf ein auf Mid-cycle-Perspektiven beruhendes Modell (FV: 30,10 €) ab. Letzteres basiert auf der von uns für die Zukunft erwarteten durchschnittlichen Profitabilität des Konzerns. Die Berücksichtigung des DCF- und EVA-Ansatzes erscheint uns nach der überproportional starken Investitionstätigkeit für Steel Americas in den letzten beiden Jahren wieder als geeignet. Zukünftig dürfte die Investitionstätigkeit von ThyssenKrupp weniger starken Schwankungen unterliegen als in den letzten Jahren.

Nachfrage wird sich sukzessive erholen – mit spürbaren Impulsen in FY 2010/2011

Nachdem ThyssenKrupp im Geschäftsjahr 2008/2009e infolge des dramatischen Nachfrage- und Preiseinbruchs einen Umsatzrückgang von knapp 25% auf 40 Mrd € (MMWe) sowie einen herben Vorsteuerverlust (MMWe: -1,9 Mrd €) ausweisen wird, dürfte sich die Nachfrage sukzessive verbessern und im Geschäftsjahr 2010/2011 wieder einen Umsatz von rund 46 Mrd € ermöglichen. Der Ergebniswings sollte aufgrund des Wegfalls von Sonderbelastungen (MMWe: 1,2 Mrd €) ab FY 09/10e noch erfreulicher verlaufen.

Aufholpotenzial von 15% bis zum realistischen Output

Wie unsere Makroökonomien konstatieren, dürfte die Weltwirtschaft ex China in diesem Jahr unter pessimistischen Annahmen auf den Stand des Jahres 2005 zurückfallen. Daher erscheint uns auch mindestens eine Stahlproduktion realistisch, die in jenem Jahr realisiert wurde, da sich kein Strukturwandel hin zu Alternativmaterialien abzeichnet. Die Weltstahlproduktion ex China betrug in 2005 im Schnitt 65,9 Mio Tonnen pro Monat. Das Aufholpotenzial bis zu einem realistischen Krisenniveau beträgt folglich mindestens 15%. Sobald die Wirtschaftsleistung wieder wächst, ist das Wachstumspotenzial noch höher.

Kurzfristig hohe Volatilität bei Mengenerholung – Preise sind für 2010 überwiegend gefixt

Der Weg hin zu einer Normalisierung der Nachfrage wird u.E. allerdings nicht ohne Umwege verlaufen. So haben sich gegenüber der ersten Jahreshälfte 2009 ab dem Sommer zwar erste Erholungstendenzen bei Absatzmengen und -preisen eingestellt, kurzfristige Rücksetzer schließen wir bei den Bestellvolumina und Erlösen aber nicht aus. Dafür sprechen u.E. zwei Effekte:

1. Der jüngste Nachfrageimpuls war überwiegend lagergetrieben (Handel, Unternehmen mit Lagerhaltung).
2. Da reale Nachfrageimpulse noch fehlen, könnte ein zu schneller Wiederanlauf der Produktion Nachfrage und Angebot aus dem Gleichgewicht bringen und Druck auf die Preise ausüben. Dabei sollte jedoch berücksichtigt werden, dass der Preisaspekt für ThyssenKrupp aufgrund der geringen Anzahl von Spottransaktionen (7% vom Umsatz) nur von geringer Relevanz ist. Für über 70% des Umsatzes bei TK Steel sind die Preise für 2010 bereits endverhandelt.

Entfall von Sonderbelastungen führt zu deutlichem Ergebniswings in FY 09/10

Aufgrund des erwarteten Wegfalls von Sonderbelastungen (Restrukturierungs-, Projekt-, und Wertberichtigungsaufwendungen) in Höhe von ca. 1,2 Mrd € (MMWe) sowie von sog. „windfall-losses“ und Vorratsabschreibungen (MMWe: 1,0 Mrd €) dürften sich die Ergebnisgrößen in FY 2009/2010 gegenüber FY 2008/2009 wieder deutlich verbessern. Sobald die „teuren“ Eisenerz- und Kokskohlelagerbestände abgebaut sind (ab Q2 09/10e), sollten sich zudem auch die gesunkenen Inputkosten positiv auswirken. Wir rechnen für FY 09/10e mit einem berichteten EBT in Höhe von 474 Mio €. Adjustiert um Projektkosten für Steel Americas (MMWe: 125 Mio €) beträgt unsere EBT-Prognose 599 Mio €.

EBT von nahezu 2 Mrd € in FY 10/11e

Ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 werden die Restrukturierungen und der Konzernumbau (nachhaltige Einsparung MMWe: 1,0-1,3 Mrd €) sowie die sich mutmaßlich weiter erholenden Absatzmärkte u.E. für einen deutlichen Impuls beim Umsatz und Ergebnis sorgen. In jener Periode dürfte der Konzernumsatz u.E. auf 46 Mrd € (+11%) und das Vorsteuerergebnis auf 1,9 Mrd € zulegen.

Abb. 1 : Ab 2010/2011e wieder Gewinn von über 2,0 Mrd €

in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Order intake	55.205	38.278	41.945	47.096
<i>Book-to-bill</i>	<i>1,03</i>	<i>0,95</i>	<i>1,01</i>	<i>1,02</i>
Sales	53.426	40.230	41.386	46.071
%yoy	3,3%	-24,7%	2,9%	11,3%
Operating profit	3.378	-1.418	1.229	2.578
%yoy	-8,2%	-	-	109,7%
% margin	6,3%	-3,5%	3,0%	5,6%
EBT	3.128	-1.900	474	1.923
%yoy	-6,1%	-	-	305,5%
% margin	5,9%	-4,7%	1,1%	4,2%
EBT adjusted	3.489	-533	599	1.923
% margin	6,5%	-1,3%	1,4%	4,2%

M.M. Warburg Investment Research

Langfristig bieten der Konzernumbau, die tiefgreifenden Restrukturierungen sowie die Expansion nach Amerika bessere Ertragsperspektiven als bislang

Die im Rahmen der Optimierungsprogramme und Reorganisation des Konzerns erzielten nachhaltigen Sparmaßnahmen bieten ThyssenKrupp in Kombination mit den um ca. 20% geringeren Herstellungskosten im Produktionsverbund Americas u.E. die Möglichkeit, den bisherigen Spitzenwert beim EBT in Höhe von 3,8 Mrd € (EBT 06/07 bereinigt um EU-Strafe im Bereich Elevator) im nächsten Zyklus zu übertreffen. Bei entsprechendem Rückenwind auf den Absatzmärkten erscheint uns ein neuer Spitzenwert beim EBT im Jahr 2015 möglich.

Markterwartungen für 2009/2010 u.E. zu optimistisch...

Obgleich der Entfall von Sonderbelastungen, von „windfall losses“ und von Wertminderungsaufwendungen einerseits sowie erste positive Effekte aus den Sparmaßnahmen andererseits eine Rückkehr in die Gewinnzone (EPS 09/10e: 0,80 €) im kommenden Geschäftsjahr ermöglichen sollten, erscheint uns die Konsensprognose von 1,31 € Gewinn je Aktie als zu optimistisch. Dagegen sprechen wie bereits angedeutet die gegenüber 08/09e um 6% niedrigeren Durchschnittspreise im Stahlbereich in 09/10e sowie eine mutmaßlich anhaltend verhaltene Nachfrage in der spätzyklischen Sparte Technologies. Zudem wird ein Großteil der Einsparungen aus den Optimierungsprogrammen sowie dem Konzernumbau erst ab 2010/2011 wirksam.

...für 2010/2011 hingegen zu konservativ

Unter der Voraussetzung anziehender Absatzmärkte wird das Ertragspotenzial von ThyssenKrupp im Jahr 2010/2011 u.E. hingegen unterschätzt. Wie oben angedeutet werden die Kostenreduktionsmaßnahmen (MMWe: 1,0-1,3 Mrd €) ihre volle Wirkung in jener Periode entfalten. Daneben wird Steel Americas im Laufe jenes Geschäftsjahres in der effizientesten Form (Brammenproduktion in Brasilien, Verarbeitung in den USA) produzieren (Kosten: -20%). Zudem dürfte sich dann auch die Geschäftslage im spätzyklischen Bereich Technologies (10/11e Umsatz +6,4%, AE: +12,0%) erholen haben. In 2010/2011e erscheint uns daher wieder einen Gewinn je Aktie von 2,99 € als realistisch. Der Markt geht hier lediglich von 2,60 € aus.

Trotz Rally ergibt sich weiteres Kurspotenzial

Die Erholung des ThyssenKrupp-Aktienkurses um gut 100% vom Tiefststand im Frühjahr dieses Jahres erscheint beeindruckend. Allerdings sollte die Erholung auch im Zusammenhang mit der übertriebenen negativen Kursentwicklung zwischen September 2008 und März 2009 (-64%) gesehen werden. Aufgrund der o.g. Aspekte, vor allem aber aufgrund der Tatsache, dass ThyssenKrupp u.E. langfristig ein besseres Ertragspotenzial hat als bisher, sehen wir ein weiteres Kurspotenzial von ca. 40% auf Jahressicht. Wir nehmen die Aktie daher mit einer Kaufen-Empfehlung in unsere Coverage auf. Das Kursziel lautet auf 29 €.

3 Treiber für die Aktie

Sondereffekte belasten nur einmalig

Bereinigt um Sondereffekte für:

- Restrukturierungen (08/09e: -887 Mio €)
- Projektkosten für Steel Americas (08/09e: -241 Mio €)
- Berichtigungen auf Vermögenswerte (08/09e: -239 Mio €)

wird ThyssenKrupp für das Geschäftsjahr 2008/2009e einen EBT-Verlust in Höhe von -533 Mio € ausweisen.

Darin enthalten sind:

- Wertminderungen auf Vorräte (MMWe: -220 Mio €) sowie
- „windfall losses“ (MMWe: -780 Mio €).

Zwar betrachtet ThyssenKrupp diese Belastungen als operative Aufwendungen. Gleichzeitig stehen sie jedoch in direktem Zusammenhang mit der Krise (und dem heftigen Preisverfall) und sollten daher zumindest gesondert erwähnt werden. Ohne diese Aufwendungen dürfte das EBT in 08/09e im positiven Terrain gelegen haben.

Mittelfristige Ertragsperspektiven werden unterschätzt

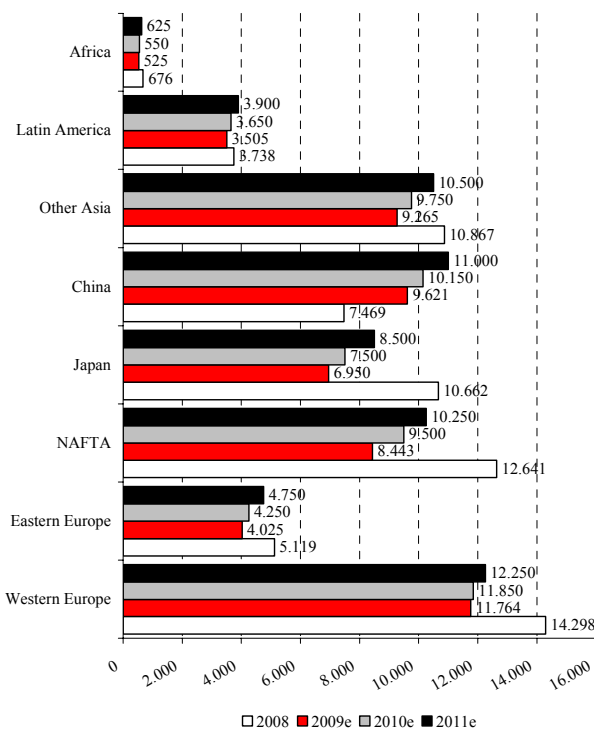
Im Geschäftsjahr 2010/2011e sind – eine anhaltende Konjunkturaufhellung vorausgesetzt – keine weiteren Sonderbelastungen oder operativen Einmalaufwendungen mehr zu erwarten. Zudem sollten die Sparmaßnahmen aus der Restrukturierung und dem Konzernumbau in Höhe von ca. 1,0-1,3 Mrd € (MMWe) das EBT in jener Periode positiv stimulieren. Basierend auf einem erwarteten Vorsteuergewinn in Höhe von knapp 600 Mio € in 2009/2010e sollte das EBT in 2010/2011e also allein deshalb auf mindestens 1,6 Mrd € zulegen. Darüber hinaus unterstellen wir eine anziehende Nachfrage in allen Sparten, wobei wir besondere Impulse in den Divisionen Steel und Stainless erwarten. Da ThyssenKrupp in diesen Einheiten überdurchschnittliche Margen erzielen kann, sollte das höhere Geschäftsvolumen dem Konzern-EBT einen zusätzlichen Schub geben. Entsprechend lautet unsere EBT-Prognose für 2010/2011e auf 1,9 Mrd €, was knapp 14% über den Markterwartungen liegt. U.E. unterschätzt der Konsens das Ergebnispotenzial aus der Restrukturierung. Wir rechnen daher mit einer Korrektur der Marktprognosen im Jahresverlauf 2010.

Anlauf der Produktion in den USA zum richtigen Zeitpunkt

ThyssenKrupp baut die Kapazitäten in den USA derzeit massiv auf. Neben einem Stahl-Walzwerk mit einer Jahreskapazität von 4,3 Mio Tonnen entstehen zwischen Ende 2010 und Mitte 2011 Edelstahlwalzkapazitäten im Umfang von zunächst 120.000 Tonnen p.a.. Je nach Marktlage kann die Edelstahlproduktion flexibel auf bis zu 350.000 Tonnen p.a. ausgebaut werden. Dies würde einem Anstieg der Pro-

duktionskapazität um ca. 30% (Stahl) bzw. 17% (Edelstahl) entsprechen. Damit ist ThyssenKrupp gut gerüstet, am erwarteten Aufschwung in den USA zu partizipieren. Das Marktforschungsinstitut SMR geht davon aus, dass die Edelnachfrage in Nordamerika nach einem Einbruch um 15% in 2008 und weiteren 27% in 2009e ab 2010e wieder spürbar und vor allem stärker als in ThyssenKrupps bislang wichtigstem Absatzmarkt Europa wachsen wird. Auch die Nachfrage nach Flachstahl in Nordamerika soll laut ThyssenKrupp von 50-60 Mio Tonnen in 2009e auf 70 Mio Tonnen (+27%) in 2011e zulegen. Das Düsseldorfer Unternehmen hat die Kapazitäten also anders als häufig kolportiert nicht zu spät in den USA ausgebaut, sondern den Produktionsanlauf nun für den richtigen Zeitpunkt geplant, um am nächsten Aufschwung teilzuhaben. Damit hat sich ThyssenKrupp für die Zukunft breiter aufgestellt als bislang.

Abb. 2 : Automobilproduktion dürfte spürbar wachsen



M.M. Warburg Investment Research

Erholung der Automobilnachfrage Katalysator für ThyssenKrupp

Direkt generierte ThyssenKrupp 21% der Konzernumsätze im Jahr 2007/2008 mit Kunden aus der Automobilindustrie. Addiert man zudem den Anteil, den Kunden aus der Stahlverarbeitung (Umsatzanteil bei ThyssenKrupp 17% in 07/08) ihrerseits wiederum mit Automobilherstellern und -zulieferern erzielen (ca. 50% der jeweiligen Umsätze), beträgt ThyssenKrupps „auto-exposure“ fast 30% oder 16 Mrd €. Entsprechend kritisch für die Geschäftsentwicklung des Konzerns ist die Erholung der Automobilnachfrage. Wir erwarten, dass die Automobilproduktion in 2010e

deutlich über dem sehr niedrigen Level von 2009e liegen wird, da die Läger auf ein unterdurchschnittliches Maß gefallen sind. Die Bekanntgabe der monatlichen (mutmaßlich erfreulichen) Produktionszahlen dürfte entsprechend einen stetigen positiven Newsflow für ThyssenKrupp bewirken.

Fortschritte bei Unternehmensverkäufen entlastet Bilanz

Bislang konnte ThyssenKrupp wenig Konkretes zu den geplanten Unternehmensverkäufen berichten. Lediglich die Anteilsaufstockung von Vale an TK CSA von 10% auf 26,87%, der (Teil)-Verkauf der Werft in Emden sowie die Trennung von TKIN wurden bestätigt. Während der Vale-Deal zu einer Liquiditätszufuhr von rund 900 Mio € führt, wurden über die beiden anderen Desinvestitionen keine Details veröffentlicht. Wir erwarten, dass der Werftenverkauf mit Mittelabflüssen/Restrukturierungsbeihilfen in Höhe eines mittleren dreistelligen Millionenbetrages assoziiert ist und für TKIN maximal ein mittlerer zweistelliger Millionenbetrag erzielt wurde.

Weitere zum Verkauf stehende Einheiten sind:

- Teile von Industrial Services (Safway und XERVON)
- Teile von Automotive (Presta Steering, Lenkkomponenten und Presta Camshaft, Nockenwellen)
- der zivile Schiffbau (TK Marine Systems)
- Teile der Division Special Products, bei denen der Besitz auf einen Minderheitenanteil reduziert werden soll. Das gilt für TK Mannex (Rohre, Werkzeugmaschinen), TK Technik (Gleistechnik, Bautechnik) und TK MinEnergy (Rohstoffe wie Mineralien, Kohle)

Sobald es bei den Desinvestitionsbestrebungen zu Fortschritten kommt, sollte der Aktienkurs positiv reagieren, da weitere Liquiditätszuflüsse zu einer unmittelbaren Verbesserung der Verschuldungskennziffern führen. Weitere Verzögerungen bei den Anteilsverkäufen sollten hingegen nicht für negative Reaktionen sorgen, da der Markt dies u.E. bereits eskomptiert. Wir haben Einzahlungen aus möglichen weiteren Unternehmensveräußerungen bislang nicht in unseren Free Cashflow Prognosen berücksichtigt.

4 Bewertung

Kursziel 30 € – Mittelfristige Perspektiven im Vordergrund

Das Kursziel von 30 € leiten wir als Mittel aus vier Bewertungsansätzen ab. Neben dem für Konglomerate typischen Sum-of-the-Parts-Ansatz (Fair Value: 40,07 €) stellen wir die Bewertung auch auf ein DCF- (FV: 35,85 €) und EVA-Verfahren (FV: 28,88 €) sowie auf ein auf Mid-cycle-Perspektiven beruhendes Modell (FV: 30,10 €) ab. Letzteres basiert auf der von uns für die Zukunft erwarteten durchschnittlichen Profitabilität des Konzerns. Die Berücksichtigung des DCF- und EVA-Ansatzes erscheint uns nach der überproportional starken Investitionstätigkeit für Steel Americas in den letzten beiden Jahren wieder als geeignet. Zukünftig dürfte die Investitionstätigkeit von ThyssenKrupp weniger starken Schwankungen unterliegen als in den letzten Jahren.

Konglomeratsabschlag: 10%

Aufgrund der Konglomeratsstruktur des Konzerns setzen wir einen Abschlag auf die Fair Values in Höhe von 10% an. Zwar erweisen sich Konglomerate gegenüber wirtschaftlichen Schwankungen üblicherweise stabiler als „Pure-Plays“. Gleichzeitig haben Investoren nicht die Möglichkeit, gezielt in einen Sektor zu investieren. Wir tragen diesem Nachteil durch den Abschlag auf die jeweiligen fairen Werte der verschiedenen Modelle Rechnung.

Abb. 3 : Upside-Potenzial trotz guter Kursperformance

Valuation method	weight	FV
DCF-model	0,25	35,85
EVA-model	0,25	28,88
Mid-cycle valuation	0,25	30,10
Sum-of-the-parts	0,25	40,07
Average		33,73
conglomerat discount	10%	30,35
PT		30
Share price		23,55
Performance		28,9%

M.M.Warburg Investment Research

DCF-Modell

Aufgrund der überdurchschnittlichen und wenig planbaren Investitionspolitik von ThyssenKrupp hatten wir bislang auf die Verwendung eines langfristigen Diskontierungsmodells verzichtet. Zukünftig (ab 2010/2011e) dürften die Investitionen wieder auf ein Normalmaß zurückgefahren werden. Zudem erwarten wir mittel- bis langfristig keine zu Steel Americas vergleichbare weitere Mega-Investition, sodass die Investitionsauszahlungen zukünftig weniger starken Schwankungen unterliegen dürften als bisher. Daher erachten wir es als angemessen, die langfristige Entwicklung des Düsseldorfer Konzerns wieder mithilfe eines am Kapitalmarkt geschätzten DCF-Ansatzes (FV: 35,85 €) abzubilden. Dabei besteht unser Modell aus einem Detailprognosezeitraum bis FY 2010/2011, einer Übergangsperiode bis FY 2018/2019 sowie einer ewigen Wachstumsrate in Höhe von 1,0% (MMWe). Wir halten den vergleichsweise niedrigen Wert aufgrund der langfristig gesättigten Nachfrage in den Hauptabsatzregionen von ThyssenKrupp für gerechtfertigt.

Abb. 4 : DCF-Modell

TKA DCF-model (in € m)	07/08	08/09e	09/10e	10/11e	11/12f	12/13f	13/14f	14/15f	15/16f	16/17f	17/18f	18/19f
Sales	53.426	40.230	41.386	46.071	50.678	54.226	57.479	60.353	62.767	64.650	66.590	68.588
% yoy	3,3%	-24,7%	2,9%	11,3%	10,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	3.573	-1.203	1.284	2.633	3.041	3.362	3.621	3.863	4.080	4.073	4.062	4.115
% margin	6,7%	-3,0%	3,1%	5,7%	6,0%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,3%	6,1%	6,0%
% yoy	-4,2%	-133,7%	-206,7%	105,0%	15,5%	10,6%	7,7%	6,7%	5,6%	-0,2%	-0,3%	1,3%
Depreciation	1.404	1.604	1.695	1.690	1.606	1.654	1.720	1.823	1.859	1.915	1.973	2.032
Taxes	-852	342	-142	-577	-760	-840	-905	-966	-1.020	-1.018	-1.015	-1.029
Change provisions	13	950	150	153	155	156	158	157	156	155	155	154
Change Working Capital	-187	2.677	-258	-815	10	-1.003	-773	-590	-496	-387	-398	-410
Other non cash items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gross op. CF (bef. interests)	3.950,5	4.369,5	2.729,2	3.084,3	4.050,6	3.327,9	3.820,8	4.286,3	4.579,4	4.738,4	4.775,2	4.861,6
% margin	7,4%	10,9%	6,6%	6,7%	8,0%	6,1%	6,6%	7,1%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%
Investments	-3.898,0	-3.894,0	-2.780,0	-1.670,0	-1.703,4	-1.737,5	-1.928,6	-1.832,2	-1.868,8	-1.924,9	-1.982,6	-2.042,1
% sales	7,3%	9,7%	6,7%	3,6%	3,4%	3,2%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Free Cash Flow	52,5	475,5	-50,8	1.414,3	2.347,2	1.590,4	1.892,2	2.454,2	2.710,6	2.813,5	2.792,6	2.819,5
% margin	0,1%	1,2%	-0,1%	3,1%	4,6%	2,9%	3,3%	4,1%	4,3%	4,4%	4,2%	4,1%

Terminal Value												32.709,2
Discounted FCF	475,5	-46,6	1.189,3	1.809,8	1.124,5	1.226,8	1.459,0	1.477,7	1.406,5	1.280,1		13.748,8

Fair Enterprise Value	25.151
Terminal Value % of EV	55%
Net financial debt(+)/cash(-)*	2.557
Financial assets*	999
Pension liabilities*	6.550
Minorities*	427
Fair Equity Value	16.616
Number of Shares (in m)	463
Fair Value per Share (€)	35,85

*: 2007/2008

WACC calculation	
Beta	1,5
Market risk premium	5,0%
Risk free interest rate (DE 20y)	4,0%
Cost of Equity	11,5%
Cost of Debt	6,0%
Cost of Debt incl. tax shield (25% flat)	4,3%
Terminal Growth discount	1,0%
WACC	9,6%
WACC (incl. tax shield)	9,1%

	calculated
Share equity	66,07%
Share debt	33,93%

M.M.Warburg Investment Research

Wesentliche Kernannahmen des Modells sind:

- Umsatzwachstum sukzessiv bis auf 3,0% abnehmend
- EBIT-Marge in Übergangsperiode zwischen 6,0%-6,5%
- EBIT-Marge in FY 11/12e und FY 18/19e bei 6,0% analog zur erwarteten mid-cycle Profitabilität
- Umsatz FY 13/14e: 56,9 Mrd €, Unternehmens-Guidance: „55-60 Mrd €“
- Working Capital/Umsatz-Relation stabil bei 21,8%
- Verhältnis Investitionen zu Abschreibungen sukzessive auf 100% sinkend
- WACC nach Steuern: 9,1% (vor Steuern: 9,6%). Dabei unterstellen wir ein Beta in Höhe von 1,5 (hohe Volatilität der ThyssenKrupp-Aktie), eine Marktrisikoprämie von 5,0% sowie eine risikofreie Alternativanlage von 4,0%.

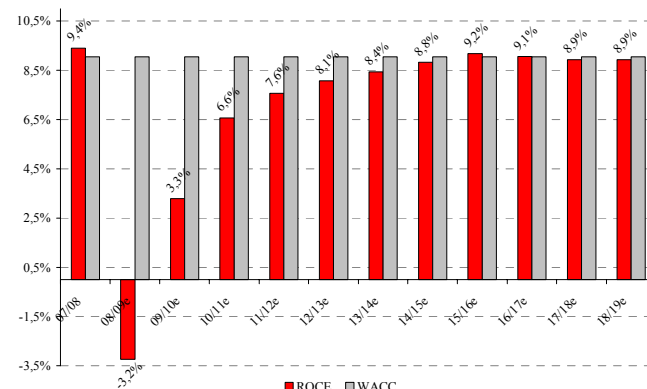
Konzernziele optimistischer

Anhand unserer Umsatz- und EBIT-Prognose im DCF-Modell wird ersichtlich, dass wir die von ThyssenKrupp gesetzten Zielmarken für den Umsatz (65 Mrd €) erst langfristig bzw. für das EBT (4,5-5,0 Mrd €) gar nicht einkalkulieren. Damit ergibt sich ein positives Abweichungsrisiko zu unseren langfristigen Annahmen.

EVA-Modell

Unser EVA-Modell gliedert sich wie das DCF-Modell in drei Phasen und berücksichtigt wie eben jenes identische Annahmen hinsichtlich der Variablen. Dadurch ermitteln wir für jedes Geschäftsjahr die Wertbeiträge, die ThyssenKrupp unserer Prognose nach erwirtschaftet. Sofern die Verzinsung des eingesetzten Kapitals größer ist als die Kapitalkosten, ist der Wertbeitrag positiv. Dies dürfte gemäß unserer Ertragsschätzung für den Konzern kurz- bis mittelfristig nicht der Fall sein.

Abb. 6 : EVA-Modell: ROCE vs. WACC



M.M. Warburg Investment Research

Wir errechnen den ROCE auf Basis des NOPAT (versteuerten operativer Gewinn vor Zinsen). Dem stellen wir die um Steuerzahlungen modifizierte Kapitalkosten (9,1%) gegenüber. Analog zur Vorgehensweise beim DCF-Modell diskontieren wir die jährlichen (negativen) Wertbeiträge (NOPAT abzgl. Cost of Capital) mit den WACC, addieren das Capital Employed des Jahres 2007/2008 und subtrahieren die Nettoverschuldung, die Pensionsverpflichtungen sowie den Minderheitenanteil. Der negative Wertbeitrag in der Mehrzahl der betrachteten Jahre ist reflektiert im vergleichsweise niedrigen Fair Value des EVA-Modells in Höhe von 28,88 € je Aktie.

Sum-of-the-Parts als typisches Modell für Konglomerate

Aufgrund der Konglomeratsstruktur von ThyssenKrupp bietet es sich an, den Wert jedes Bereichs individuell einzuschätzen. Aufgrund der unterschiedlichen Wachstumsaussichten und Gewinnpotenziale jeder Sparte variieren die für die jeweiligen Wettbewerber gezahlten Multiplikatoren erheblich. So führen die Geschäftsstabilität und attraktiven Margen im Aufzugsbereich zu einem vergleichsweise hohen EV/Umsatz-Multiplikator von 0,96x Umsatz 2011e (Durch-

Abb. 5 : Sum-of-the-Parts: Derzeit hohe Multiplikatoren im historischen Vergleich

SotP-Peer FY 2011e, in €	Sales	EBITDA	Average EBITDA 05-11e	EV/Sales 2011e	EV/EBITDA 05-11e	EV/ Fair Value	Peer group including/comment
Steel	12.133	1.638	1.687	0,76	5,5	9.239	ArcelorMittal, Voestalpine, Salzgitter, SSAB
Stainless	6.093	727	423	0,85	12,3	5.197	Outokumpu, Acerinox, Allegheny
Technologies	11.657	823	732	0,59	9,5	6.924	Alfa Laval, Sandvik, SKF, Technip, MAN, GEA, auto suppliers
Elevator	5.315	693	569	0,99	9,2	5.243	Kone, Schindler, United Technologies
Services**	13.274	700	700	0,27	5,0	3.518	4-6x normalized EBITDA = Klöckner's target M&A-multiple
Corporate/Consolidation	-2.400	-70	-59	0,65	-	-1.569	Weighted average of segment multiples
Sum	46.071	4.511	4.052	0,62	8,30	28.552	
Net financial debt(+)/cash(-)*							3.242 *: 2008/2009e
Financial assets*							1.189 **: Normalized EBITDA MMWE: € 700m
Pension liabilities*							7.500
Minorities*							427
Equity Value							18.572
Number of shares							463
Fair Value per share							40,07
incl. 10% conglomerat discount							36,06

M.M. Warburg Investment Research

schnitt Kone, Schindler, United Technologies). Im Gegensatz dazu lässt sich aus der Peergroup-Betrachtung für TK Services ein EV/Umsatz-Multiplikator von 0,48x (Durchschnitt Klöckner, Reliance, Bauer) ableiten.

Marktkonformer EV/EBITDA-Multiplikator von 4-6x für TK Services

Für TK Services setzen wir nicht den o.g. Marktmultiplikator an. TK Services Wettbewerber Klöckner hält bei Unternehmenskäufen von Stahlhändlern einen Multiplikator von 4-6x normalisiertes EBITDA für gerechtfertigt. Wir setzen als normalisiertes EBITDA der Sparte 700 Mio € an, sodass sich der Wert des Segments auf 3,5 Mrd € beläuft. Unter Berücksichtigung des Marktmultiplikators würde der Wert auf 6,2 Mrd € steigen.

Hohe Multiplikatoren gerechtfertigt?

Insgesamt führt die Wettbewerbsanalyse zu einem EV/Umsatz-Multiplikator von 0,62x Umsatz 2011e für ThyssenKrupp. Dieser vergleichsweise hohe Wert (historischer Durchschnitt: 0,50x) resultiert aus den mutmaßlich weiterhin unterdurchschnittlichen Erlösen im Jahr 2011e bei ThyssenKrupp und vielen Wettbewerbern. Für die Zukunft erwartet der Markt (und auch wir), dass sich die Umsätze wieder ihren historischen Niveaus annähern und preist dies entsprechend bereits ein. Aus dem SotP-Ansatz berechnet

sich ein fairer Wert inkl. des Konglomeratsabschlags von 36,06 €.

Mittelfristig gute Ertragsperspektiven

Wir rechnen damit, dass ThyssenKrupp über den kommenden Zyklus einen Umsatz von 53 Mrd € erreichen kann. Dabei gehen wir davon aus, dass in den Sparten TK Stainless, TK Technologies und TK Services über den nächsten Zyklus im Schnitt jeweils die mittleren Erlöse des letzten Zyklus' erreicht werden. Für TK Steel setzten wir einen höheren Wert an, da die Kapazitätsausweitung in Amerika zu zukünftig höheren durchschnittlichen Umsätzen führen sollte. Für TK Elevator unterstellen wir, dass das in der jüngeren Vergangenheit erreichte Umsatzniveau nachhaltig ist. Das durchschnittliche EBIT über den kommenden Zyklus dürfte bei 3,2 Mrd € liegen, was einer Marge von 6,0% entspricht. Aufgrund der nachhaltigen Kosteneinsparungen im Zuge der Restrukturierung und des Konzernumbaus sollte die bisherige mittlere Profitabilität (5,0%) zukünftig übertroffen werden. Unter der Annahme eines durchschnittlichen Finanzergebnisses von -600 Mio € und einer Steuerquote von 30% resultiert daraus ein durchschnittlicher Gewinn je Aktie von 3,90 € über den nächsten Zyklus.

Historisches KGV von 10 für die ThyssenKrupp Aktie

Sofern der Markt wie in der Vergangenheit bereit ist, ein KGV von durchschnittlich 10 für die ThyssenKrupp-Aktie

Abb. 7 : Attraktive mid-cycle Aussichten – aber wann erreicht TK den Durchschnitt des nächsten Zyklus'?

in € m	Mid-cycle sales (MMWe)	Low - High 2000 - 2008	Low - High 2000 - 2008	Mid-cycle EBIT (MMWe)	Mid-cycle margin
Steel*	17.000	6.223 14.358	5,1% 13,3%	1.445	8,5%
Stainless	7.000	4.965 8.748	2,9% 10,0%	420	6,0%
Technologies	12.000	10.649 13.632	1,6% 5,5%	500	4,2%
Elevator**	5.200	3.368 4.930	9,1% 11,3%	520	10,0%
Services	15.000	9.976 17.336	0,9% 4,8%	600	4,0%
Corporate/Consolidation	-2.800	- -	- -	-300	
Group***	53.400	33.487 53.426	2,9% 7,2%	3.185	6,0%
Financial result				-600	
EBT				2.585	
Taxes (30%)				-775,5	
Net income				1.810	
No. of shares				463	
Mid-cycle EPS				3,90	
Historical median P/E				10	
Fair Value based on mid-cycle earnings				39,04	
Discount	WACC 9,1%				
2 years 2011				32,83	
3 years 2012				30,10	
4 years 2013				27,60	

* Higher mid-cycle sales due to TK CSA/USA

** Adjusted for EU fine

*** Targets: sales 65bn, EBT 4.5-5.0bn

über den Zyklus zu zahlen, ergibt sich ein Kurspotenzial bis zu 39,04 € je Aktie. Diskontiert man diesen Wert für 3 Jahre (ThyssenKrupp dürfte nicht vor 2012 mid-cycle-Ergebnisse erwirtschaften) mit einem Diskontsatz von 9,1%, reduziert sich der faire Wert auf 30,10 €.

Fazit: Bewertungsmodelle implizieren Upsidepotenzial

Zwar erweisen sich die kurzfristigen Geschäftsaussichten von ThyssenKrupp als weiterhin wenig visibel, aus mittel- bis langfristiger Perspektive erachten wir die ThyssenKrupp-Aktie auf dem derzeitigen Niveau jedoch als unterbewertet. Das deuten sowohl die Diskontierungsmodelle als auch die Mid-cycle-Betrachtung an. Unter Berücksichtigung aktueller Marktmultiplikatoren ist ThyssenKrupp derzeit ebenfalls günstig bewertet – sofern man unterstellt, dass sich das Unternehmen im Zuge einer konjunkturellen Aufhellung wieder der alten Stärke annähert.

Wiederaufnahme der Coverage mit Kaufen, Kursziel 30€

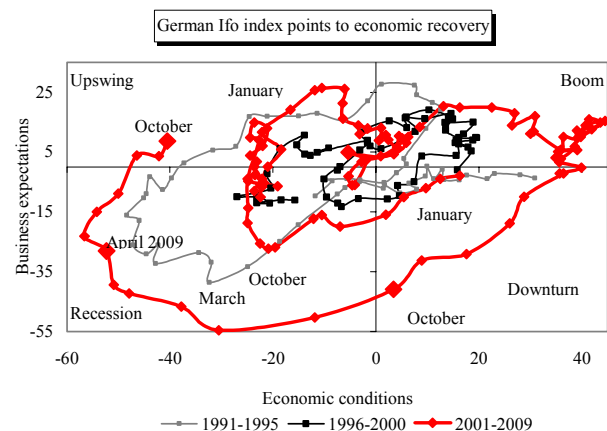
Vor diesem Hintergrund nehmen wir die Coverage der ThyssenKrupp-Aktie mit einer Kaufen-Empfehlung und einem Kursziel von 30 € wieder auf.

5 Makroökonomisches Umfeld

Rückkehr auf den Wachstumspfad

Während das erste Quartal 2009 noch ganz im Zeichen der Finanzkrise stand, die ihren Höhepunkt bereits 2008 mit der Insolvenz von Lehman Brothers erreichte, haben sich die Frühindikatoren seit Anfang April dieses Jahres sukzessive verbessert und damit die Möglichkeit einer baldigen Stabilisierung der Weltwirtschaft angedeutet. In den letzten Monaten hat sich die Konjunktur weiter aufgehellt, und die wichtigsten Frühindikatoren setzten ihren Aufwärtstrend fort. Besonders deutlich fiel die wirtschaftliche Erholung in Asien aus, dort befinden sich viele Volkswirtschaften wieder zurück auf dem Wachstumspfad. Auch in Deutschland hat sich die wirtschaftliche Situation deutlich verbessert: Neben guten Daten zu den Auftragseingängen und zur Industrieproduktion zeigt auch das wichtigste deutsche Konjunkturbarometer, der Ifo-Geschäftsklimaindex, nach oben. Der Index stieg in den vergangenen Monaten kontinuierlich an und die befragten Unternehmen meldeten, dass sich sowohl die aktuelle Geschäftslage als auch die Geschäftserwartungen wieder deutlich verbessert haben.

Abb. 8 : Ifo-Index signalisiert Aufschwung



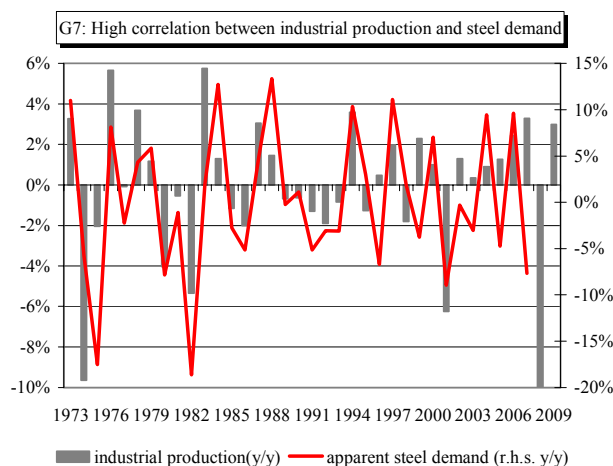
M.M. Warburg Investment Research

Stahlindustrie Spiegelbild der Weltwirtschaft

Von der Wirtschafts- und Finanzkrise wurde auch die Stahlindustrie weltweit in Mitleidenschaft gezogen, die traditionell besonders anfällig für konjunkturelle Schwankungen ist. In der Europäischen Union ist die Produktion der Stahl verarbeitenden Industrie im ersten Quartal 2009 um 24% im Vergleich zum Vorjahresquartal eingebrochen. Besonders stark waren dabei die Einbrüche in den Sektoren, die prozentual den größten Anteil der europäischen Stahlnachfrage ausmachen. Das Baugewerbe, auf das 27% der europäischen Stahlnachfrage entfallen, hatte einen Produktionsrückgang von 12,4% zu verzeichnen. Dabei litt die Baubranche besonders unter der Krise im privaten und industriellen Wohnungsbau. Die Automobilindustrie und der Maschinenbau,

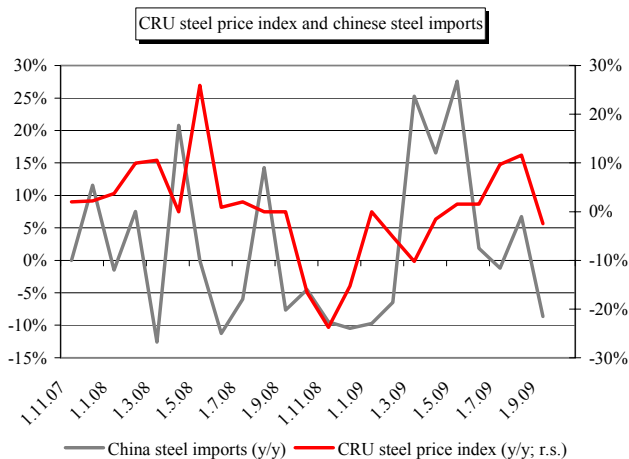
die hinter dem Baugewerbe die Plätze zwei und drei auf der Liste der größten europäischen Stahlnachfrager belegen, brachen um jeweils 41,7% und 21,1% ein. Auch weltweit hat sich die Stahlnachfrage während der Wirtschaftskrise in der Summe eingetrübt. Seit Herbst letzten Jahres entwickeln sich daher auch die Preise rückläufig.

Abb. 9 : Industrieproduktion legt zu



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 10 : Marktpreise am aktuellen Rand wieder unter Druck



M.M. Warburg Investment Research

Ausblick: Erholung nicht ohne Umwege

Wir gehen davon aus, dass sich die wirtschaftliche Erholung in den nächsten 3 bis 6 Monaten fortsetzen wird und sich entsprechend auch die Stahlnachfrage weiter verbessert. In diesem Zeitraum werden die expansive Geld- und Fiskalpolitik weiter einen stützenden Effekt ausüben. Auch die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Erholung zunächst fortsetzen wird. Für die Weltwirtschaft und Deutschland rechnen wir in diesem Jahr für das dritte und vierte Quartal mit einem deutlichen Anstieg des BIP, der sich auch

zu Beginn des nächsten Jahres fortsetzen dürfte. Unseres Erachtens bleibt die Wirtschaft allerdings anfällig für einen erneuten Rückfall, wenn die fiskal- und geldpolitischen Impulse im nächsten Jahr auslaufen. So ist derzeit in den Geldmarktfutures eingepreist, dass die FED und die EZB die Leitzinsen ab dem 2. Quartal 2010 leicht anheben werden.

US-Konsumenten: quo vadis?

Darüber hinaus ist zu befürchten, dass das Wachstumspotenzial besonders in den USA zukünftig schwächer ausfallen wird als bisher. Dafür spricht, dass der amerikanische Konsum, auf den rund 70% des US-BIP entfallen, nicht mehr so dynamisch wachsen wird. Denn der US-Konsument hat nicht nur mit unsicheren Erwerbsaussichten aufgrund der prekären Situation am Arbeitsmarkt zu rechnen. Auch die Vermögenswerte, insbesondere Aktien- und Immobilienvermögen, sind während der Wirtschaftskrise gefallen. Da dieses Vermögen häufig als Sicherheit für Kredite verwendet wurde und die amerikanischen Banken zudem durch die Krise selbst in Mitleidenschaft gezogen wurden, bekommen die US-Verbraucher weniger neue Kredite und müssen alte Kredite zurückzahlen und damit mehr sparen. Für die amerikanische Wirtschaft ist dieser Prozess zwar langfristig notwendig, in der kurzen und mittleren Frist dürfte der schwache Konsum aber dafür sorgen, dass die USA ein geringeres Wachstumspotenzial aufweisen. Bisher konnten die Folgen der Krise für den Verbrauch noch mit massiven Kaufanreizen eingedämmt werden. Allerdings dürfte dieser Einfluss in absehbarer Zeit nicht nur in den USA schwächer werden. Denn mit der erheblich angestiegenen Staatsverschuldung in den meisten industrialisierten Staaten dürften die Handlungsspielräume fehlen, die Wirtschaft im Falle einer schwachen Entwicklung oder bei einem erneuten Rückschlag weiter durch weitere staatliche Ausgabenprogramme zu stützen.

Wann löst China die USA als größte Wirtschaftsnation ab?

Zwar haben sich viele Schwellenländer in der Krise gut behauptet, doch werden sie zumindest in der kurzen Frist noch nicht in der Lage sein, die USA als wichtigste Wirtschaftsnation der Welt abzulösen. Insofern wird für die Weltwirtschaft in den nächsten Jahren nach wie vor die Entwicklung in den USA maßgeblich sein. Mittelfristig zeichnet sich indes bereits heute ab, dass sich die Gewichte nach Asien verschieben dürften. Wir gehen davon aus, dass China die USA als größte Wirtschaftsmacht der Welt in etwa zehn Jahren ablösen könnte. Auch andere größere asiatische Länder wie Indien sollten in der Rangfolge der Stahlnachfrager in den nächsten Jahren weiter aufrücken.

Carsten Klude

Economist

+49 40 3282-2572

Matthias Thiel

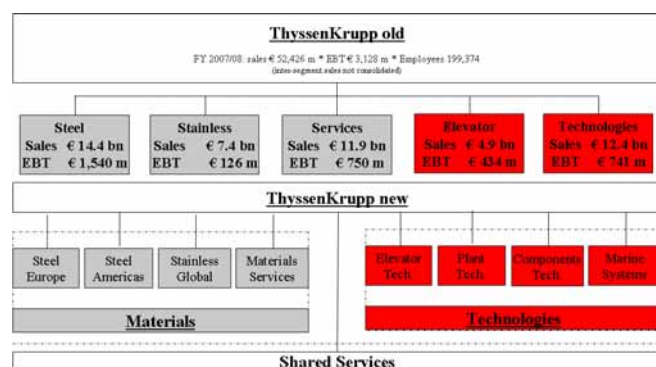
Economist

+49 40 3282-2401

6 ThyssenKrupp – Ein Industriekonglomerat mit Fokus auf Stahl

Das heutige Industriekonglomerat entstand im Jahr 1999 durch die Fusion von Thyssen mit dem Wettbewerber Krupp. Seither ist der Konzern im stetigen Wandel. Tochterunternehmen mit einem Umsatz von etwa 9 Mrd € wurden bislang desinvestiert. In gleichem Volumen kaufte ThyssenKrupp neue Geschäftsfelder hinzu. Die Organisation des Konzerns sah bisher 5 operative Segmente (Steel, Stainless, Technologies, Elevator, Services) sowie die Zentraleinheit vor. Ab dem Geschäftsjahr 2009/2010 berichtet ThyssenKrupp für 2 Divisionen (Materials, Technologies), denen je 4 Geschäftseinheiten zugeordnet sind. Für jede Geschäftseinheit soll es künftig ein ausführliches Reporting geben, mit dem Ziel die Transparenz des Konzerns zu erhöhen. Die Abschaffung von Führungszwischenebenen wird zudem die Organisationsstruktur verschlanken und dem Konzernvorstand mehr direkte Eingriffsmöglichkeiten eröffnen. Nebeneffekt ist die Reduktion von Kosten im Umfang von jährlich 500 Mio € ab FY 10/11.

Abb. 11 : Konzernstruktur alt und neu



Quelle: ThyssenKrupp

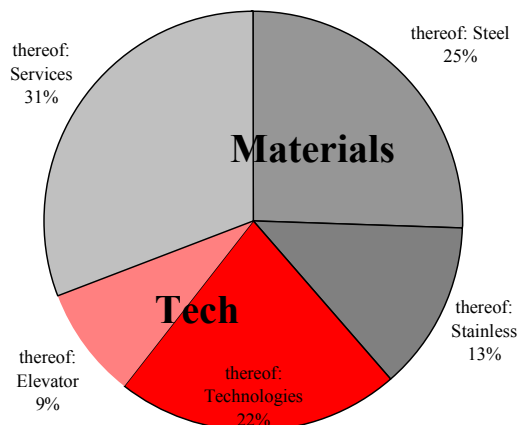
M.M. Warburg Investment Research

Im Rahmen dieser Studie stellen wir noch auf die alte Konzernstruktur ab, da bislang keine Überleitungsrechnung veröffentlicht wurde. Dies wird im Zuge der Berichterstattung zum Geschäftsjahr 2008/2009 im November 2009 erwartet.

Stahl steht für Zweidrittel der Umsätze

Stahl und stahlnahe Einheiten sind mit einem Umsatzanteil von etwa Zweidritteln gegenüber den Industriebereichen im Übergewicht. Das Margenniveau ist hingegen sehr heterogen. Während bei Steel beispielsweise EBITDA-Renditen von 16,3% in FY 07/08 erzielt wurden, kam Stainless lediglich auf 4,9%. Im Technologies- bzw. Elevator-Segment betrug die EBITDA-Marge wiederum 8,4% bzw. 10,3%, während sie bei Services bei lediglich 5,7% lag.

Abb. 12 : Umsatz ThyssenKrupp (FY 2007/2008)



M.M. Warburg Investment Research

6.1 ThyssenKrupp Steel

Umsatz- und Ergebnisträger

Der Umsatzanteil von ThyssenKrupps zweitgrößter Sparte Steel am Gesamtumsatz stieg im Zuge des weltweiten Stahlbooms zwischen 2001 bis 2008 von 17% auf zuletzt knapp 25%. Dies entspricht einem Umsatzzuwachs von 6,2 Mrd € auf 14,4 Mrd € (CAGR: 15%). Neben im Mittel um jährlich ca. 5% gestiegenen Auslieferungen hat dazu vor allem die Preisinflation (CAGR: 9%) beigetragen. Der EBT-Beitrag des Segments belief sich im Jahr 2008 auf 1,5 Mrd €, was einem Anteil am Konzernvorsteuerergebnis von 49% entsprach. Die EBT-Marge schwankte seit 2004 um 11%, wobei im „Stahljahr 2007“ die bisherige Spitzenmarge von 12,6% erzielt wurde. Für das letzte Geschäftsjahr 08/09 wird TK Steel einen heftigen Umsatz- und Ergebniseinbruch melden. Wir rechnen mit einem Rückgang der Umsätze um 36% auf 9,3 Mrd €. Der Vorsteuerverlust dürfte sich auf -0,5 Mrd € (MMWe) belaufen.

5 Geschäftseinheiten bilden TK Steel

Die Umsätze der Stahlsparte werden nach 5 Geschäftseinheiten separiert ausgewiesen. Größter Bereich war in FY 07/08 Industry mit 7,0 Mrd € Umsatz, gefolgt von Auto (5,1 Mrd €), Processing (Spezialprodukte wie Weißblech, Mittelband, Elektroband; 2,9 Mrd €), Steelmaking (Metallurgie, Logistik; 1,5 Mrd €) und Corporate/Consolidation (-2,2 Mrd €). Bereichsspezifische Ergebniskennziffern werden bis dato nicht kommuniziert.

6.1.1 Nummer 2 in Europa

Fokus auf Premium-Flachstahl

Typischer Weise werden Stähle in Lang- und Flachprodukte klassifiziert, von denen fertig verarbeitet weltweit je ca. 0,6 Mrd Tonnen jährlich abgesetzt werden. Zu den Langproduk-

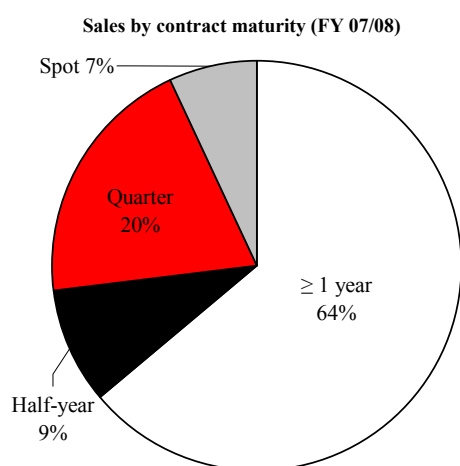
ten zählen Stabstähle, Drähte und Röhren, während typische Flachprodukte Warmbreitbänder, Bleche oder Tailored-Blanks (maßgeschneiderte Platinen aus Stählen unterschiedlicher Dicke, Festigkeit und Beschichtung) sind. TK Steel operiert ausschließlich im Flachsegment, wobei der Fokus auf Premiumqualitäten liegt. Der weltweite Markt für Premiumflachstähle wird auf 200 Mio Tonnen beziffert, woran TK Steel einen Anteil von gut 7% hält. Die Charakteristika von Premiumprodukten sind:

- höchste Anforderungen an Qualität und Verarbeitung hinsichtlich Stärke, Festigkeit oder Haltbarkeit
- modernste Produktionstechnologien und -stätten
- anspruchsvolle Kundengruppen (Verfügbarkeit, Service)

Premium bringt einige Vorteile

Die Marktversorgung mit Premiumprodukten hat einige Vorteile. Zum einen ist der Preisdruck aufgrund einer geringeren Wettbewerbsintensität geringer als im Volumenmarkt, sodass TK Steel höhere durchschnittliche Erlöse erzielt als Wettbewerber. Hintergrund ist, dass Stahlimporte aus China für Premiumkunden häufig nicht in Betracht kommen, da die Qualitäten nicht an die von TK Steel hergestellten Produkte heranreichen. Der aufgrund von starken Karosserie-Deformationen wenig erfolgreiche Crash-Test des ersten Brilliance BS6 kann hier als plakatives Beispiel dienen. Zudem ist der Volumenmarkt von teils heftigen Preisschwankungen betroffen. TK Steel hat überwiegend lang laufende Verträge, sodass sich kurzfristige Nachfragevolatilitäten kaum in den Durchschnittserlösen widerspiegeln. Preisverhandlungen finden üblicherweise rollierend alle 1-2 Jahre statt.

Abb. 13 : Langfristverträge sichern Preisstabilität



M.M. Warburg Investment Research

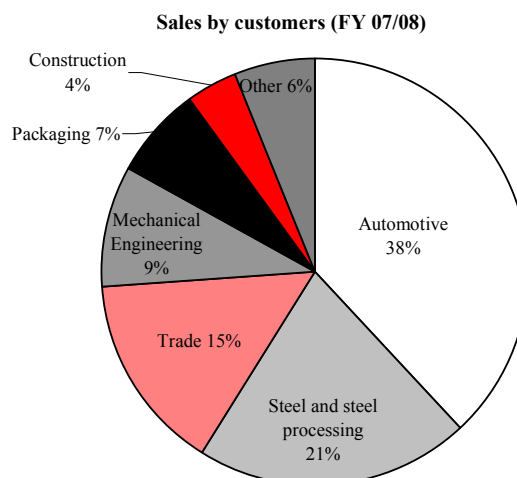
Ein weiterer Vorteil von Premiumprodukten sind üblicherweise stabilere Absätze. Die Kunden von ThyssenKrupp haben in der Regel 1 bis 2 weitere Lieferanten. Die Substitu-

tion von Lieferanten aufgrund von kurzfristigen Opportunitäten ist eher selten.

Automobilindustrie Hauptabsatznehmer von TK Steel

Die Automobilindustrie ist Hauptkunde von ThyssenKrupp. Im Segment Steel steht sie für nahezu 40% der Umsätze, alle wesentlichen europäischen OEMs werden beliefert. Stahlverarbeitende Kunden folgen auf Platz 2, wobei dieser Industriezweig ebenfalls ca. 50% der Umsätze mit Automobilherstellern und -lieferanten generiert. Indirekt stehen Automobilkunden also für etwa knapp 50% der Umsätze bei TK Steel. Im Kaufverhalten eher volatile und zum Teil spekulative Stahlhändler machten bislang etwa 15% der Segmentumsätze aus. Allerdings wird sich deren Anteil in Zukunft zwischenzeitlich deutlich erhöhen, da die Erzeugnisse aus den USA zunächst hauptsächlich an Stahlhändler verkauft werden sollen. Hintergrund ist deren opportunistische Reaktion auf neue Lieferquellen. Bis zum Geschäftsjahr 2013/2014, wenn TK Steel USA die Vollausslastung plant, soll sich der Anteil der Stahlhändler jedoch wieder reduzieren, da dann das Geschäft mit Endkunden (vor allem aus der Autoindustrie) etabliert sein dürfte.

Abb. 14 : Automobilkunden wichtigste Absatzindustrie

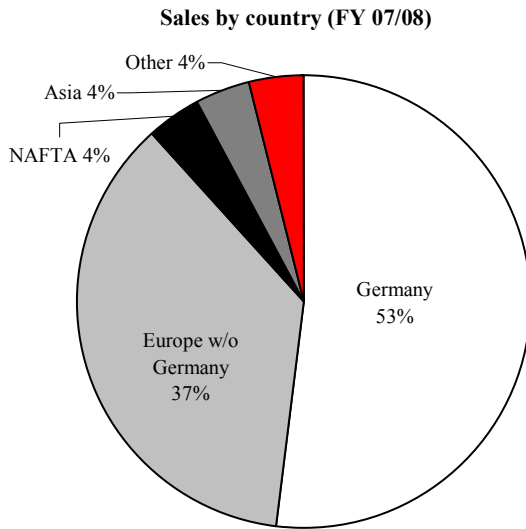


M.M. Warburg Investment Research

Hauptabsatzmärkte in der westlichen Hemisphäre

Hauptabsatzgebiet von TK Steel war in der Vergangenheit Europa mit einem Anteil von 90% an den Segmentumsätzen. Dabei spielte der deutsche Markt eine herausragende Rolle. Hier wurden etwas mehr als 50% der Spartenumsätze erzielt. Zukünftig wird die Bedeutung der NAFTA-Region (bislang 4%) zunehmen. Bei Vollausslastung der Walzkapazitäten von 4,3 Mio Tonnen könnten dort bis zu 23% der zukünftigen Umsätze generiert werden (Annahme: gleiche Absatzpreise in den USA und Europa). Den dynamischen aber auch wettbewerbsintensiven asiatischen und vor allem chinesischen Markt (4 der 10 größten Stahlproduzenten sind chinesische Unternehmen) bedient TK Steel bislang kaum.

Abb. 15 : Europa Kernmarkt für TK Steel



M.M. Warburg Investment Research

Top-Player in Europa – und auch zukünftig in den USA

Mit einem Output von ca. 14 Mio Tonnen war TK Steel im Jahr 2006 der weltweit achtgrößte (neuere Daten nicht verfügbar) Flachstahlproduzent. Während die Nummer 2 bis 8 zwischen 24 und 14 Mio Tonnen Material produziert haben, war ArcelorMittal mit über 71 Mio Tonnen unangefochtener Marktführer. Im europäischen Flachstahlmarkt nimmt ThyssenKrupp gemessen am Output den 2. Platz ein. Innerhalb bestimmter Nischen ist TK Steel Marktführer. Weltweit gilt dies bei Tailored Blanks und auf europäischer Ebene für Elektrostahl (Anteil an der Welt-Rohstahlerzeugung: 1%), der aufgrund seiner einfachen Magnetisierbarkeit vor allem in elektrischen Systemen wie bei Transformatoren oder Generatoren zum Einsatz kommt. Bei anderen Erzeugnissen stellt sich die Marktpositionierung wie folgt dar.

Abb. 16 : Starke Wettbewerbsposition

Product	Market position
Total Flat Carbon Steel	# 2 Europe
Tailored Blanks	# 1 World
Tinplate	# 2 Europe
Electrical Steel	# 3 World / # 1 Europe
Coated Products	# 2 Europe
Heavy Plate	# 2 Europe
Medium-wide Strip	# 1 USP

Quelle: ThyssenKrupp

M.M. Warburg Investment Research

Wettbewerber bei Kernkunden

Beim Hauptkunden, der Automobilindustrie, steht TK Steel vor allem mit voestalpine, ArcelorMittal und Salzgitter im Wettbewerb.

6.1.2 Weltrohstahlproduktion unter Rezessionsniveau – Aufholpotenzial

Output-Niveau von 1960 bereits wieder verlassen

Weltweit brach die Rohstahlproduktion Ende 2008 massiv ein. Eine Sonderrolle nahm einzig China ein, wo der Ausstoß kaum reduziert wurde. Der Tiefpunkt der Stahlherstellung wurde im aktuellen Zyklus im Dezember 2008 markiert. Im Schlussmonat des letzten Jahres fiel die Produktion mit 44,3 Mio Tonnen auf den durchschnittlichen Monatsoutput des Jahres 1968 zurück. Da die Weltwirtschaftsleistung ex China jedoch nicht auf das Niveau der 1960er Jahre zurückgefallen ist, war jenes Produktionsvolumen nicht nachhaltig und hat sich entsprechend wieder spürbar um 27% auf 56,3 Mio Tonnen im September 2009 erholt.

Derzeitige Produktion auf dem Niveau der letzten Krisen

Allerdings liegt das derzeitige Volumen noch immer um etwa 28% unterhalb des Spitzenwertes vom Frühjahr 2008 und entspricht damit dem mittleren Output der Jahre 1976 (Ölkrise I), 1981/82 (Ölkrise II) und 1992-1994 (Erster Golfkrieg, EWS-Krise).

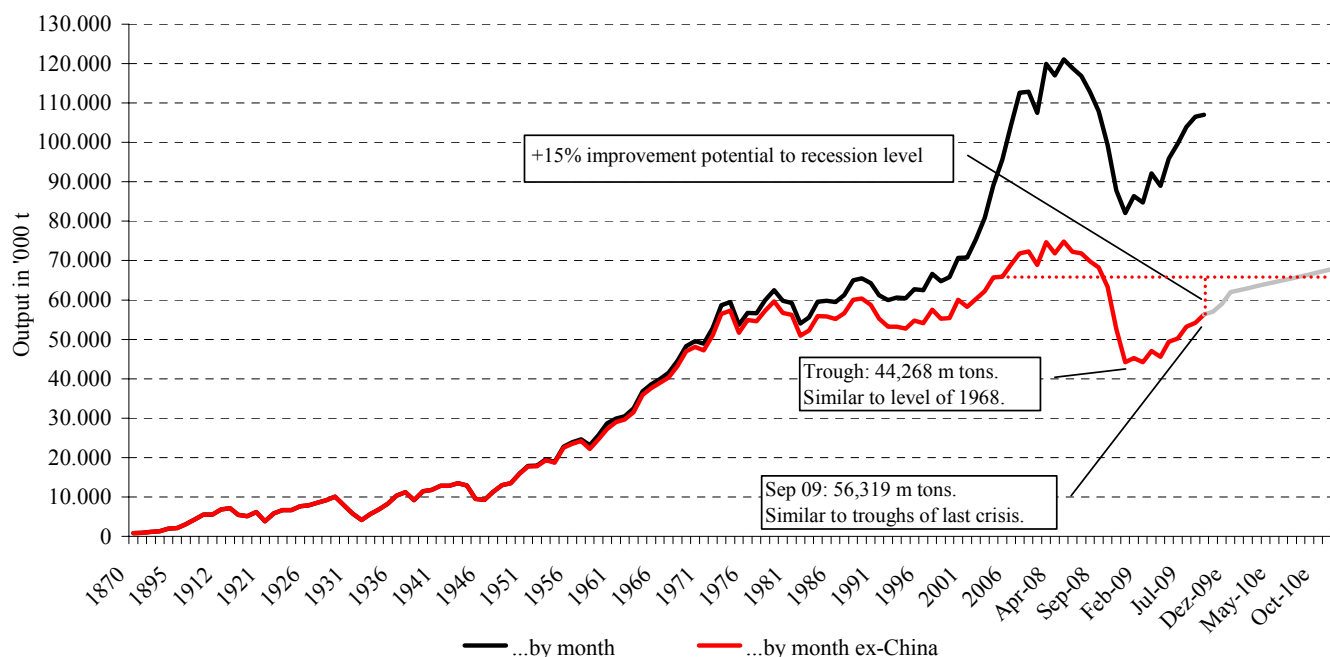
Aufholpotenzial von 15% bis zum realistischen Output

Wie unsere Makroökonomien konstatieren, dürfte die Weltwirtschaft ex China in diesem Jahr unter pessimistischen Annahmen auf den Stand des Jahres 2005 zurückfallen. Daher erscheint uns auch mindestens eine Stahlproduktion realistisch, die in jenem Jahr realisiert wurde, da sich kein Strukturwandel hin zu Alternativmaterialien abzeichnet. Die Weltstahlproduktion ex China betrug in 2005 im Schnitt 65,9 Mio Tonnen pro Monat. Das Aufholpotenzial bis zu einem realistischen Krisenniveau beträgt folglich mindestens weitere 15%. Sobald die Wirtschaftsleistung wieder wächst, ist das Wachstumspotenzial noch höher.

Produktion von TK Steel dürfte um 15% in 09/10e zulegen

Die Stahlproduktion von ThyssenKrupp dürfte im 3. Berichtsquartal 08/09 mit 1,5 Mio Tonnen ihren Tiefstand erreicht haben. Für Q4e erwarten wir bereits wieder einen Ausstoß von 1,9 Mio Tonnen. Der Anstieg um 27% dürfte steiler verlaufen sein als das Wachstum der Weltstahlproduktion ex China zwischen Juni und September 2009 (+13%), da ThyssenKrupp eine überdurchschnittliche Abhängigkeit von der Automobilindustrie aufweist und die Pkw-Produktion aufgrund diverser Abwrackprämien und einem starken Lagerabbau bis in den Sommer 2009 ggü. der ersten Jahreshälfte angezogen ist. Für das Gesamtjahr 08/09e prognostizieren wir einen Output von 8,6 Mio Tonnen (-39,5% yoy). Dies vergleicht sich mit einer Outputprognose des deutschen Stahlverbands (Wirtschaftsvereinigung Stahl) für die Bundesrepublik von -30% für 2009. Der erwartete überdurchschnittliche Rückgang bei TK Steel ist darauf zurückzuführen, dass das 4. Kalenderquartal 2009 im Jahresvergleich stark sein dürfte, jene Monate bei ThyssenKrupp allerdings schon zu FY 09/10 zählen.

Abb. 17: Weltstahlproduktion: 15% Aufholpotenzial bis zum Rezessionsniveau



Quelle: Eurostat, WSA

M.M. Warburg Investment Research

Im Folgejahr 09/10e sollte sich der Trend eines von Quartal zu Quartal steigenden Outputs manifestieren, sodass am Jahresende 9,9 Mio Tonnen (+15%) bei TK Steel erzeugt werden. Für einen Anstieg in diesem Umfang sprechen u.E.:

- die bisherige Unterversorgung (siehe Abb. 17)
- die überproportionale Reduktion in FY 08/09
- eine Belebung der realen Nachfrage
- eine wieder zunehmende Lagerhaltung im Zuge einer wieder besser planbaren Nachfrage bei den Endkunden
- die Versorgung der amerikanischen TK-Walzwerke mit Duisburger Rohstahl ab Q3 09/10

Unsere Outputprognose für TK Steel liegt im Rahmen des von uns als realistisch erachteten Aufholpotenzials der Weltstahlproduktion ex China von 15% (s.o.).

Weiteres Absatzwachstum um 12% in 2010/2011e erwartet

Im Geschäftsjahr 2010/2011e sollte die Stahlerzeugung von TK Steel um weitere 12% auf 11,1 Mio Tonnen zulegen. Dazu wird vor allem der Start von TK CSA beitragen, wo nach neuesten Planungen ab Anfang 2011 (ab dem 2. Geschäftsquartal 10/11 von ThyssenKrupp) der „Hochofen 1“ unter Volllast (2,5 Mio Tonnen p.a.) produzieren soll. Bei den deutschen Kapazitäten erwarten wir folglich noch keine Vollausslastung. Aufgrund der effizienteren Produktion (s.u.) in Brasilien begrüßen wir das Anfahren der dortigen Kapazitäten aber dennoch.

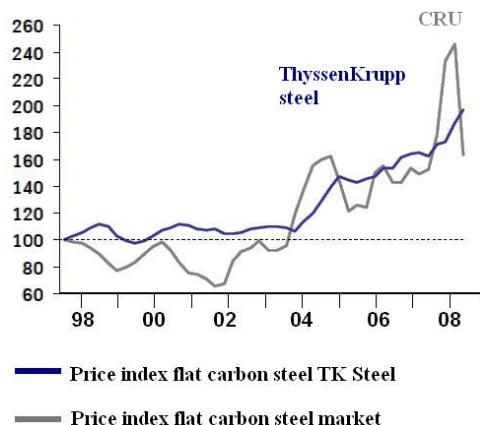
Umsatz- weniger dynamisch als Absatzerholung

Für den Umsatz bei TK Steel zeichnet sich anders als beim Absatz ein weniger dynamisches Bild ab. Wir erwarten für 08/09e einen Umsatz von 9,8 Mrd € (-32%), während wir für 09/10e lediglich mit einer Stagnation auf diesem Niveau rechnen. Erst im Geschäftsjahr 2010/2011e dürfte sich der Umsatz um 23% auf 12,1 Mrd € erholen. Zwar sollten die Absatzmengen in 09/10e wie dargestellt um 15% zulegen, gleichzeitig dürften die Abrechnungspreise aber fallen. Nach Spitzendurchschnittserlösen in Q1 08/09 von 1.140 €/t dürften die Preise in Q4e im Schnitt bereits auf unter 1000 €/t fallen. Für das laufende Geschäftsjahr sehen die verhandelten Jahreskontrakte u.E. einen weiteren Rückgang vor (MMWe: -6%). Zum einen spiegelt sich hier die zum Zeitpunkt der Verhandlung (Frühjahr 2009) abgekühlte Nachfragesituation wider. Zum anderen sind die Inputkosten (vor allem Eisenerz und Kokskohle) z.T. erheblich gefallen.

Spotpreisschwankungen nahezu irrelevant für TK Steel

Die Preisschwankungen auf den Spotmärkten dürften im kommenden Jahr heftiger ausfallen als bei TK Steel, da langfristig laufende Verträge (64% ≥ 1 Jahr, 9% = 0,5 Jahre, 20% = 1 Quartal, 7% = Spot) bei ThyssenKrupp für Planungssicherheit sorgen. Auf den Sportmärkten dürften sich die Preise u.E. solange volatil entwickeln, bis der Handel wieder eine der tatsächlichen Nachfrage entsprechende Lagermenge gefunden hat. Nach dem übermäßigen Abbau in H1 2009 und dem „re-stocking“ im Sommer 2009 müssen sich Nachfrage und Angebot u.E. erst wieder einpendeln.

Abb. 18 : Langfristverträge reduzieren Preisvolatilität



Quelle: ThyssenKrupp

M.M. Warburg Investment Research

Deutlicher Ergebnisswing bei TK Steel

Der Ergebnisswing bei TK Steel sollte u.E. hingegen spürbar verlaufen. Nach einem berichteten Vorsteuerverlust von -483 Mio € in 08/09e erwarten wir für das Jahr 09/10e bereits wieder ein deutlich positives EBT von 211 Mio €. Für die Periode 10/11e rechnen wir mit einem berichteten EBT von 688 Mio €. Für diesen Swing ist zum einen das Optimierungsprogramm 20/10 verantwortlich. Dies beinhaltet 10 Einzelmaßnahmen, u.a. die Mix-Optimierung, Materialkostensenkungen (Energie, Rohstoffe), eine neue Einkaufsstrategie, die Überarbeitung der bisherigen Outsourcing-Maßnahmen sowie Personalkürzungen. Das nachhaltige Einsparpotenzial beziffert das Unternehmen auf 400 Mio € ab dem Jahr 2010/2011e. Neben positiven Effekten aus den Restrukturierungen entlastet der Teilwegfall der Projektkosten für TK Americas (MMWe: ca. 130 Mio €) sowie mutmaßlich keine weiteren Sonderwertberichtigungen auf Vermögenswerte (MMWe: 25 Mio €). Darüber hinaus wird das 08/09er Ergebnis von TK Steel durch „windfall-losses“ und Vorratsabwertungen belastet gewesen sein. Auch diese (operativen) Faktoren sollten in den kommenden beiden Geschäftsjahren ausbleiben, wenn die Absatzmengen wieder zulegen und sich die Preise erwartungsgemäß entwickeln.

Produktion in Brasilien um 23% günstiger als in Duisburg

Neben den Sparmaßnahmen im Rahmen der Restrukturierung führt die Expansion nach Amerika zu einer Produktionskostenreduktion und damit zu einer Stimulation der Erträge. Die Cash-costs zur Produktion einer Tonne Rohstahl betragen in Duisburg zurzeit etwa 400-440 US-\$/t (MMWe). Laut ThyssenKrupp-CFO Dr. Hippe liegen die Kostenvorteile im Produktionsverbund Brasilien-Alabama bei rund 100 \$/t und sind damit etwa 23% niedriger als in Deutschland.

Abb. 19 : TK Steel: zurück zu alter Stärke

Steel in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Crude steel production (m t)	14,214	8,604	9,895	11,082
%yoy	-1,7%	-39,5%	15,0%	12,0%
Shipments (m t)	14,361	9,269	9,895	11,082
%yoy	2,2%	-35,5%	6,7%	12,0%
Average selling price (€/t)	1,000	1,059	995	1,095
%yoy	6,4%	5,9%	-6,0%	10,0%
Order intake	14,199	8,420	9,683	12,007
%yoy	11,6%	-40,7%	15,0%	24,0%
Total Sales continued op.	14,358	9,814	9,848	12,133
%yoy	8,7%	-31,6%	0,3%	23,2%
% of groupwide sales	26,9%	24,4%	23,8%	26,3%
Book-to-Bill	0,99	0,86	0,98	0,99
%yoy	2,7%	-13,2%	14,6%	0,6%
EBITDA	2,345	369	1,111	1,638
%yoy	-5,1%	-84,3%	201,3%	47,5%
% margin	-8,9%	-1,1%	9,5%	7,1%
EBIT	1,699	-270	411	888
%yoy	-3,5%	-	-	116,3%
EBT	1,540	-483	211	688
%yoy	-7,4%	-	-	226,6%
% margin	10,7%	-4,9%	2,1%	5,7%
% of groupwide EBT	49,2%	25,4%	44,4%	35,8%

M.M. Warburg Investment Research

Exkurs: Importe aus China...

Anhand von Abb. 17 wird ersichtlich, dass China in diesem Jahr eine andere Entwicklung genommen hat, als andere stahlproduzierende Länder. Bis September 2009 stieg der Stahlaußstoß im Reich der Mitte um ca. 8% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, während in der Welt ex China der Output gleichzeitig um 31% sank. Die Nachfrage folgte dem Angebot in China nicht, sodass die lokalen Preise seit Sommer 2009 z.T. um 25% konsolidiert haben. Entsprechend hoch sind Befürchtungen, dass chinesische Stahlimporte den europäischen Markt überschwemmen und den dortigen Aufschwung konterkarieren.

...u.E. weniger relevant als vielfach kolportiert

Derzeit halten wir diese Sorgen für unbegründet. Die Cash-costs betragen in China rund 300 \$/t. Der Seetransport zu den europäischen Häfen beläuft sich zurzeit auf etwa 80 \$/t und der Weitertransport zu den Kunden im Inland kostet weitere 50-60\$/t. In Summe können chinesische Lieferanten Mengen folglich ab 430-440 \$/t anbieten, was in etwa den Cash-costs von ThyssenKrupp entspricht. Aufgrund der Transportkosten gingen 2008 61% aller Stahlimporte aus China in asiatische Märkte und in den mittleren Osten (Europa 13%, NAFTA 10%). Zudem sollte beachtet werden, dass das gesamte chinesische Angebot von für ThyssenKrupp relevantem Premiumflachstahl gering ist und überwiegend im eigenen Land benötigt wird. Ein weiterer Vorteil für den Düsseldorfer Konzern ist daneben, dass die Hauptkunden großen Wert auf gleichbleibend hohe Qualität, verlässliche Lieferzeiten (z.T. just-in-time) und transparente Produktionsmethoden legen. Diese Voraussetzungen erfüllen bislang nur sehr wenige Lieferanten aus Fernost. Entsprechend erkennen wir für die Geschäftsentwicklung von TK Steel kein immanentes Risiko aufgrund von steigendem Wettbewerb aus China.

6.2 ThyssenKrupp Stainless

Hohe Ergebnisvolatilität – Tiefpunkt in FY 08/09e

Der Umsatzanteil von ThyssenKrupps viertgrößter Sparte Stainless am Gesamtumsatz liegt historisch im Schnitt bei etwa 14%. Aussagekräftiger als die Umsatzbetrachtung ist allerdings die spezifische Analyse des Mengen- und Preisfaktors. Das jährliche Auslieferungsvolumen schwankte seit 2001 kaum, sondern lag zwischen 2,0-2,2 Mio Tonnen kalt- und warmgewalztem Edelstahl. Sehr volatil entwickelten sich hingegen sowohl der Basis- als auch Legierungszuschlagspreis. Während letzterer stark an der Entwicklung des (börsennotierten und entsprechend volatilen) Nickelpreises und anderer Rohstoffkosten hängt, spiegelt sich in der Veränderung des Basispreises die divergierende Nachfragesituation sowie Weltmarktversorgung wider. So führten hohe Überkapazitäten in China zusammen mit einem attraktiven Preisniveau in Europa Ende 2007 erstmals zu steigenden Edelstahlimporten (insgesamt war und ist China allerdings Netto-Importeur von Edelstahl). Infolge dessen und aufgrund des Nachfrageeinbruchs seit Mitte 2008 setzte bei TK Stainless eine Erlöserosion von durchschnittlich 4.314 € pro Tonne Edelstahl in FY 06/07 auf zuletzt 2.289 €/t in Q3 08/09 ein. Der EBT-Beitrag des Segments sank folglich von 777 Mio € in FY 06/07 (Marge: 8,9%, Konzernanteil: 23%) auf 126 Mio € in FY 07/08 (Marge: 1,7%, Konzernanteil: 4%). Für FY 08/09e erwarten wir einen herben Verlust in Höhe von -1.027 Mio € (berichtet) bzw. -642 Mio € (adjustiert).

7 Geschäftseinheiten bildeten TK Stainless

Die Umsätze der Edelstahlsparte werden nach 7 Geschäftseinheiten separiert ausgewiesen. Größter Bereich war in 2007/2008 Nirosta (Produktion Deutschland) mit 3,2 Mrd € Umsatz, gefolgt von Acciai Speciali Terni (Produktion Italien; 2,7 Mrd €), TK Stainless International (Vertriebseinheit; 1,2 Mrd €), VDM (Spezialprodukte wie Nickellegierungen; 1,2 Mrd €), Mexinox (Walzeinheit Mexiko; 0,6 Mrd €), Shanghai Krupp Stainless (60%-Joint Venture mit Baosteel; 0,3 Mrd €) und Consolidation (-1,7 Mrd €). Bereichsspezifische Ergebniskennziffern werden bis dato nicht kommuniziert.

6.2.1 Weltmarktführer

Edelstahl – rost-, säure- und hitzebeständige Stähle

Unter Edelstählen werden korrosions-, säure- und hitzebeständige Stahlsorten zusammengefasst. Unter bestimmten Voraussetzungen sind klassische Edelstähle nicht vollkommen korrosionsfrei. So reagiert Chrom (wesentlicher Bestandteil von klassischem Edelstahl) in besonders heißen Umgebungen mit Kohlenstoff und steht dann nicht mehr als Korrosionsschutz zur Verfügung. In aggressiven Medien kommen daher spezielle Edelstähle wie Titan oder Nickellegierungen als Hochleistungswerkstoffe zum Einsatz. Jene

Sorten zeichnen sich durch besondere Ermüdungsfestigkeit und Hitzeresistenz aus. Zudem weisen sie z.T. spezielle physikalische Eigenschaften (elektronischer Widerstand, kontrolliert thermische Ausdehnung, etc.) auf.

TK Stainless Flachproduktanbieter

Gruppiert werden Edelstähle in Lang- und Flachprodukte. Der Fokus von TK Stainless liegt analog zu TK Steel auch in dieser Sparte auf Flachprodukten, die vom Gesamtmarkt (23 Mio Tonnen, s.u.) etwa 85% ausmachen.

ThyssenKrupp Marktführer bei Edelstählen

Mit einem Marktanteil von knapp 13% war TK Stainless Weltmarktführer bei Edelstählen im Geschäftsjahr 2007/2008. Diese Position besitzt das Unternehmen dank der breiten regionalen Aufstellung. ThyssenKrupp verfügt über Kapazitäten in Nordamerika (werden zukünftig ausgebaut, s.u.), Europa und China. Damit produziert das Unternehmen in Ländern, die für knapp 70% des Weltmarktes stehen. Gleichwohl ist die asiatische Produktionseinheit (Marktanteil: 2%) von TK Stainless klein im Vergleich zu Europa und Nordamerika.

Gemessen an der Outputmenge sind die Hauptwettbewerber von TK Stainless im Bereich Edelstahl Acerinox und ArcelorMittal. Posco, Tisco, Outokumpu und Yusco folgen auf den weiteren Plätzen. Bei Nickellegierungen hat TK Stainless weltweit die 2. Position inne – nach Special Metals aus den USA und vor Allegheny. Bei Titan-Derivaten ist ThyssenKrupp lediglich sechstgrößter Produzent, allerdings der einzige in Europa. Wettbewerber sind VSMPO aus Russland, Timet, Allegheny, Nippon Steel und Kobe Steel.

Heftiger Nachfrageeinbruch mit leichter Erholung in 2010e

Das Marktforschungsinstitut SMR beziffert die weltweite Edelnachfrage auf 23,1 Mio Tonnen im Jahr 2008, was gegenüber 2007 bereits einer Verringerung von -7% entsprach. Für 2009 wird ein weiterer Nachfragerückgang um -14% auf weniger als 20 Mio Tonnen prognostiziert. Erst für 2010e geht SMR von einer Belebung um +6% auf 21,2 Mio Tonnen aus. Die Erholung von Flach- und Langprodukten soll allerdings heterogen verlaufen. Der Weltbranchenverband International Stainless Steel Forum (ISSF) erwartet, dass sich Flachprodukte in 2010 dynamischer entwickeln als Langerzeugnisse.

China Treiber der Entwicklung – Lage in für TK Stainless relevanten Märkten dramatischer

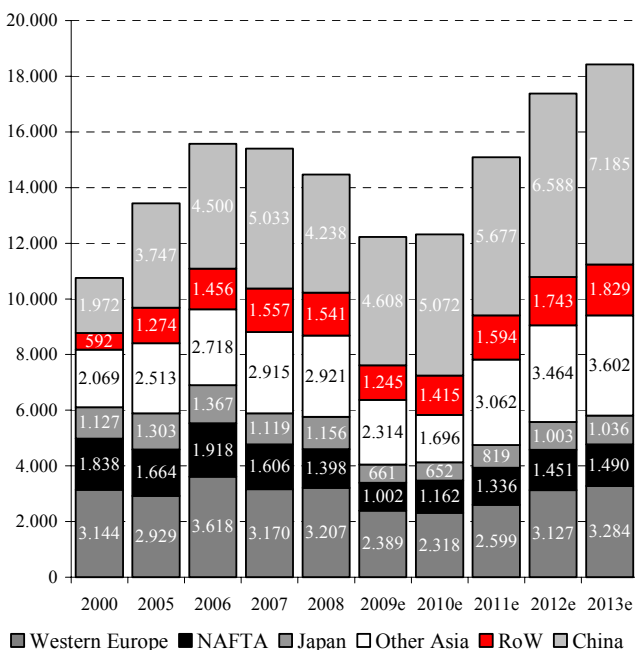
Der erwartete Marktrückgang in 2009 wird gebremst bzw. der antizipierte Anstieg in 2010 profitiert überdurchschnittlich vom Wachstum in China, wo die Nachfrage auch im Jahr 2009 gegenüber dem Vorjahr um nahezu +5% zulegen soll. Die Betrachtung des Weltmarktes ex China offenbart eine weitaus dramatischere Nachfragesituation. Im Jahr 2009e dürften die Orders weltweit ex China um 22% sinken.

Im Jahr 2010e dürfte die Belebung auf den Weltmärkten ex China mit +4-5% hingegen flacher verlaufen als inklusive des Reichs der Mitte (+6%). Für die für TK Stainless relevanten Märkte erwartet SMR folgende Nachfragebelebung in 2010e:

- Europa +3%,
- Amerika +6%.

Dem Marktforscher CRU folgend wird für 2011e mit einer weiteren Belebung um +12% in Europa und +15% in Nordamerika gerechnet. Für China wird ein Wachstum in Höhe von +13% prognostiziert.

Abb. 20 : Scheinbare Edeldstahlnachfrage (kaltgewalzt)



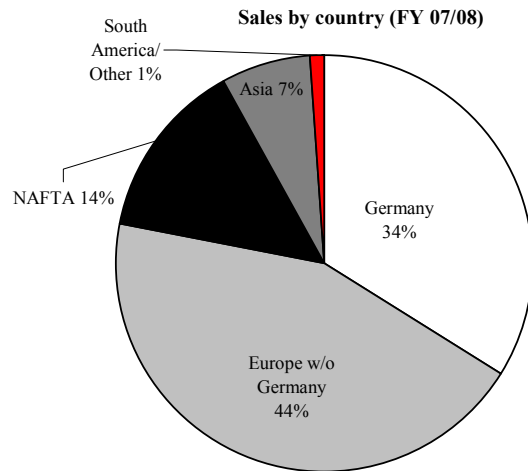
Quelle: CRU

M.M. Warburg Investment Research

Europa Hauptabsatzregion für ThyssenKrupp

Mit einem Umsatzanteil von 78% war Europa (Marktanteil: 36%) die mit Abstand wichtigste Absatzregion für TK Stainless in FY 07/08 dargestellt. Die Umsätze in Nordamerika (Marktanteil: 17%) beliefen sich gleichzeitig auf 14% vom gesamten Spartenumsatz, gefolgt von Asien mit einem Umsatzanteil von 7% (Marktanteil: 2%) und Südamerika/Andere (Umsatzanteil: 1%).

Abb. 21 : Europa Kernmarkt für TK Stainless

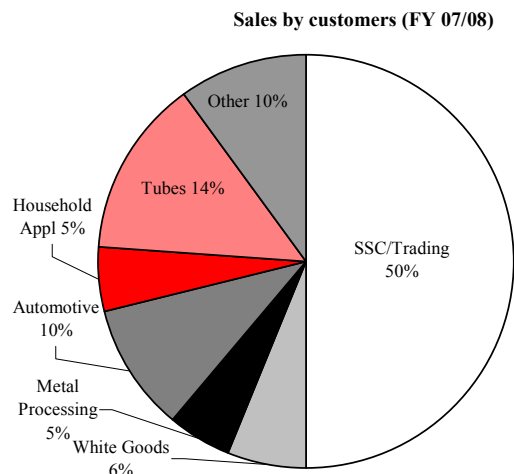


M.M. Warburg Investment Research

Hoher Umsatzanteil von Service-Centern und Händlern

Stahl Service Center (SSC) und Händler haben mit etwa 50% historisch einen hohen Anteil am Segmentumsatz von TK Stainless. Röhrenkunden folgen auf Platz 2 mit einem Umsatzanteil von 14%. Weitere Absatzindustrien sind Automotive (10%), „Weiße Ware-Produzenten“ (z.B. Wasch- oder Geschirrspülmaschinen; 6%), Metallverarbeiter (5%), Haushaltswaren-Hersteller (5%) und Andere (10%).

Abb. 22 : Hoher Anteil von Stahlhändlern



M.M. Warburg Investment Research

Komplizierte Preissetzung aufgrund mannigfaltiger Inputfaktoren

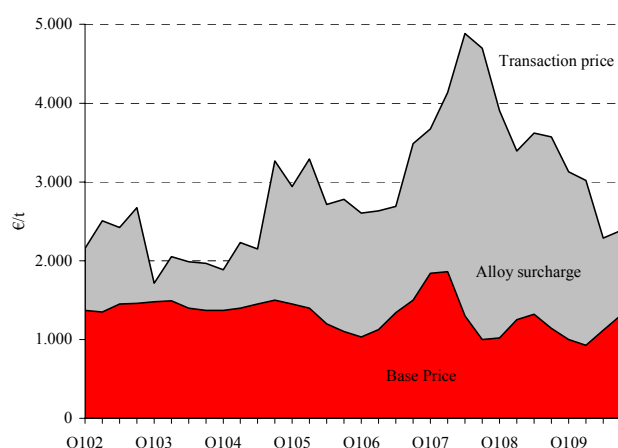
Edelstahl wird aus einer Reihe von Elementen hergestellt. Neben den Basisbestandteilen von Stahl (Eisen, Kohlenstoff) liegt der Chromanteil bei ferritischen (Edel)-Stählen je nach Qualität bei 11%-24%. Austenit-Edelstahl beinhaltet zudem Nickel im Umfang von mindestens 8%. Je nach Güte findet sich auch Molybdän bis max. 2% im Edelstahl. Wei-

tere Inhaltsstoffe können je nach Qualität Kupfer, Mangan, Titan, Cerium, Niob oder Selen sein. Aufgrund der vielfältigen Inhaltsstoffe und Varianten von Edelstahl berechnet sich der Transaktionspreis für ein spezifisches Produkt durch einen Basispreis sowie einen Legierungszuschlag (je nach Produktzusammensetzung). Aufgrund der hohen Anteile im Edelstahl wird letzterer im Wesentlichen durch den Chrom- und Nickelpreis determiniert.

Preisvolatilität führt zu spekulativen Transaktionen

Nickel wird an der LME gehandelt, sodass sich die Notierungen börsentäglich verändern. Der Chrompreis wird üblicherweise in vierteljährlichen Kontrakten verhandelt. Entsprechend starken Schwankungen unterliegt der Legierungszuschlag. Hohe Volatilitäten wiederum laden zu spekulativen Transaktionen besonders auf Seiten der lagerhaltenden Kundschaft, die bei TK Stainless rund 50% der Umsätze ausmachen, ein. So steigt die Nachfrage bei TK Stainless üblicherweise, wenn Nickelnotierungen inflationieren, da Händler für die Zukunft einen höheren Legierungszuschlag erwarten. Das realwirtschaftliche Nachfrageverhalten wird durch solche Spekulationskäufe verzerrt und kann sowohl zu Über- als auch Untertreibungen führen. Ein solcher Effekt war in der jüngsten Vergangenheit zu beobachten, als der real-zyklische Abschwung durch einen übermäßigen Lagerabbau verstärkt wurde. Aufgrund fallender Nickelnotierungen erwartete der Stahlhandel zukünftig sinkende Legierungszuschläge. Aufträge wurden entsprechend hinausgeschoben.

Abb. 23 : Hohe Preisvolatilität aufgrund von Zuschlägen



M.M. Warburg Investment Research

Ausbau der Endkundenbasis mindert spekulative Nachfrage

Stahlproduzenten können solchen Spekulationen und Volatilitäten begegnen, indem sie den Umsatzanteil der Stahlhändler gering bzw. den Anteil der Endkunden hoch halten. Zum Ausbau der Endkundenbasis (z.B. Automobilproduzenten) expandiert TK Stainless im nordamerikanischen Markt. Bisher wurden die USA überwiegend mit Fertigprodukten aus Mexiko und zum Teil aus Europa versorgt. In Mexiko

verarbeitet TK Stainless Warmband aus europäischer Produktion mit einer Kapazität von rund 0,25 Mio Tonnen p.a. für den gesamten amerikanischen Kontinent.

Flexible Reaktion auf Marktlage möglich

Ab dem 4. Kalenderquartal 2010, also in Q1 der Berichtssaison 2010/2011 von ThyssenKrupp, sollen die Verarbeitungskapazitäten in Nordamerika um zunächst 120.000 Tonnen p.a. ausgebaut werden. Dazu wird am Standort Alabama, wo auch TK Steel zukünftig produziert, ein Edelstahl-Walzwerk errichtet. ThyssenKrupp hat den Produktionsstart ursprünglich für einen früheren Startzeitpunkt avisiert, jenen im Zuge des Markteinbruchs aber mehrfach verschoben. Das jüngste Konzept sieht nun vor, die Verarbeitung von Warmband künftig flexibel an die Marktlage anzupassen. Die Maximalkapazität der neuen Anlage in Höhe von 0,35 Mio Tonnen soll ab dem Geschäftsjahr 2013/2014 erreicht werden und TK Stainless dann einen Marktanteil von 28% (bisher 17%, s.o.) in der NAFTA-Region ermöglichen. Ab jenem Zeitpunkt sollen die Walzwerke in Mexiko und Alabama zudem mit Vormaterial aus US-amerikanischer Produktion versorgt werden, wozu ThyssenKrupp ebenfalls in Alabama ein Edelstahlwerk errichtet. Neben der breiteren Marktpenetration sind die Minimierung von Währungsrisiken und Zöllen wesentliche Gründe für den Neubau.

Wettbewerb in den USA steigt – Preise könnten unter Druck geraten

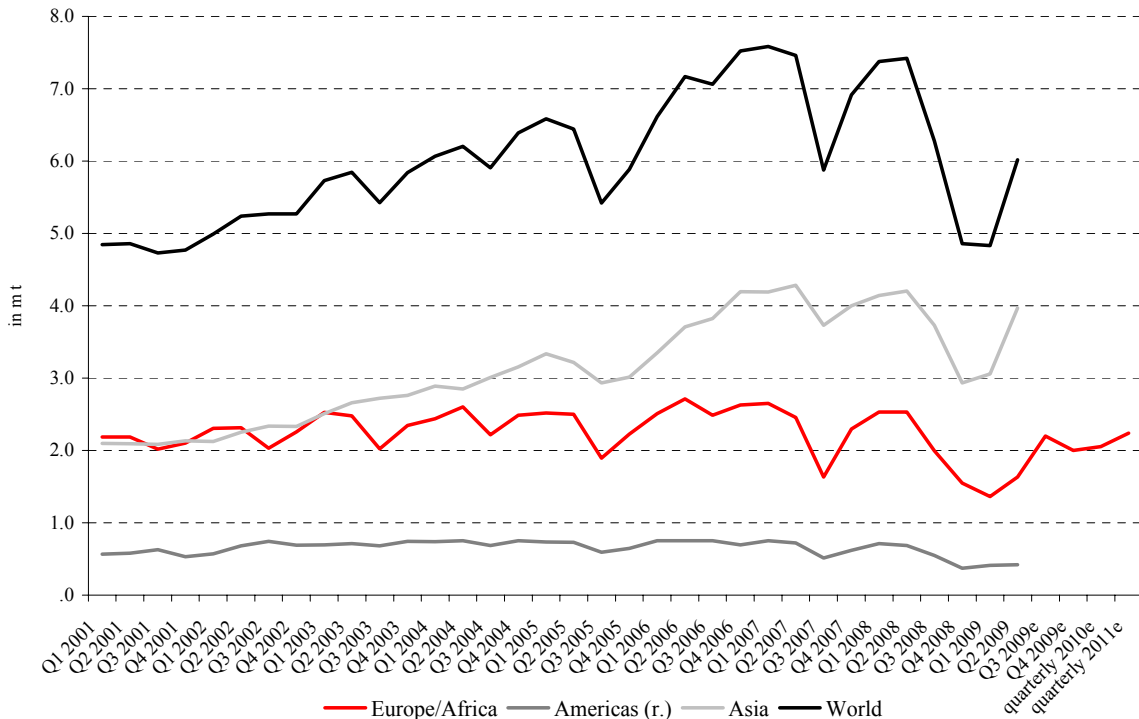
Mit den zusätzlichen Kapazitäten intensiviert ThyssenKrupp den Kampf um nordamerikanische Abnehmer (vor allem aus der Automobilindustrie). Das Marktforschungsinstitut CRU schätzt die Nachfrage nach kaltgewalzten Edelstählen (Zielmarkt von TK Stainless) in der NAFTA-Region im Jahr 2012 auf 1,45 Mio Tonnen, was im Vergleich zu 2007 einer Abnahme um 155.000 Tonnen entspricht. Gleichzeitig erhöht ThyssenKrupp das Angebot bis 2012 um etwa 150.000 Tonnen (MMWe). Das Mehrangebot im Vergleich zu 2007 beträgt entsprechend über 300.000 Tonnen oder ca. 20% des Marktvolumens in 2012e. TK Stainless rechnet folglich mit einem Marktanteilsgewinn um über 10 Prozentpunkte. U.E. wird ThyssenKrupp nicht allein auf die hohe Qualität der eigenen Produkte verweisen können, um dieses Ziel zu erreichen. Nach eigenen Angaben verfügt TK Stainless über die geringsten Herstellungskosten im neuen Produktionsverbund. Die Kostenvorteile dürfte das Unternehmen u.E. nutzen, um den jeweils attraktivsten Preis anzubieten. Daher sind Preiskämpfe u.E. zukünftig nicht ausgeschlossen.

6.2.2 Aufschwung volatil

Edelstahlabsatz üblicherweise sehr volatil

Wie aus Abbildung 24 ersichtlich, erweist sich der Edelstahlmarkt historisch als äußerst volatil – vor allem in Europa, wo ThyssenKrupp 78% seiner Edelstahlumsätze generiert. Aufgrund der Sommerpause sinkt die europäische

Abb. 24: Rohedelstahlproduktion: Asien bereits wieder auf dem Vorkrisenniveau, Europa mit Aufholpotenzial



Quelle: ISSF

M.M. Warburg Investment Research

Produktion in den jeweiligen 3. Quartalen eines Jahres üblicherweise. So fiel der Output in Q3 gegenüber Q2:

- in 2001 um 8%
- in 2002 um 10%
- in 2003 um 18%
- in 2004 um 15%
- in 2005 um 24%
- in 2006 um 8%
- in 2007 um 33%

Produktion in 2009e um 21% unterhalb des 2000er-Mittels

In jedem der genannten Jahre folgte die Erholung jedoch unmittelbar, sodass die unterjährige Produktionskurve V-förmig verlief und in jedem der letzten 8 Jahre jeweils gut 9 Mio Tonnen Edelstahl in Europa hergestellt wurden. Im Jahr 2008 blieb die Herbstherholung mangels Nachfrage jedoch aus, sodass die europäische Produktion in Q1 2009 sogar bis auf 1,4 Mio Tonnen fiel (Q1-Durchschnitt 2001-2008: 2,5 Mio Tonnen). Erst in Q2 2009 wurden erstmals wieder Output-Steigerungen auf 1,6 Mio Tonnen berichtet. In Q3 2009 hat sich eine weitere Erholung gezeigt, da wieder deutliche Lageraufstockungen (auch getrieben durch stark gestiegene Nickelnotierungen) stattgefunden haben. Da der Nickelpreis am aktuellen Rand jedoch wieder konsolidiert hat und der Lageraufbau auf ein Normalmaß weitgehend abgeschlossen sein sollte, besteht u.E. die Gefahr eines erneuten Produktionsrückschlags im Schlussquartal 2009. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem Edelstahlproduktionsvolumen in Europa von 7,0-7,2 Mio Tonnen (MMWe). Gegenüber dem Mittelwert der letzten 9 Jahre entspricht dies einer Minderproduktion um gut -21%.

Erholung in den kommenden Jahren antizipiert

Wir erwarten, dass sich die Edelstahlproduktion in Europa mittelfristig wieder ihrem langjährigen Durchschnitt von etwa 9 Mio Tonnen annähert, sofern sich das konjunkturelle Umfeld weiter erholt. Für das kommende Jahr rechnen wir zunächst mit einer Erhöhung des gesamten europäischen Ausstoßes um 14% auf 8,2 Mio Tonnen. Im Jahr 2011e sollte der Output um weitere 9% auf 8,9 Mio Tonnen zulegen.

Nach heftigem Einbruch hat Aufwärtsrevision bei TK Stainless bereits begonnen

ThyssenKrupp hat die Edelp Produktion im laufenden Geschäftsjahr 2008/2009 drastischer reduziert als andere europäische Produzenten. Nach einer Outputkürzung um 25% in Q1 08/09 auf nur noch 0,46 Mio Tonnen ging die Herstellung in Q2 08/09 sogar auf 0,32 Mio Tonnen zurück (-53% yoy). Im traditionell starken Frühlingsquartal (Q3 08/09) stieg der Ausstoß allerdings wieder auf 0,53 Mio Tonnen. Hintergrund war die Unterversorgung des Marktes, eine anziehende Nachfrage von Seiten des Handels aufgrund unzulänglich gefüllter Lager sowie eines stark steigenden Nickelpreises an der LME, der spekulative Käufer auf den Plan rief. Diese Effekte dürften für einen weiteren Ausstoßanstieg auf 0,55 Mio Tonnen in den Sommermonaten (Q4 08/09e) gesorgt haben.

Weiterer Absatz-Anstieg in FY 09/10e antizipiert

Für 2010 rechnet SMR mit einem Nachfrageanstieg nach Edelstahl in Europa um 3% und in Amerika um 6%. Am prognostizierten Wachstum in Asien (SMRe: 7-8%) wird TK Stainless dank der kleinen in Shanghai ansässigen Niederlassung leicht partizipieren. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Outputs bei TK Stainless um 17% auf 2,2 Mio Tonnen. Auf den ersten Blick erscheint diese Prognose optimistisch, allerdings hat ThyssenKrupp den Ausstoß im Vergleich zum Wettbewerb in 2009 deutlich überproportional gesenkt. Entsprechend gering ist die diesjährige Basis für ThyssenKrupp. Zum anderen wird das Unternehmen spürbar von einer anziehenden Pkw-Produktion in Europa profitieren, da Automobilkunden einen wesentlichen Teil des Kundenstamms ausmachen und diese ihre Produktion in 2009 stark reduziert hatten.

FY 10/11e sollte Absatz-Niveau von FY 07/08 erreichen

Im Geschäftsjahr 2010/2011e rechnen wir mit einem Output von 2,4 Mio Tonnen (+12%). Damit würde TK Stainless das Volumen des Jahres 2007/2008 wieder nahezu erreichen. Vom Peak-Niveau des Jahres 2005/2006 wäre das Unternehmen aber noch immer gut 12% entfernt. In jenem Jahr dürfte sich zum einen der Anlauf der neuen Walzkapazitäten in den USA positiv bemerkbar machen. Zum anderen sollte die wirtschaftliche Erholung an Fahrt aufnehmen und für eine steigende Nachfrage in Europa sorgen. Zudem gehen wir von einer ggü. 2010 weiter steigenden Pkw-Produktion aus.

Umsatzniveau der letzten Jahre kurzfristig nicht wieder erreichbar,...

Anders als beim Output erwarten wir nicht, dass TK Stainless den Umsatz der jüngeren Vergangenheit schnell wieder erreicht. U.E. dürften die Transaktionspreise bis FY 10/11e nicht wieder an das Niveau der letzten Jahre heranreichen. Im Jahr 08/09e dürften die durchschnittlichen Erlöse von TK Stainless um knapp 27% unter Vorjahr gelegen haben (MMWe: 2.655 €/t). Trotz steigender Nachfrage sollten im laufenden Geschäftsjahr lediglich leichte Preiserhöhungen möglich sein, da die wesentlichen Inputkosten (Eisenerz und Kohle) spürbar reduziert wurden. Allerdings dürfte der Legierungszuschlag mit anhaltend hohen Nickeldotierungen nach oben angepasst werden. Entsprechend antizipieren wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt einen Durchschnittspreis von 2.841 € (+7% yoy) in FY 09/10e. Im darauffolgenden Jahr sollten sich im Zuge einer weiteren wirtschaftlichen Erholung Spielräume für Preiserhöhungen ergeben – zumal die Rohstofflieferanten jede Nachfragesteigerung ihrerseits ebenfalls für Preisanpassungen nutzen dürften. Für FY 10/11e erwarten wir einen Durchschnittserlös von 3.125 €/t (+10% yoy). Einer spürbareren Erhöhung dürfte der erwartete Preiskampf in den USA entgegenstehen. Wie dargestellt rechnen wir damit, dass ThyssenKrupp den avisierten Marktanteilsausbau in den USA auch mithilfe von Preiskonkzessionen antreiben wird.

...EBT-Level u.E. allerdings schon

TK Stainless war die Problemsparte des Konzerns im Geschäftsjahr 2008/2009e. Mit einem berichteten Vorsteuerungsverlust von 1.027 Mio € (MMWe) steht die Sparte für rund 54% des Konzernverlusts in jener Periode. Dabei wird TK Stainless von einer Reihe operativer und nicht operativer Sondereffekte belastet worden sein. Nicht operative Belastungsfaktoren (MMWe: 385 Mio €) sind Restrukturierungsaufwendungen (MMWe: -200 Mio €), Projektkosten für TK USA (MMWe: -37 Mio €) sowie Wertberichtigungen auf Vermögenswerte (MMWe: -148 Mio €). Zudem belasteten operative Faktoren wie „windfall losses“ und Abschreibungen auf das Vorratsvermögen aufgrund des massiven Preisverfalls für In- und Outputprodukte das Spartenergebnis. Der erwartete Wegfall dieser Belastungsfaktoren (außer Projektkosten) wird bereits zu einer deutlichen Entlastung im laufenden Jahr führen. Zudem erwarten wir erste positive Effekte aus der Restrukturierung und leichten Rückenwind aus den anziehenden Märkten. Für FY 09/10e rechnen wir daher mit einem berichteten Segment-EBT von -159 Mio €. Mit weiteren positiven Impulsen von den Absatzmärkten, spürbaren Effekten aus der Restrukturierung sowie dem Anlauf der (günstigeren) Produktion in den USA sollte ab FY 10/11e wieder ein positives EBT von 327 Mio € (MMWe) erreichbar sein.

Abb. 25 : Langsame Erholung bei TK Stainless

Stainless in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Crude steel production (m t)	2,496	1,856	2,181	2,449
%yoy	-1,1%	-25,6%	17,5%	12,3%
Shipments (m t)	2,055	1,632	1,681	1,949
%yoy	1,3%	-20,6%	3,0%	16,0%
Average selling price (€/t)	3,611	2,655	2,841	3,125
%yoy	-16,3%	-26,5%	7,0%	10,0%
thereof: base price	1.185	1.173		
Order intake	7,460	4,254	4,721	6,091
%yoy	-2,9%	-43,0%	11,0%	29,0%
Total Sales cont. oper.	7,420	4,333	4,777	6,093
%yoy	-15,2%	-41,6%	10,2%	27,6%
% of groupwide sales	13,9%	10,8%	11,5%	13,2%
Book-to-Bill	1,01	0,98	0,99	1,00
%yoy	14,5%	-2,4%	0,7%	1,1%
EBITDA	363	-639	316	727
%yoy	-64,9%	-	-	130,5%
% margin	4,9%	-14,7%	6,6%	11,9%
EBIT	214	-945	-34	427
%yoy	-75,4%	-	-	-
%margin	2,9%	-21,8%	-0,7%	7,0%
EBT	126	-1,027	-159	327
%yoy	-83,8%	-	-	-
% margin	1,7%	-23,7%	-3,3%	5,4%
% of groupwide EBT	4,0%	54,0%	-33,6%	17,0%

M.M. Warburg Investment Research

6.3 ThyssenKrupp Technologies

TK Technologies: Konglomerat im Konglomerat

Die Technologiesparte von ThyssenKrupp bildete mit einem Konzernumsatzanteil von 23% in FY 07/08 den drittgrößten Bereich des Unternehmens. Aufgrund mehrerer Desinvestitionen – vor allem in der Division Automotive – ist die Bedeutung des Segments von ehemals über 30% gesunken. Der EBT-Beitrag der Sparte am Konzernvorsteuerergebnis betrug in FY 07/08 741 Mio € bzw. rund 22%. Die Marge konnte TK Technologies auf bis zu 6,0% ausbauen. Zusammengesetzt ist das Segment aus 5 operativen Divisionen, die für sich genommen wenig miteinander verbindet und deren Geschäftsentwicklung und Profitabilität stark variiert. Entsprechend bildet TK Technologies das Konglomerat im Konzernkonglomerat.

Die Divisionen sind Plant Technology (Umsatz: 3,2 Mio €, EBT: 0,26 Mrd €, Groß- und Spezialanlagenbau), Marine Systems (Umsatz: 2,0 Mrd €, EBT: 0,05 Mrd €, ziviler und militärischer Schiffbau), Mechanical Components (Umsatz: 3,9 Mrd €, EBT: 0,38 Mrd €, Komponenten für Anlagen jeglicher Art), Automotive Solutions (3,2 Mrd €, EBT: 0,05 Mrd €, Automobilzulieferung) und Transrapid (Umsatz: 41 Mio €, EBT: 0,01 Mrd €, Magnetschwebbahnen). Die genannten Umsätze und Ergebnisse beziehen sich auf FY 07/08.

TK Technologies: teils stabil, teils starker Einbruch in FY 08/09e

Aufgrund der sehr unterschiedlichen Geschäftsbereiche entwickelte sich der Umsatz der Divisionen zuletzt sehr heterogen. Während der Anlagenbau in FY 08/09e (Umsatz: +2%) von einem prall gefüllten Orderbuch (Reichweite 2 Jahre, Stornierungen zuletzt im niedrigen einstelligen %-Bereich) profitiert haben dürfte, wurde Marine Systems (Umsatz 08/09e: -15%) u.E. vom Einbruch im Containerschiffbau hart getroffen. Für Kompensation hat allerdings der militärische Schiffbau (Orderbuch: ca. 3,5 Jahre) gesorgt. Auch der Komponentenbau (Umsatz 08/09e: -17%) und Autozuliefererbereich (Umsatz 08/09e: -25%) haben unter der Wirtschaftskrise gelitten. Die Geschäfte bei Transrapid (Umsatz 08/09e: -39%) dürften sich ebenfalls merklich abgekühlt haben, da zurzeit keine weiteren Neustrecken im Bau sind. Für das gesamte Segment rechnen wir mit einem Umsatz von 10,7 Mrd € (-14%) und einem EBT-Verlust von -299 Mio € in FY 08/09e.

6.3.1 Top Player mit Optimierungspotenzial

Plant Technology: weltweit führender Anlagenbauer

Plant Technology zählt je nach Sektor zu den Top 1-3 der weltweit tätigen Anlagenbauer. Größtes Unternehmen innerhalb der Division (ca. 50% Umsatzanteil an Plant Technology) ist *TK Uhde*. Der Anlagenbauer besitzt Kompeten-

zen bei der Konzeption, dem Bau und dem Betrieb von Chemie-, Raffinerie- und Kokereifabriken. *TK Polysius* ist für den Bau von Zement- und Mineralienanlagen zuständig. *TK Fördertechnik* ist Lieferant für Berg- und Tagebauunternehmen. Die Angebotspalette umfasst Abbruch- bzw. Ausgrabungsmaschinen, Verarbeitungsanlagen, Fördertechnik sowie zugehörige Ausrüstungsgegenstände.

Marine Systems: Verkauf der zivilen Einheiten eingeleitet

Die Division Marine Systems umfasst das Werftentriumvirat *Blohm + Voss* Hamburg, *HDW* Kiel und die *Nordseewerke* Emden. Zudem existieren Niederlassungen in Griechenland und Schweden. Während sich *Blohm + Voss* und *HDW* den militärischen Schiffbau teilen (*HDW*: U-Boote, B + V: Überseekriegsschiffe) sind die *Nordseewerke* auf den Bau von zivilen Schiffen spezialisiert. Bei B + V sind zudem der (Mega)-Yachtbau sowie die Fracht- und Kreuzfahrtschiffreparatur angesiedelt. *HDW* ist ebenfalls im Containerschiff- und Yachtbau tätig. Von der nicht-militärischen Sparte, die in FY 07/08 etwa Eindrittel (MMWe) der Erlöse der Division erzielt hat, will sich ThyssenKrupp zukünftig trennen, da der zivile Schiffbau in Europa kaum lohnend ist. Lediglich langfristig ausgelastete Kapazitäten bei den (günstigeren) asiatischen Werften führten zu einem Zwischenboom bei den deutschen Schiffbauern. Der Verkaufsprozess für die *Nordseewerke* wurde daher bereits eingeleitet. Auch für *HDW* Gaarden und B + V gibt es Kaufinteressenten, eine Aufsichtsratsabstimmung über deren Verkauf steht aber noch aus. Im militärischen Schiffbau, der sog. „Graue Bereich“, ist Marine Systems Weltmarktführer mit einem Anteil am Marineschiffmarkt (Volumen etwa 3,0 Mrd € p.a.) von 40% und am U-Bootmarkt (Volumen etwa 1,5 Mrd € p.a.) von 60%. ThyssenKrupp differenziert sich gegenüber dem Wettbewerb mithilfe von modernsten Technologien (Wasserstoffantriebe, Tarnung, etc.).

Mechanical Components: unterschiedlichste Abnehmerindustrien

In der Division Mechanical Components sind eine Reihe von „hidden champions“ zusammengefasst. So ist *TK Rothe Erde* Weltmarktführer bei Großwälzlager. Zudem werden nahtlos gewalzte Ringe produziert. Diese Komponenten finden sich im Maschinenbau, in Hafen-, Schiffs-, Auto- und Baukränen oder in Baufahrzeugen, Antennenanlagen und Windkraftträdern. *TK Berco* ist weltweit führender Produzent von Laufwerkskomponenten (Ketten, Laufrollen, Räder, Antriebssegmente) für kettengetriebene Erdbewegungsmaschinen. *TK Automotive* ist die Dachorganisation von weltweit führenden (Top 1-3) Automobilzulieferern im Konzern. Es werden Nocken- und Kurbelwellen sowie Lenkkomponenten, Achssysteme, Stoßdämpfer und Federn sowie Guss- und Schmiedeteile für den Motorblock, das Fahrwerk und das Getriebe produziert. Kunden sind alle wesentlichen OEMs. *TK System Engineering* (Drautz Nothelfer) ist spezialisiert auf den Karosseriebau. Dies beinhaltet die Planung, Konstruktion, Herstellung und Montage von Prototypen, Rohbauten sowie Montage- und Prüfanlagen.

Trennung von Automotive begrüßenswert

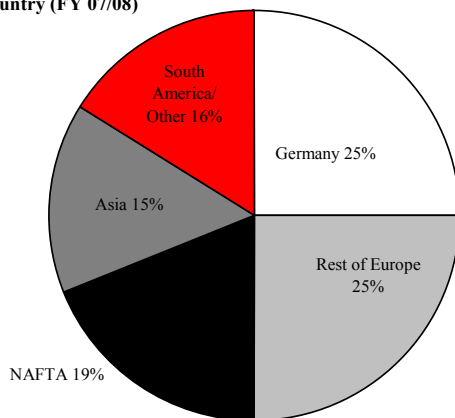
Teile des Automobilzuliefergeschäfts gehören nicht mehr zum Kerngeschäft von ThyssenKrupp, da neben dem derzeitigen Markteinbruch auch strukturelle Probleme (jährlicher Preisverfall, der durch Effizienzgewinne wettgemacht werden muss, Überkapazitäten, technologischer Wandel) bestehen. Zudem lässt sich als Autozulieferer eine adäquate Rendite nur mit einem permanenten und aufwendigen Effizienz- und Kostenmanagement verdienen. Bei TK Automotive betrug die Spitzenvorsteuermarge historisch selten mehr als 3%. Gründe können auch in der Konglomeratstruktur von ThyssenKrupp gesehen werden. Die Desinvestition von Presta Steering (Lenkkomponenten) und Presta Camshaft (Nockenwellen) ist daher geplant.

Weltweite Präsenz mit Fokus auf Europa

TK Technologies ist auf Kunden in Europa spezialisiert, im Vergleich zu TK Steel und TK Stainless spielt das Geschäft mit EU-Ausländern allerdings auch eine große Rolle. Im Geschäftsjahr 2007/2008 wurden in Europa die Hälfte aller Erlöse erzielt. Darunter nimmt Deutschland (Segmentumsatzanteil 25%) eine herausragende Position ein. In Nordamerika wurde 19%, in Asien 15% und in Südamerika/Andere 16% aller Erlöse erzielt.

Abb. 26 : Europa Kernmarkt für TK Technologies

Sales by country (FY 07/08)



M.M. Warburg Investment Research

6.3.2 Attraktive Aussichten für 2010-2011e

Plant Technology: Auftragsbestand sichert Umsätze für 2 Jahre

Per Ende Q3 08/09 belief sich der Auftragsbestand bei Plant Technology auf 6-6,5 Mrd €. Damit ist der Umsatz für die kommenden 2 Jahre gesichert. Während Stornierungen zuletzt im Bereich des historisch üblichen Umfangs (ca. 4%) lagen, dürfte ein um etwa 10% (MMWe) gefallener Auftragseingang (AE) in FY 08/09 der größere Belastungsfaktor gewesen sein. Konkrete AE-Zahlen pro Division berichtet ThyssenKrupp nicht. Der 9-Monatstrend eines leichten Um-

satzplus' sollte sich bei Plant Technologies im Gesamtjahr 08/09e fortgesetzt haben (MMWe: +2% auf 3,3 Mrd €). Für FY 09/10 rechnen wir mit einem Zuwachs um 1,5% auf 3,3 Mrd €. Ab 2010/2011e sollte sich eine konjunkturelle Erholung positiv auswirken und einen Umsatzanstieg um 4,5% auf 3,5 Mrd € ermöglichen.

Marine Systems: Orderbuch beim Kriegsschiffbau kompensiert Schwäche im zivilen Segment nur teilweise

Der Auftragsbestand bei Marine Systems wird auf etwa 7,5 Mrd € beziffert, was einer Reichweite von 3,5-4 Jahren entspricht. Der Großteil davon ist der militärischen Einheit zuzurechnen, auch weil es bei der zivilen Schwester bereits zu spürbaren Auftragsstornierungen (bis Ende Q3 08/09: -500 Mio €) kam. Die Aufträge im „Grauen Bereich“ haben eine festgelegte Auslieferungszeit, die zum Teil einige Jahre in die Zukunft reicht. Daher können die Auftragsverluste aus dem Container- und Frachterbau nicht durch Militärschiffe kompensiert werden. Für einen gewissen Puffer sorgen allerdings die Reparatur- und Serviceerlöse, die weniger stark unter Druck geraten sind als die Schiffproduktion. Für FY 08/09 rechnen wir mit einem Umsatzrückgang in der Gesamtdivision um 15% auf 1.706 Mio €. Auch im Jahr 2009/2010 erwarten wir einen weiteren Rückgang um 2% auf 1.672 Mio €. Nach diesen heftigen Einbrüchen sollte sich der Umsatz in FY 10/11e um 4% auf 1739 Mio € erholen.

Abb. 27 : Schiffsbestellungen: hohes Stornierungspotenzial

Amount of Ships	Stock	H2 09e	2010e	2011e	2012e	Growth	
						H2 2008 bis 2012	
						absolute	in %
Small	5.129	438	518	355	127	1.438	28,0%
Compact	3.413	354	444	302	92	1.192	34,9%
Medium	1.541	90	126	65	14	295	19,1%
Large	2.820	210	414	320	144	1.088	38,6%
Extra Large	2.094	239	534	454	197	1.424	68,0%
Total fleet	14.997	1.331	2.036	1.496	574	5.437	36,3%
CAGR (08-12):							5,8%

Quelle: FHH

M.M. Warburg Investment Research

Mechanical Components: Krise trifft die Division hart, Aussichten gut

Mit einem Auftragsbestand von etwa 1 Mrd € per Ende Q3 08/09 waren die zukünftigen Erlöse für lediglich knapp vier Monate gesichert. Die Auftragseingänge kamen im Zuge der Krise erheblich unter Druck. Für FY 08/09 erwarten wir daher einen Umsatzeinbruch um 17% auf 3,3 Mrd €. Im kommenden Jahr sollte sich aufgrund von Impulsen aus der Windanlagenbranche (s.u.) eine Erholung um 4,5% auf 3,4 Mrd € zeigen. Für FY 10/11e rechnen wir im Zuge einer Konjunkturerholung mit einem weiteren Wachstum um 9% auf 3,7 Mrd €. Auch die Einheit TK Automotive sollte nach einem erwarteten Einbruch um 25% auf 2,4 Mrd € Umsatz in FY 08/09 im laufenden Jahr um 5% auf 2,6 Mrd wachsen. Für FY 10/11e prognostizieren wir einen Umsatzanstieg um weitere 8%. Für diese Aufholung machen wir eine um 5,7%

(2010 vs. 2009) bzw. 8,0% (2011 vs. 2010) anziehende Automobilproduktion verantwortlich.

Abb. 28 : Automobilproduktion (MMWe)

Global LV Production	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Western Europe	15.922	15.657	16.069	14.298	11.764	11.850	12.250
Eastern Europe	3.232	3.930	4.712	5.119	4.025	4.250	4.750
NAFTA	15.817	15.332	15.131	12.641	8.443	9.500	10.250
Japan	10.254	10.910	11.007	10.662	6.950	7.500	8.500
China	4.738	6.168	7.439	7.469	9.621	10.150	11.000
Other Asia	8.958	9.231	9.851	10.867	9.265	9.750	10.500
Latin America	2.557	2.743	3.174	3.738	3.505	3.650	3.900
Africa	431	515	489	676	525	550	625
GLOBAL	61.909	64.485	67.873	65.470	54.097	57.200	61.775
% yoy		4,2%	5,3%	-3,5%	-17,4%	5,7%	8,0%

M.M. Warburg Investment Research

Transrapid: Minimale Umsätze

Nachdem bislang kein weiterer Kunde eine Magnetschwebbahnstrecke in Auftrag gegeben hat, beschränken sich die Erlöse der Division auf Lizenz- und Wartungseinnahmen. Wir gehen bis FY 10/11e nicht davon aus, dass weitere Bahnen veräußert werden.

TK Technologies in FY 08/09e: AE -30%, Umsatz -14%, EBT-Verlust

Das Segment dürfte für das Geschäftsjahr 2008/2009e einen Rückgang beim Auftragseingang von 29,6% auf 9,5 Mrd € berichten. Nach 9 Monaten belief sich der Einbruch zwar nur auf 17,8%. Allerdings wurde in Q4 07/08 ein Großauftrag eingebucht, sodass die Basis für Q4 08/09 sehr hoch ist. Wir rechnen folglich mit einem Auftragsbestand von 14,6 Mrd € bzw. einer Reichweite von 1,4 Jahren per Ende September 2009. Der Umsatz dürfte in FY 08/09e um 14% auf 10,7 Mrd € gefallen sein. Aufgrund des Geschäftseinbruchs sowie Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von gut 240 Mio € (MMWe) und Wertminderungen auf Vermögenswerte (vor allem bei Werften und Automotive) in Höhe von 66 Mio € (MMWe) wird ThyssenKrupp für die Sparte einen Vorsteuerverlust von 299 Mio € (MMWe) berichten. Adjustiert um die nicht-operativen Effekte dürfte eine schwarze Null verbleiben.

50% der Erlöse in FY 09/10 bereits gesichert

Obwohl der gesamte Auftragsbestand weiter als 1 Jahr reicht, beziffert ThyssenKrupp die „sales coverage“ von TK Technologies im Jahr 09/10 auf lediglich 50%. Hintergrund ist, dass ca. 9 Mrd € der bestehenden Aufträge erst zur Lieferung ab FY 10/11 und darüber hinaus anstehen. Wir rechnen damit, dass ThyssenKrupp den Umsatz im kommenden Jahr dennoch um 2,6% auf 11,0 Mrd € ausweiten kann, da sich die Bereiche Plant Technology sowie Teile von Mechanical Components erfreulich entwickeln dürften. So sollte TK Rothe Erde von einer expansiven Nachfrage nach Komponenten für Windkraftanlagen profitieren. Unser Analyst für den Bereich „Erneuerbare Energien“, Dr. Karsten von Blumenthal, rechnet mit einem deutlichen Wachstum in diesem Bereich. Gestützt wird diese Meinung durch externe

Institute. Die Internationale Energieagentur schätzt das jährliche durchschnittliche Wachstum (CAGR) der Windenergiekapazität ab 2009 bis 2015 auf 17,5%. Die Beratungsagentur BTM kommt auf ähnliche Zahlen. Nach einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum der Neuinstallationen zwischen 2003 und 2008 in Höhe von 27,6% prognostiziert BTM ein weiteres Wachstum bis 2013 von 15,7%.

Breite Erholung in FY 10/11e antizipiert

TK Technologies dürfte vom antizipierten Boom bei Rothe Erde auch im Geschäftsjahr 10/11 profitieren. Darüber hinaus sollten in jener Periode aber auch alle anderen Divisionen wachsen können, sofern sich das konjunkturelle Umfeld weiter stabilisiert. Für FY 10/11 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg um 6,4% auf 11,7 Mrd €.

Abb. 29 : Auftragsbestand sichert Umsätze während der Krise

Technologies in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Order intake	13.490	9.496	9.876	11.061
%yoy	-9,1%	-29,6%	4,0%	12,0%
Total Sales cont. oper.	12.412	10.680	10.959	11.657
%yoy	7,7%	-14,0%	2,6%	6,4%
% of groupwide sales	23,2%	26,5%	26,5%	25,3%
thereof: Plant Technology	3.217	3.281	3.331	3.480
%yoy	22,6%	2,0%	1,5%	4,5%
% of Total Technologies Sales	25,9%	30,7%	30,4%	29,9%
thereof: Marine Systems	2.007	1.706	1.672	1.739
%yoy	-0,7%	-15,0%	-2,0%	4,0%
% of Total Technologies Sales	16,2%	16,0%	15,3%	14,9%
thereof: Mechanical Components	3.924	3.257	3.403	3.693
%yoy	3,5%	-17,0%	4,5%	8,5%
% of Total Technologies Sales	31,6%	30,5%	31,1%	31,7%
thereof: Automotive Solutions	3.247	2.435	2.557	2.749
%yoy	2,0%	-25,0%	5,0%	7,5%
% of Total Technologies Sales	26,2%	22,8%	23,3%	23,6%
thereof: Transrapid	41	25	20	20
%yoy	-16,3%	-39,0%	-20,0%	0,0%
% of Total Technologies Sales	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
thereof: Consolidation	-24	-24	-24	-24
%yoy	-83,6%	0,0%	0,0%	0,0%
% of Total Technologies Sales	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Book-to-Bill	1,09	0,89	0,90	0,95
%yoy	-13,6%	-18,2%	1,4%	5,3%
Order book	15.816	14.632	13.549	12.953
Reach in years	1,27	1,37	1,24	1,11
EBITDA	1.046	134	590	823
%yoy	17,7%	-87,2%	340,4%	39,4%
% margin	8,4%	1,3%	5,4%	7,1%
EBIT	679	-279	190	423
%yoy	31,0%	-141,1%	-168,3%	122,2%
%margin	5,5%	-2,6%	1,7%	3,6%
EBT	741	-299	140	393
%yoy	36,2%	-140,3%	-147,0%	179,9%
% margin	6,0%	-2,8%	1,3%	3,4%
% of groupwide EBT	23,7%	15,7%	29,6%	20,4%

M.M. Warburg Investment Research

Restrukturierung und Portfoliobereinigung ermöglichen erfreulichen Ergebnisswing

Automotive und der zivile Arm von Marine Systems sind die Problemsparten des Segments. Der Verkauf jener Einheiten ist daher beschlossene Sache, der zum erliegen gekommene M&A-Markt stand einer Desinvestition bis zuletzt allerdings im Wege. Um die Sparten für einen Investor attraktiver zu machen, werden beide Sparten tiefgreifend

restrukturiert. So investiert ThyssenKrupp etwa das 2,5-fache 07/08er-Vorsteuerergebnis beider Divisionen in die Neuaufstellung der Einheiten. Der Wegfall dieser Aufwendungen, mutmaßlich kein weiterer Abschreibungsbedarf auf Vermögenswerte, erste Erfolge aus der Restrukturierung (falls Automotive nicht veräußert wird) sowie der operative Hebel infolge eines anziehenden Geschäfts (operating leverage Technologies 09/10e: 14,5%) sollten in FY 09/10e wieder ein deutlich positives EBT in Höhe von 140 Mio € (Marge 1,3%) ermöglichen. Im Geschäftsjahr 10/11e unterstellen wir eine weitere Ergebnisverbesserung auf 393 Mio € (Marge: 3,6%). Ziel der Restrukturierung bzw. des Konzernumbaus dürfte sein, mittel- bis langfristig wieder die Profitabilität früherer Jahre (3,5%-6%) zu erreichen, auch wenn sich die Erlöse mittelfristig noch nicht wieder ihrem alten Niveau annähern.

6.4 ThyssenKrupp Elevator

TK Elevator: Aufzüge, Rolltreppen, Mobilitätshilfen

TK Elevator ist Produzent, Installateur und Dienstleister von Aufzügen, Rolltreppen, Fluggastbrücken und sogenannten Mobilitätshilfen (z.B. Treppen- oder Plattformlifte etc.). Die Umsätze werden durch Produktverkäufe und zugehörige Dienstleistungen wie z.B. Wartung, Reparatur oder Überwachung erzielt. Mit Aufzügen werden rund Dreiviertel der Erlöse generiert, mit Rolltreppen etwa rund 20%, mit Mobilitätshilfen etwa 4% und mit Fluggastbrücken ca. 2%.

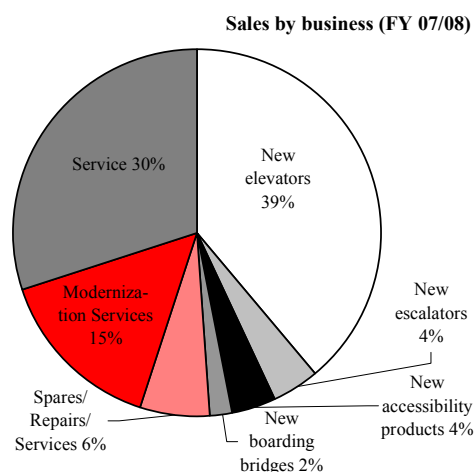
Stabilisator im Konzern

Wenngleich Umsatz und EBT des Segments TK Elevator in FY 07/08 lediglich 9%-10% zum Konzernumsatz und -vorsteuerergebnis beitrugen und damit die kleinste Einheit im Verbund markierten, profitiert ThyssenKrupp von der Stabilität dieses Geschäfts. TK Elevator wuchs seit 2003 bis 2008 jährlich im Schnitt um knapp 6% auf 4,9 Mrd € Umsatz. Die EBT-Marge schwankt konstant um etwa 9%. Für das Geschäftsjahr 2008/2009 rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Erlöse um 6,3% auf 5,2 Mrd €. Nach 9 Monaten betrug das Wachstum noch +11,4%, allerdings deuten um 7,5% gesunkene Auftragseingänge in den ersten 9 Monaten u.E. auf fallende Umsätze ab Q4e hin. Wir rechnen für das Schlussquartal mit einem Rückgang der Erlöse um 7,0%. Gleichzeitig dürfte das EBT im Gesamtjahr spürbar auf 632 Mio € (9M: 462 Mio €) zugelegt haben. TK Elevator generiert nahezu 90% der Ergebnisse im Servicegeschäft und nicht mit (den zuletzt schwächelnden) Neuinstallationen.

Aufzüge und Service sichern 69% der Umsätze

In FY 07/08 standen Aufzugsneuinstallationen für 39% des Geschäfts, Services 30%, Modernisierungen (insb. Aufzüge) 15%, Ersatzteile/Reparaturen 6%, Fahrtreppen 4%, Mobilitätshilfen 4% und Fluggastbrücken 2%.

Abb. 30 : 51% der Erlöse im lukrativen Servicegeschäft



M.M. Warburg Investment Research

TK Elevator stark in Europa und Amerika

Hauptabsatzregion war Europa mit einem Umsatzanteil in Höhe von 48% in FY 07/08. In Deutschland wurden allein 9% der Erlöse erzielt. Nordamerika (36%) ist für TK Elevator die zweitwichtigste Region. Asien (11%) und Südamerika/Andere (5%) folgen auf den Plätzen.

6.4.1 Oligopolistischer Markt

Anbieteroligopol dominiert den Markt

TK Elevator operiert mit den angebotenen Produkten und Dienstleistungen in einem ca. 38 Mrd € großen Markt. Daran hielt TK Elevator einen Anteil von 13% im Jahr 2008 und war damit die Nummer 3. Wesentliche Wettbewerber sind der Weltmarktführer Otis mit einem Anteil von 27% und Schindler (ca. 20%). Alle drei Anbieter vereinen folglich rund 60% der Marktgröße auf sich. Die verbleibenden 40% teilen sich Kone (8%), Mitsubishi (8%), Hitachi (6%), Toshiba (5%), Fujitec (2%) und Andere (11%).

TK Elevator: Marktführer bei Passagierbrücken

Bei Fluggastbrücken ist ThyssenKrupp wiederum Marktführer mit einem Anteil von über 40%. JBT (15%), TEAM (14%), ShinMaywa (11%) und CIMC-TianDa (9%) sind die Hauptwettbewerber.

6.4.2 Solide Entwicklung in 2010-2011e

Modernisierung und Wartung stabiler als Neugeschäft

Prinzipiell muss zur Abschätzung der zukünftigen Perspektiven des relevanten Marktes von TK Elevator zwischen dem Neugeschäft und Wartungs- bzw. Modernisierungsgeschäft differenziert werden. Vom weltweiten Marktvolumen in Höhe von etwa 38 Mrd € machen Neuinstallationen 40% und das Servicegeschäft inkl. Modernisierung 60% aus. Der Split bei ThyssenKrupp betrug im Geschäftsjahr 07/08 rund 50:50. Das Modernisierungs- und Dienstleistungsgeschäft verspricht üblicherweise stabilere Erlöse und Erträge als das Neugeschäft.

Neugeschäft: Wachstum in Asien

Wachstumsperspektiven bieten sich zukünftig vor allem in Asien. Treiber sind das Bevölkerungswachstum und die damit einhergehende Bautätigkeit sowie die Bevölkerungsdichte. Eine größere Bevölkerung verlangt mehr Wohnraum, in dem Aufzüge und Rolltreppen verbaut werden, sofern Raum für Wohnungen knapp ist und Häuser in die Höhe gebaut werden. Sofern für Unterkünfte in der Breite Platz ist, wie zum Beispiel in den USA, korrelieren Bevölkerungswachstum und Aufzugsnachfrage kaum. Anhand der zukünftigen Bautätigkeit lässt sich prinzipiell aber dennoch die Nachfrage nach Aufzügen gut prognostizieren. Typischerweise folgt die Aufzugsnachfrage der Bautätigkeit mit einem Zeitverzug von einem Jahr, da zunächst Rohbauten

fertig gestellt werden müssen, bis Personenbeförderungseinheiten installiert werden. Global gesehen sind die Bevölkerungswachstumsraten in der Zukunft in Asien am größten. Zudem wird es in dieser Region zu einer Urbanisierung kommen. Entsprechend wichtig wird dieser Markt für ThyssenKrupp.

Modernisierung/Wartung: Westliche Welt als Kernmarkt

Im Wartungs- und Modernisierungsgeschäft sind die Ausichten vor allem in der westlichen Hemisphäre attraktiv. Treiber sind hier:

- Alter des Bestands
- Sicherheitsanforderungen
- Leistungsanforderungen
- Bevölkerungsalterung

TK Elevator-Wettbewerber Kone schätzt, dass mehr als Zweidrittel der installierten Einheiten in der westlichen Welt älter als 20 Jahre sind. Diese Aufzüge und Fahrtreppen erfordern häufig nicht mehr die heutigen Sicherheits- und Leistungsanforderungen. Der Ersatz jener Einheiten wird daher sukzessive erfolgen und somit das Wachstum von TK Elevator gewährleisten. Ein weiterer Treiber ist die Alterung der Bevölkerung in der entwickelten Welt. Jene Personen fragen häufig mobilitätsunterstützende Produkte wie Aufzüge, Treppenlifte oder Rollstuhlrampen nach.

Marktwachstum bis 2013 jährlich auf 4,3% geschätzt

Diese Treiber führen dazu, dass sich der Weltmarkt für die für TK Elevator relevanten Produkte jährlich im Schnitt bis 2013 um 4,3% vergrößert. Auf diese Rate kommt das Marktforschungsinstitut Freedonia aus den USA im aktuellen „World Elevators to 2013“-Bericht. China wird demzufolge für die Hälfte der weltweiten Nachfrage nach Neuinstallationen stehen, während Westeuropa der größte Markt für das Servicegeschäft bleibt.

TK Elevator in FY 08/09e: Umsatz +6,3%, EBT +46%

Im Geschäftsjahr 08/09 wird TK Elevator u.E. den Umsatz um 6,3% auf 5,2 Mrd € gesteigert haben. Nach einem Wachstumsschub nach den ersten 9 Monaten (Umsatz +11,4%) dürften sich in Q4 die um 7,5% gesunkenen Auftragseingänge nach 9 Monaten negativ auf die Erlöse auswirken. Wir rechnen für Q4 mit einem Umsatzrückgang um 7,0% auf 1,3 Mrd € und einem weiteren Rückgang beim Auftragsingang um -8,0%. Trotz der prinzipiell erfreulichen Aussichten für die Sparte (s.o.) hat die Wirtschaftskrise am aktuellen Rand für eine Eintrübung des Geschäfts gesorgt. Ursächlich dafür war zuvorderst ein Einbruch im Neuanlagengeschäft aufgrund eines Rückgangs der Bautätigkeit in Osteuropa, Spanien, England und den USA. In der Region Asien wirkte sich ein schwaches Geschäft in Australien zuletzt ungünstig aus. Das Vorsteuerergebnis dürfte im Jahr 08/09 aber dennoch einen Rekordwert (MMWe: 632 Mio €) erreicht haben. Für Q4 (MMWe: 169 Mio €) rechnen wir mit einem EBT im Bereich des in Q3 erreichten Wertes, da der erwartete Umsatzrückgang vor allem durch weniger

Neugeschäft hervorgerufen wurde, jener Bereich aber nur etwa 10% zum Ergebnis beiträgt. Rund 90% des Ergebnisses wird im Service- und Wartungsbereich erzielt.

Umsatz in FY 09/10e leicht rückläufig

Infolge des zuletzt gesunkenen Auftragseingangs und des mittlerweile unter 1 notierenden „book-to-bill“-Verhältnisses rechnen wir für FY 09/10 mit einem leichten Umsatzrückgang um 1,5% auf 5,2 Mrd €. Gleichzeitig erwarten wir ein um 4,3% auf 604 Mio € sinkendes EBT. Dies korrespondiert mit einem operativen Hebel von 40%. Diesen vergleichsweise hohen Wert unterstellen wir, da wir aufgrund des schwachen Umfelds für Elevator-Produkte steigenden Margendruck befürchten. Die Auftragseingänge dürften im kommenden Geschäftsjahr bereits wieder um 1,5% (MMWe) anziehen, sofern sich das konjunkturelle Umfeld weiter verbessert und analog dazu die Bautätigkeit anzieht.

Belebung in FY 10/11e

Im Zuge des erwarteten höheren Auftragseingangs in FY 09/10 sollte auch der Umsatz von TK Elevator in FY 10/11e zulegen. Wir rechnen mit einem Erlösanstieg von 3,0% auf 5,3 Mrd € in FY 10/11 bei um 5,0% ansteigenden Auftragseingängen. Unter der Annahme eines operating leverage von 15% sollte sich das EBT auf 628 Mio € belaufen.

Abb. 31 : TK Elevator: Stabilisator im Konzern

Elevator in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Order intake	5.535	5.116	5.192	5.452
%yoy	4,8%	-7,6%	1,5%	5,0%
Total Sales cont. oper.	4.930	5.239	5.160	5.315
%yoy	4,6%	6,3%	-1,5%	3,0%
% of groupwide sales	9,2%	13,0%	12,5%	11,5%
Book-to-Bill	1,12	0,98	1,01	1,03
%yoy	0,2%	-13,0%	3,0%	1,9%
EBITDA	508	705	674	693
%yoy	4136,3%	38,9%	-4,3%	2,7%
% margin	10,3%	13,5%	13,1%	13,0%
EBIT	449	641	609	633
%yoy	-698,0%	42,9%	-4,9%	3,8%
%margin	9,1%	12,2%	11,8%	11,9%
EBT	434	632	604	628
%yoy	-484,1%	45,6%	-4,3%	3,8%
% margin	8,8%	12,1%	11,7%	11,8%
% of groupwide EBT	13,9%	-33,3%	127,5%	32,6%

M.M. Warburg Investment Research

Langfristziele: 6,7 Mrd € Umsatz, 800 Mio € EBT

Als mittelfristiges EBT-Ziel hat ThyssenKrupp für die Sparte 680 Mio € ausgegeben. Langfristig soll TK Elevator 800 Mio € vor Steuern verdienen. Gemäß dem Margenziel von 12% impliziert dies einem langfristigen Umsatz von 6,7 Mrd €. Auf Basis unserer Umsatzprognose von 5,2 Mrd € in FY 09/10 und der Wachstumsprognose für den Gesamtmarkt in Höhe von 4,3% p.a. könnte TK Elevator das Ziel im Jahr 2015 erreichen, sofern sich das Unternehmen nicht durch Akquisitionen verstärkt oder Marktanteile gewinnt.

6.5 ThyssenKrupp Services

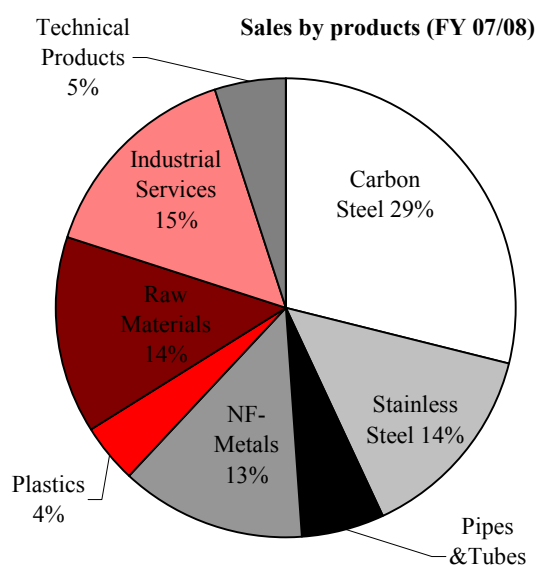
TK Services: Werkstoffhändler, Industriedienstleistungen

ThyssenKrupp Services ist die lagerhaltende Handelssparte im Konzern und dabei Lieferant von Werkstoffen aller Art (Anteil Flachstahl < 50%). Produkte sind Halbzeuge und fertig verarbeitete Stahl- und Edeltahlerzeugnisse, Rohre, Nicht-Eisen-Metalle wie Messing-, Bronze- oder Aluminiumteile und Kunststoffprodukte. Auch Mineralien, (Ferro-)Legierungen (Chrom, Titan, Mangan etc.), technische Gase und Koks sind im Lieferprogramm. In Servicecentern bietet die Sparte zudem Anarbeitungsleistungen wie Längs- oder Querteilung, Plasma- oder Lasertrennung, Sägen, Bohren, Fräsen und Beschichten an. In der Division Special Products ist das Systemgeschäft des Konzerns angesiedelt. TK GfT Bautechnik ist führender Anbieter im Hafen- und Spezialtiefbau, TK GfT Gleistechnik ist Lieferant von Gleisbaumaterialien und -zubehör. Industriedienstleistungen (TKIN, Xervon, Safway) haben das Geschäft bislang abgerundet. Die Trennung von TKIN ist allerdings bereits vollzogen, für Xervon (technische Dienstleistungen für Chemieanlagen und die Bauindustrie) und Safway (Gerüstbau) ist der Verkaufsprozess eingeleitet.

Unabhängige Vertriebsorganisation mit 4 Divisionen

TK Services versteht sich nicht als Vertriebseinheit von TK Steel und TK Stainless, sondern bezog lediglich 12,5% des Materials in FY 07/08 von den Schwestereinheiten. Der überwiegende Anteil wird von externen Produzenten bezogen. Unterteilt wird das Segment in Materials Services International (49% Spartenumsatz), Materials Services North America (11%), Industrial Services (12%) und Special Products (28%).

Abb. 32 : TK Services: keine Flachstahlvertriebseinheit



M.M. Warburg Investment Research

TK Services: Werkstoffhändler, Industriedienstleistungen

Mit einem Umsatzanteil von gut 30% (FY 07/08: 17 Mrd €) an den Konzernerlösen ist das Segment TK Services die größte Einheit im Konglomerat. Gleichzeitig liegen die Margen deutlich unter dem Konzerndurchschnitt, sodass das Segment in FY 07/08 lediglich 750 Mio € zum Konzernvorsteuerergebnis beitrug (24%). Damit steht die Sparte auf einem Niveau mit TK Technologies und deutlich hinter Steel (49%).

Heftiger Einbruch bei Mengen und Preisen in FY 08/09e

Als Werkstoffhändler wurde TK Services heftig von der Krise getroffen. Neben sinkenden Absatzmengen belasteten auch kürzere Bestellzyklen und kleinere Losgrößen. Häufig sind Orders unterschiedlicher Größe mit ähnlichen Kosten verbunden, da der teure Teil des Bearbeitungsprozesses (personalintensives Handling) oft identisch ist. Kleinaufträge erzielen allerdings geringere Erträge als Großorders, sodass der jeweilige Deckungsbeitrag sinkt. Zudem führte der Marktpreisverfall bei Grundstoffen zu Wertberichtigungen auf das Vorratsvermögen und „windfall losses“ in Höhe von insgesamt 350 Mio € bis Ende Q3 08/09. Da sich die Marktpreise im Laufe von Q4 08/09 jedoch stabilisiert haben, erwarten wir im Schlussquartal keinen weiteren Abschreibungsbedarf. Gleichzeitig sollten die Absatzmengen gegenüber Q3 wieder zugelegt haben. Wir rechnen mit einem Umsatzzanstieg um 9.5% auf 2,8 Mrd €. Gegenüber Q4 07/08 entspricht dies noch immer einem Rückgang um 40,0%. Im Gesamtjahr 08/09e dürften die Erlöse um 31% unter Vorjahr gelegen und sich auf 11,9 Mrd € belaufen haben. Bereinigt um Restrukturierungskosten in Höhe von 92 Mio € (MMWe) beträgt unsere EBT-Prognose für TK Services -194 Mio € (berichtet: -286 Mio €).

Einsparung durch Restrukturierung wird auf 200 Mio € beziffert

Das Restrukturierungsprogramm TK PLS, das im Gesamtjahr 08/09 Einmaleinsparungen in Höhe von > 1,0 Mrd € ermöglicht haben und die Kosten nachhaltig ab FY 10/11 um mehr als 300 Mio € reduzieren soll, setzt überwiegend bei TK Services an. Vom Einsparvolumen sollen rund 200 Mio € in der Handelssparte anfallen. Dazu wurden sowohl Personal- als auch organisatorische Maßnahmen initiiert. Der Bereich Materialeinkauf soll ebenfalls Kostensenkungen realisieren, u.a. mithilfe einer Reorganisation und Bündelung der Bezugsquellen.

6.5.1 Märkte stark fragmentiert

Endkundengeschäft

TK Services bedient im Wesentlichen Endkunden aus der Stahlverarbeitung (Umsatzanteil 07/08: 21%), aus dem Handel (19%), der Industrie (15%) und dem Maschinenbau (14%). Die Bauwirtschaft (9%), Automobilhersteller und -zulieferer (6%) sowie Energieunternehmen (5%) sind weitere Kunden.

Fokus auf Deutschland

Mit einem Anteil von 43% wurde im Geschäftsjahr 2007/2008 der überwiegende Teil des Geschäfts in Deutschland generiert. In den anderen EU-Ländern erzielte TK Services weitere 29% der Umsätze, in Nordamerika 13%. Asien spielte mit 7% bislang eine untergeordnete Rolle. Hintergrund ist, dass der asiatische Markt für Grund- und Werkstoffe zwar am schnellsten wächst, der europäische und nordamerikanische Markt mit einer Größe von je rund 90 Mrd € aber eine weitaus höhere Bedeutung haben.

Märkte stark fragmentiert

Der Marktanteil von TK Services in Nordamerika betrug im letzten Jahr knapp über 2%, was ThyssenKrupp zur Nummer 4 nach Reliance, Ryerson und Samuel & Co gemacht hat. Die größten 5 Anbieter in Nordamerika vereinten lediglich 17% des Marktes auf sich. Insgesamt sind über 1.300 Stahl- und Werkstoffhändler in den USA, Kanada und Mexiko aktiv. Ebenfalls fragmentiert allerdings weniger stark als der nordamerikanische ist der europäische Markt für Grund- und Rohmaterialien. Mit einem Anteil von 8% ist TK Services dort Marktführer vor Klöckner & Co (6%), ArcelorMittal Distribution (4%) und Salzgitter Handel (2%). Die größten 5 Anbieter vereinen knapp über 20% des Marktes auf sich. Insgesamt sind über 3.000 Stahl- und Werkstoffhändler in Europa aktiv.

Marktführer bei Industriedienstleistungen und Spezialprodukten in Deutschland

In der zum Verkauf stehenden Einheit Industriedienstleistungen ist TK Services Marktführer in Deutschland. In Gesamteuropa gehört ThyssenKrupp je nach Dienstleistung zu den Top 2-5. Im Gerüstbau und verwandten Services ist das Unternehmen weltweit Marktführer. Wesentliche Wettbewerber sind Bilfinger Berger, Harsco, DIW und ISS. Auch bei den Spezialprodukten gehört TK Services zu den ersten Adressen, wobei der Konzern in Europa Marktführer ist und weltweit je nach Geschäftsfeld zu den Top 1-10 gehört.

6.5.2 Breite Konjunkturerholung Voraussetzung für Geschäftsbelegung

Treiber für Geschäftsbelegung: Konjunkturerholung

Voraussetzung und Treiber zukünftigen Wachstums ist eine Stabilisierung der Konjunktur auf breiter Front. TK Services hat über 300.000 verschiedene Kunden aus unterschiedlichsten Branchen. Wir gehen davon aus, dass sich die Verbesserung des konjunkturellen Umfelds im Sommer 2009 bereits positiv in den Q4-Zahlen von TK Services bemerkbar gemacht hat. Für den weiteren Jahresverlauf 2009 und in 2010 rechnen unsere Volkswirte mit einer weiteren Wirtschaftsaufhellung, die allerdings nicht ohne Umwege verlaufen muss. Insgesamt scheint das Rezessionstal jedoch durchschritten.

Gesamtjahr 08/09 tief rot trotz Aufhellung in Q4

Für Q4 08/09 rechnen wir mit einem Auftrageingang in Höhe von 2,5 Mrd €. Gegenüber Q3 entspricht dies einem Anstieg um knapp 10%, gegenüber Vorjahr einem Einbruch um 45% (Q3 08/09 vs. Q3 07/08: -52%). Der Umsatz sollte sich in Q4 im Vergleich zu Q3 auf 2,8 Mrd € verbessert haben. Sonderbelastungen für die Restrukturierung in Höhe von 80 Mio € (MMWe) dürften das Vorsteuerergebnis in Q4 belastet haben. Auf bereinigter Basis rechnen wir allerdings nur mit einem EBT-Verlust von -35 Mio €. Im Gesamtjahr 08/09e dürfte TK Services das schlechteste Jahr seit bestehen der Fusion erreicht haben. Der Umsatz wird u.E. auf 11,9 Mrd € (-31%) und damit auf das Niveau von 2003 gefallen sein. Der Vorsteuerergebnis wird tief rot ausgefallen sein. Wir rechnen mit einem berichteten EBT von -286 Mio € und einem adjustierten EBT von -194 Mio €.

Umsatzerholung für FY 09/10 unterstellt

Wir rechnen für das Geschäftsjahr 2009/2010 mit einer Erholung der Nachfrage und einer entsprechenden Umsatzverbesserung um 5,8% auf 12,6 Mrd €. Das historisch durchschnittliche Wachstum pro Jahr in Höhe von 8,2% seit 2001 dürfte TK Services u.E. auf Sicht nicht wieder erreichen. Auf Vorsteuerbasis erwarten wir lediglich einen Gewinn in Höhe von 97 Mio €. Die Strukturanpassungen dürften u.E. bis Mitte/Ende 2010 brauchen, um positiv auf das Ergebnis durchzuschlagen – zumal wesentliche Restrukturierungsmaßnahmen erst in Q4 08/09 initiiert wurden.

Weitere Belebung in FY 10/11e

Im Geschäftsjahr 2010/2011 dürfte der Umsatz um 5,0% auf 13,3 Mrd € zulegen, sofern sich die konjunkturelle Erholung manifestiert. Dieses Niveau liegt noch immer um mehr als 20% unterhalb des Peaks aus dem Jahr 2007. Die Kapazitätsmaßnahmen im Rahmen von TK PLuS sollten u.E. gleichzeitig jedoch ein EBT in Höhe vom 286 Mio € ermöglichen. Dabei unterstellen wir einen operating leverage von 22%.

Mittelfristige Ziele: Marktführer mit 1,0 Mrd € EBT

Mittel- bis langfristig will TK Services stark in Asien und überdurchschnittlich in Mittel- und Osteuropa sowie in der NAFTA-Region wachsen. Zwar liegt die Expansionsstrategie EXeast aufgrund der Krise derzeit auf Eis, Ziel bleibt es aber, von der Nummer 2 zum Weltmarktführer für Grund- und Werkstoffe zu werden. Als EBT-Zielwert peilt ThyssenKrupp 1,0 Mrd € an.

Akquisitions-multiplikator von 4x-6x EBITDA entspräche marktkonformer Bewertung

Die Expansionsstrategie beinhaltet auch Akquisitionen. Zielländer sind Nordamerika, Slowenien, Kroatien, Serbien, Polen, Russland, Bulgarien, Slowakei, Thailand, Singapur und Vietnam. Zur Finanzierung von Unternehmenskäufen soll die Desinvestition der Industriedienstleistungseinheiten dienen. Wir erachten diese Voraussetzung als positiv, damit die Bilanzkennziffern nicht weiter strapaziert werden. Ein marktüblicher Bewertungsmultiplikator für den Unternehmenswert (EV) eines (Stahl)-Händlers wäre 4-6x normalisiertes EBITDA. Jenen Zielwert betrachtet TK Services-Wettbewerber Klöckner & Co als fair.

Abb. 33 : Konjunkturaufschwung treibt Erholung

Services in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Order intake	17.453	10.993	12.642	13.274
%yoy	3,7%	-37,0%	15,0%	5,0%
Total Sales cont. oper.	17.336	11.948	12.642	13.274
%yoy	3,7%	-31,1%	5,8%	5,0%
% of groupwide sales	32,4%	29,7%	30,5%	28,8%
Book-to-Bill	1,01	0,92	1,00	1,00
%yoy	0,0%	-8,6%	8,7%	0,0%
EBITDA	988	-44	327	511
%yoy	4,3%	-	-	56,2%
% margin	5,7%	-0,4%	2,6%	3,9%
EBIT	834	-202	177	361
%yoy	6,0%	-	-	103,7%
% margin	4,8%	-1,7%	1,4%	2,7%
EBT	750	-286	97	286
%yoy	6,5%	-	-	194,1%
% margin	4,3%	-2,4%	0,8%	2,2%
% of groupwide EBT	24,0%	15,1%	20,5%	14,9%

M.M. Warburg Investment Research

6.6 ThyssenKrupp Corporate/Consolidation

Verschuldung und Refinanzierung vs. Sparprogramm

Die Einheit Corporate umfasst die Konzernverwaltung einschließlich konzerninterner Dienstleistungen, sonstige inaktive Gesellschaften sowie nicht betriebsnotwendige Immobilien. Für Corporate rechnen wir in FY 08/09 und die kommenden Geschäftsjahre 09/10 und 10/11 mit Umsatzerlösen auf dem Niveau der Vorjahre (MMWe: 100 Mio €). Das EBT sollte zukünftig einerseits von den Sparprogrammen und dem Konzernumbau profitieren. Andererseits dürften die höhere Konzernverschuldung und die ungünstigeren Refinanzierungskonditionen zu einer steigenden Zinsbelastung führen. Gegenüber FY 07/08 (-417 Mio €) rechnen wir für die Jahre 2009-2011 folglich nur mit einer leichten Verbesserung des Vorsteuerergebnisses auf -398 Mio € (08/09e), -380 Mio € (09/10e) bzw. -360 Mio € (10/11e).

6.7 Die neue Struktur des Konzerns

ThyssenKrupp alt: Stahl, Technologie, Aufzüge

Im Geschäftsjahr 08/09e wird ThyssenKrupp rund 65% der Erlöse mit Stahl und anderen Werkstoffen generiert haben. Etwa 35% oder 16 Mrd € dürften auf die Technologie- bzw. Aufzugssparte entfallen sein. Trotz der hohen Bedeutung für den Konzern hat der Finanzmarkt letzteren Bereichen in der Vergangenheit wenig Bedeutung zugemessen. Hintergrund dürfte auch gewesen sein, dass es an Transparenz innerhalb der Sparten gemangelt hat. So wurden beispielsweise keine Ertragszahlen für die jeweiligen Divisionen publiziert, sondern nur aggregierte Segmentwerte. Mit Bekanntgabe der Geschäftszahlen 2008/2009 wird ThyssenKrupp das Reporting umstellen.

ThyssenKrupp neu: Materials und Technologies Division

TK Steel, TK Stainless und TK Services werden zukünftig zur Materials Division zusammengefasst. Eine ausführliche Berichterstattung soll es auf Ebene der Business Areas *Steel Europe*, *Steel Americas*, *Stainless Global* und *Materials Services* geben. TK Technologies und TK Elevator werden unter der Technologies Division erfasst. Deren Business Areas lauten *Elevator Systems*, *Plant Technology*, *Components Technologies* und *Marine Systems*.

Erhöhung der Transparenz und Reaktionsgeschwindigkeit sowie Konzernverschlinkung als Hauptmotive

Die Neuorganisation bringt einige Vorteile mit sich. Neben der Kosteneinsparung in Höhe von 500 Mio ab FY 10/11 aufgrund der Reduktion von Führungszwischenebenen dürfte der Konzernvorstand direktere Eingriffsmöglichkeiten erhalten. Wir begrüßen zudem, dass die Berichterstattung auf Business Unit-Ebene dem Finanzmarkt die Möglichkeit bietet, die einzelnen Bereiche klarer voneinander unabhängig zu bewerten.

7 Finanzdiskussion

7.1 Geschäftsentwicklung

Automobilproduktion Belastungsfaktor in FY 08/09e

Der Einbruch der Automobilproduktion (Umsatzanteil Automobilindustrie bei ThyssenKrupp ca. 30%) um in der Spitze 40% hat den Düsseldorfer Konzern im Ende September 2009 abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/2009 hart getroffen. Basierend auf den Prognosen für die Segmente rechnen wir für ThyssenKrupp mit einem Umsatzrückgang um 25% auf 40,2 Mrd € im Geschäftsjahr 2008/2009. Gleichwohl gehen wir davon aus, dass der Tiefpunkt in der Umsatzentwicklung bereits in Q3 erreicht wurde. Für Q4 prognostizieren wir einen Erlös in Höhe von 9,6 Mrd €. Gegenüber dem Vorquartal würde dies einem Anstieg um knapp 3% entsprechen, im Vergleich zum Vorjahresquartal dürften die Erlöse hingegen um 31% gefallen sein.

Book-to-Bill im Gesamtjahr 08/09e bei 0,95 – in Q4 bei 1,03

Der Auftragseingang wird sich in Q4 u.E. stärker erholen als die Umsätze. Wir rechnen mit einem Anstieg um 24% gegenüber Q3 (-28% yoy) auf 9,8 Mrd €. Das Book-to-Bill-Verhältnis würde im Schlussquartal 08/09e entsprechend wieder über 1 auf 1,03 gestiegen sein (9M: 0,93). Im Gesamtjahr dürfte ThyssenKrupp Aufträge in Höhe von 38,3 Mrd € erhalten haben. Das Verhältnis zum erwarteten Umsatz beträgt im Gesamtjahr u.E. 0,95.

Sonderfaktoren lasten auf FY 08/09e-Ergebnis

Trotz eines gegenüber Q3 erwarteten Umsatzzuwachses in Q4 08/09e rechnen wir nicht mit einer Verbesserung beim operativen Konzernergebnis (MMWe: -779 Mio €, Q3: -642 Mio €). Hintergrund sind gegenüber Q3 steigende Sonderaufwendungen für die Restrukturierung von TK Steel, TK Stainless, TK Technologies und TK Services. Zudem dürften weitere Projektkosten für die USA-Aktivitäten angefallen sein (MMWe: -110 Mio €). Basierend auf einem Verlust in Höhe von -639 Mio € nach 9 Monaten und unserer Prognose für Q4e beläuft sich unsere Gesamtjahresschätzung für das operative Ergebnis auf -1,4 Mrd € in FY 08/09e.

Unter der Annahme eines Finanzergebnisses von -482 Mio €, das aufgrund der gegenüber FY 07/08 um ca. 27% (MMWe) höheren Nettofinanzverschuldung um gut 230 Mio € tiefer als im Vorjahr liegen dürfte, rechnen wir mit einem berichteten Vorsteuerergebnis von -1,9 Mrd €. Bereinigt um nicht-operative Einmalfaktoren wie Restrukturierungs-, Projekt- und Wertberichtigungsaufwendungen in Höhe von 1,4 Mrd € (MMWe) erwarten wir ein adjustiertes EBT von -533 Mio €. Darin enthalten sind operative Sonderbelastungen wie Abschreibungen auf das Vorratsvermögen und „windfall losses“ im Umfang von 1,0 Mrd € (MMWe) aufgrund des massiven und schnellen Preisverfalls

Abb. 34: Operative Entwicklung der Segmente

TK Segment overview in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Sales Group	53.426	40.230	41.386	46.071
thereof: Steel	14.358	9.814	9.848	12.133
thereof: Stainless	7.420	4.333	4.777	6.093
thereof: Technologies	12.412	10.680	10.959	11.657
thereof: Elevator	4.930	5.239	5.160	5.315
thereof: Services	17.336	11.948	12.642	13.274
thereof: Coporate/Consolidation	-3.030	-1.785	-2.000	-2.400
EBITDA Group	4.976	401	2.979	4.323
thereof: Steel	2.345	369	1.111	1.638
thereof: Stainless	363	-639	316	727
thereof: Technologies	1.046	134	590	823
thereof: Elevator	508	705	674	693
thereof: Services	988	-44	327	511
thereof: Coporate/Consolidation	-273	-123	-40	-70
EBIT Group	3.572	-1.203	1.284	2.633
thereof: Steel	1.699	-270	411	888
thereof: Stainless	214	-945	-34	427
thereof: Technologies	679	-279	190	423
thereof: Elevator	449	641	609	633
thereof: Services	834	-202	177	361
thereof: Coporate/Consolidation	-302	-147	-70	-100
EBT Group reported	3.128	-1.900	474	1.923
thereof: Steel	1.540	-483	211	688
thereof: Stainless	126	-1.027	-159	327
thereof: Technologies	741	-299	140	393
thereof: Elevator	434	632	604	628
thereof: Services	750	-286	97	286
thereof: Coporate/Consolidation	-463	-436	-420	-400
EBT Group adjusted	3.489	-533	599	1.923
thereof: Steel	1.903	93	286	688
thereof: Stainless	126	-642	-109	327
thereof: Technologies	714	9	140	393
thereof: Elevator	459	638	604	628
thereof: Services	750	-194	97	286
thereof: Coporate/Consolidation	-463	-436	-420	-400
Major nonrecurring items	361	-1.367	-125	0
thereof: Steel	-363	-576	-75	0
<i>of which: Restructuring</i>	-93	-347	0	0
<i>of which: Project costs</i>	-270	-204	-75	0
<i>of which: Impairments</i>	0	-25	0	0
thereof: Stainless	0	-385	-50	0
<i>of which: Restructuring</i>	0	-200	0	0
<i>of which: Project costs</i>	0	-37	-50	0
<i>of which: Impairments</i>	0	-148	0	0
thereof: Technologies	27	-308	0	0
<i>of which: Restructuring</i>	27	-242	0	0
<i>of which: Impairments</i>	0	-66	0	0
thereof: Elevator	-25	-6	0	0
<i>of which: Restructuring</i>	-25	-6	0	0
thereof: Services	0	-92	0	0
<i>of which: Restructuring</i>	0	-92	0	0
thereof: other	722	0	0	0
Sum Restructuring	-91	-887	0	0
Sum Project costs	-270	-241	-125	0
Sum Impairments	0	-239	0	0
Winfall losses and inventory writedowns	0	-1.000	0	0

in 2009. Die Guidance des Konzerns hinsichtlich des bereinigten Ergebnisses vor Steuer lautet auf „höher dreistellig“.

Dividende trotz EPS von -3,28 € in FY 08/09e

Vor dem Hintergrund des Vorsteuerverlustes gehen wir von einer Steuergutschrift im Umfang von 342 Mio € aus. Folglich beträgt unsere Nettoergebnisprognose nach Minderheiten in FY 08/09e -1,5 Mrd €, was einem EPS-Verlust von -3,28 € entspricht. Trotzdem rechnen wir mit einer Dividende in Höhe von 0,35 € je Aktie, da der Großaktionär, die Alfred Krupp von Bohlen und Halbach-Stiftung, einem Ausfall der Ausschüttung kritisch gegenüber steht und ThyssenKrupp CEO Schulz bereits verlauten ließ, dass der Konzern in guten Jahren nicht zu viel und in schlechten Jahren nicht zu wenig an die Aktionäre ausschütte, um so eine „Dividendenkontinuität“ zu gewährleisten. Da der Free Cashflow (FCF) u.E. negativ sein dürfte (s.u.), wird ThyssenKrupp Fremdkapital zur Finanzierung der Ausschüttung verwenden müssen, was wir prinzipiell als bedenklich erachten.

Sukzessiver Aufschwung in 09/10e – AE u.E. größer als Umsatz

Für das seit Oktober 2009 laufende Geschäftsjahr 09/10 gehen wir nur von einem leichten Umsatzzanstieg um 2,9% auf 41,4 Mrd € und von einem Auftrageingang in Höhe von 41,9 Mrd € (+9,6%) aus. Hintergrund ist zum einen die mutmaßlich nur leichte Erholung in den stahlnahen Segmenten (Mengenanstieg wird konterkariert durch im Schnitt niedrigere Preise als in 08/09). Zum anderen erwarten wir noch keine dynamischen Umsatzipulse in den Business-Units der Technologiedivision (außer Component Business, wo sich die ggü. 08/09 steigende Automobilproduktion positiv bemerkbar machen sollte). Die Erlöse dürften sich über den Jahresverlauf hinweg sukzessive verbessern. Während für Q1 09/10e noch Umsatzrückgänge ggü. Vorjahr berichtet werden dürften, erwarten wir ab Q2 09/10e ggü. Q2 08/09 erstmal wieder steigende Erlöse. Die Wirtschaftskrise traf ThyssenKrupp ab jener Periode im vergangenen Geschäftsjahr, sodass die Basis erst ab Q2 niedrig ist.

Entfall von Sonderbelastungen führt zu deutlichem Ergebnisswing in FY 09/10e

Wir rechnen im laufenden Geschäftsjahr 09/10e mit weiteren Projektkosten für Steel Americas in Höhe von 125 Mio €. Ansonsten sollten u.E. keine zusätzlichen Einmalaufwendungen mehr anfallen, sofern sich Mengen und Preise erwartungsgemäß entwickeln. Der erwartete Entfall von Sonderbelastungen in Höhe von 1,2 Mrd € (MMWe) sowie von „windfall-losses“ und Vorratsabwertungen (MMWe: 1,0 Mrd €) dürfte die Ergebnisgrößen in FY 09/10e spürbar entlasten. Sobald die „teuren“ Eisenerz- und Kokskohlelagerbestände abgebaut sind (ab Q2 09/10e) sollten sich zudem auch die gesunkenen Inputkosten positiv auf die Erträge auswirken. Belastend dürfte sich auf das Vorsteuerergebnis der mutmaßlich nochmals deutlich höhere Finanzaufwand (MMWe: -755 Mio €) infolge der gestiege-

nen Verschuldung auswirken. Wir rechnen für FY 09/10e folglich mit einem berichteten Vorsteuerergebnis in Höhe von +474 Mio €. Adjustiert um Projektkosten für Steel Americas (MMWe: 125 Mio €) beträgt unsere EBT-Prognose +599 Mio €. In dieser Prognose haben wir noch keine wesentlichen Effekte aus den nachhaltigen Einsparprogrammen inkludiert. Erst ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 dürfte die Restrukturierung zu jährlichen Einsparungen in Höhe von 1,0-1,3 Mrd € (MMWe) führen.

Abb. 35 : ThyssenKrupp Gewinn- und Verlustrechnung

TK P&L in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Order intake	55.205	38.278	41.945	47.483
Book-to-bill	1,03	0,95	1,01	1,03
Sales	53.426	40.230	41.386	46.071
%yoy	3,3%	-24,7%	2,9%	11,3%
Costs of goods sold	-44.150	-35.712	-35.063	-38.074
%yoy	4,4%	-19,1%	-1,8%	8,6%
% of sales	82,6%	88,8%	84,7%	82,6%
Gross profit	9.276	4.518	6.323	7.997
%yoy	-1,7%	-51,3%	40,0%	26,5%
% margin	17,4%	11,2%	15,3%	17,4%
SG&A	-5.588	-5.589	-4.721	-5.005
%yoy	5,0%	0,0%	-15,5%	6,0%
% of sales	10,5%	13,9%	11,4%	10,9%
thereof: Selling expenses	-2.854	-2.768	-2.652	-2.810
%yoy	0,8%	-3,0%	-4,2%	6,0%
% of sales	5,34%	6,88%	6,41%	6,10%
thereof: Administrative expen	-2.734	-2.821	-2.069	-2.195
%yoy	9,8%	3,2%	-26,7%	6,1%
% of sales	5,12%	7,01%	5,00%	4,76%
Other operating result	-383	-342	-372	-415
%yoy	-12,8%	-10,7%	8,9%	11,3%
% of sales	0,72%	0,85%	0,90%	0,90%
thereof: Other operating incor	342	342	331	369
%yoy	-46,3%	0,0%	-3,2%	11,3%
% of sales	0,64%	0,85%	0,80%	0,80%
thereof: other operating exper	-725	-684	-704	-783
%yoy	-32,6%	-5,7%	2,9%	11,3%
% of sales	1,36%	1,70%	1,70%	1,70%
Net result disp. subs.	73	-5	0	0
%yoy	-	-	-	-
Operating profit	3.378	-1.418	1.229	2.578
%yoy	-8,2%	-142,0%	-186,7%	109,7%
% margin	6,3%	-3,5%	3,0%	5,6%
EBIT	3.573	-1.203	1.284	2.633
%yoy	-4,2%	-	-	105,0%
% margin	6,7%	-3,0%	3,1%	5,7%
Financial result	-250	-482	-755	-655
%yoy	-28,8%	92,8%	56,6%	-13,2%
EBT	3.128	-1.900	474	1.923
%yoy	-6,1%	-160,8%	-125,0%	305,5%
% margin	5,9%	-4,7%	1,1%	4,2%
Taxes	-852	342	-142	-577
% Tax rate	27,2%	18,0%	30,0%	30,0%
Net income cont. operations	2.276	-1.558	332	1.346
%yoy	3,9%	-168,5%	-121,3%	305,5%
% margin	4,3%	-3,9%	0,8%	2,9%
thereof: Minorities	81	-40	-40	-40
thereof: Net income shareh.	2.195	-1.518	372	1.386
Number of shares	514,5	514,5	514,5	514,5
Treasury Stock	51,0	51,0	51,0	51,0
Number of shares outstanding	463,5	463,5	463,5	463,5
No. shares out. (av.)	477,8	463,5	463,5	463,5
EPS cont. operations (€)	4,59	-3,28	0,80	2,99
%yoy	6,8%	-171,3%	-124,5%	272,6%
Dividend	1,30	0,35	0,40	0,90
% payout ratio	28,3%	-10,7%	49,8%	30,0%
% yield	6,3%	1,5%	1,7%	3,7%

M.M. Warburg Investment Research

EPS bei 0,80 € in FY 09/10e – Ausschüttungsquote 50%

Für FY 09/10e unterstellen wir eine Steuerquote von 30%, die aufgrund von Verlustvorträgen aus FY 08/09 allerdings auch geringer ausfallen kann. Unter dieser Annahme antizipieren wir ein Nettoergebnis in 09/10e in Höhe von 372 Mio €, was einem Ergebnis je Aktie von 0,80 € entspricht. Die Dividende dürfte leicht auf 0,40 € je Aktie steigen, da ThyssenKrupp das sich u.E. verbessernde wirtschaftliche Umfeld berücksichtigen wird.

Materials Division trägt Erholung in FY 10/11e

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt halten wir das Konjunkturszenario der deutschen Wirtschaftsvereinigung Stahl, des Europäischen Stahlverbandes EUROFER und der World Steel Association für plausibel, wonach sich eine Erholung der Weltwirtschaft spürbar positiv in der Stahlverwendung ab 2011 bemerkbar machen sollte. Wir rechnen für die Materials Division mit einem Umsatzanstieg um 15,5% in FY 10/11e. Zudem sollten ab jener Periode auch die Technologieeinheiten (Umsatz 10/11e: +5,3%) im ThyssenKrupp-Konzern von den ab u.E. Mitte/Ende 2010 anziehenden Auftragseingängen profitieren. Für den Konzern rechnen wir in FY 10/11e folglich mit um 11,3% auf 46,1 Mrd € steigenden Umsätzen. Auch die eingehenden Orders dürften sich im Zuge der Konjunkturerholung um 11,3% auf 47,1 Mrd € erholen, sodass das Book-to-Bill-Verhältnis weiter auf 1,02 ansteigen dürfte.

Anziehende Nachfrage und Kostenmaßnahmen ermöglichen u.E. EBT von 1,9 Mrd € in FY 10/11e

Ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 sollen die Restrukturierungen und der Konzernumbau (nachhaltige Einsparung MMWe: 1,0-1,3 Mrd €) sowie die sich weiter erholenden Absatzmärkte für einen deutlichen Impuls beim Ergebnis sorgen. Zudem wird auf Basis derzeitiger Planungen die Brammenproduktion in Brasilien in Q2 10/11e starten, sodass ThyssenKrupp in jener Periode anteilig von um über 20% geringeren Produktionskosten als heute profitiert. Für den Konzern rechnen wir folglich mit einem im historischen Vergleich hohen operating leverage von knapp 29%, woraus ein operatives Ergebnis in Höhe von 2,6 Mrd € resultiert. Die Marge läge entsprechend bei 5,6% und damit weiterhin unter den Werten der Jahre 2006-2008 (6,3%-7,1%). Unter der Annahme eines negativen Finanzergebnisses in Höhe von -655 Mio € sowie einer Steuerquote von 30% resultiert ein Nettogewinn von 1,4 Mrd € bzw. EPS von 2,99 €. Unsere Dividendenprognose lautet auf 0,90 € je Aktie.

7.2 Cashflow- und Bilanzanalyse

Abbau von Working Capital entlastet, Investitionen für Steel Americas belasten

Per Ende September 2009e dürfte ThyssenKrupp aus dem Abbau von Working Capital freie Mittel in Höhe von 2,7 Mrd € generiert haben. Auf den Free Cashflow (FCF) werden sich demgegenüber belastend Investitionen in Höhe von 4,2 Mrd € (MMWe) ausgewirkt haben – davon der Großteil für Steel Americas. Gleichzeitig erwarten wir Einzahlungen aus dem Anteilsverkauf von TK CSA an Vale in Höhe von 300 Mio €. Insgesamt rechnen wir mit einem negativen FCF von -221 Mio €. Weitere Liquidität musste sich das Unternehmen zur Auszahlung der Dividende 07/08 in Höhe von 603 Mio € (MMWe) beschaffen. Insgesamt dürften die Nettofinanzverbindlichkeiten in FY 08/09 u.E. um über 0,7 Mrd € auf 3,2 Mrd € (Gearing: 35%) gestiegen sein. Die Guidance des Unternehmens lautet auf < 3,5 Mrd €.

Weiterer Anstieg der Verschuldung in FY 09/10e erwartet

Im laufenden Geschäftsjahr dürfte der Brutto-Cashflow aufgrund des positiven Nettoergebnisses 2,2 Mrd € betragen. Gleichzeitig erwarten wir Gegenwind aus dem Aufbau von Working Capital aufgrund wieder ansteigender Erlöse. Darüber hinaus rechnen wir mit Nettoinvestitionszahlungen in Höhe von 2,8 Mrd €. Darin enthalten sind Auszahlungen von 2,4 Mrd € (MMWe) für Steel Americas und Einzahlungen von 0,6 Mrd € aus dem Anteilsverkauf von TK CSA an Vale. Aus der Veräußerung von weiteren Unternehmensteilen haben wir bislang keinen Liquiditätsfluss einkalkuliert. Allerdings halten wir es für wahrscheinlich, dass sich ThyssenKrupp im Laufe dieses Jahres von weiteren Industrieservice-Einheiten trennen wird, womit sich Aufwärtsrisiken für unsere FCF-Prognose von -861 Mio € in FY 09/11e ergeben. Infolgedessen und aufgrund der Dividendenzahlung gehen wir von einem Anstieg der Nettofinanzverbindlichkeiten auf 4,3 Mrd € (Gearing: 45%) aus.

Investitionen sinken auf Normalmaß: erstmals seit FY 06/07 wieder positiver FCF in FY 10/11e

Die Investitionstätigkeit sollte in FY 10/11e wieder auf ein Normalmaß reduziert werden, da in jener Periode keine Ausgaben mehr für das Stahlprojekt „Americas“ anfallen. Wir rechnen nur noch mit Investitionen in Höhe von 1,5 Mrd € (-58% yoy). Davon sollte der Free Cashflow profitieren und erstmals wieder seit 4 Geschäftsjahren positiv sein (MMWe: +704 Mio €). Jene Mittel sollten ausreichen, um sowohl die erwartete Dividende aus FY 09/10 zu finanzieren als auch die Schulden zurückzufahren. Wir rechnen zum Ende jenes Geschäftsjahres mit Nettofinanzschulden von 3,7 Mrd € (Gearing: 35%).

Großteil der Refinanzierung ab FY 2012/2013

Im laufenden Geschäftsjahr hat ThyssenKrupp lediglich einen Refinanzierungsbedarf von 253 Mio € (MMWe). Im

Abb. 36: Cashflow ab FY 2010/2011e u.E. wieder positiv

TK Cashflow Statement in € m	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
Net income	2.276	-1.558	332	1.346
%yoy	3,9%	-168,5%	-121,3%	305,5%
Gross cashflow	3.443	996	2.177	3.189
%yoy	-3,5%	-71,1%	118,6%	46,5%
Δ Working Capital	-187	2.677	-258	-815
Cashflow from operating activities	3.679	3.673	1.919	2.374
%yoy	65,7%	-0,2%	-47,7%	23,7%
Cashflow from investment activities	-3.898	-3.894	-2.780	-1.670
%yoy	67,7%	-0,1%	-28,6%	-39,9%
Free Cashflow / Net cashflow	-219	-221	-861	704
%yoy	110,6%	1,1%	288,6%	-181,8%
Cashflow from financing activities	-705	1.651	338	-685
Δ cash & cash equivalents	-924	1.430	-523	19
FX effects	-9	0	0	0
Cash at beginning of period	3.658	2.725	4.155	3.632
Cash & equivalents end of period	2.725	4.155	3.632	3.651

M.M. Warburg Investment Research

Folgejahr dürften rund 950 Mio € neu zu beschaffen sein, wobei der Hauptteil auf eine Anleihe im Volumen von 750 Mio € entfällt. Die wesentlichen Teile der Gesamtverschuldung (MMWe: 84%) müssen u.E. zwischen 2012/2013 bis 2015/2016 refinanziert werden. Auf Anleihen und Schuldverschreibungen entfallen 58% des Fremdkapitals, auf Bankverbindlichkeiten rund 40%. Nach unserer Einschätzung dürfte der Konzern per Ende FY 08/09 noch über ungenutzte Kreditlinien in Höhe von ca. 3,3 Mrd € verfügt haben.

Keine Ergebnis-Covenants, Investment-Grade-Rating mittelfristig in Gefahr

Die Fremdkapitalvehikel von ThyssenKrupp sind nicht mit auf Ergebniskennziffern basierenden Kredit-Covenants verbunden. Eine Neuverhandlung der Linien fiel im Falle eines Finanzverschuldungsgrades von deutlich über 100% (Nettofinanzverbindlichkeiten zu Eigenkapital) an (MMW 08/09e: 35%, 09/10e: 45%, 10/11e: 35%). Für die Rating-

Agenturen ist die Kennziffer Nettoverschuldung zu operativem Cashflow der letzten 12 Monate Schlüsselgröße. Nach 9 Monaten betrug die Relation bei ThyssenKrupp 0,97, was zum Erhalt des Investment-Grade-Ratings auf der untersten Stufe (BBB-) genügte. Unseres Erachtens sollte sich die Quote per Ende September 2009 auf 0,88 verbessert haben, sodass wir kurzfristig keine Gefahr einer Rückstufung des Ratings erwarten. Für FY 09/10e gehen wir hingegen von einer Verschlechterung auf 2,22 aus, da ThyssenKrupp im laufenden Geschäftsjahr Gegenwind durch den Aufbau von Working Capital haben dürfte und gleichzeitig weiterhin hohe Investitionen für Steel Americas anstehen. Im Falle einer Rückstufung beim Rating müsste ThyssenKrupp für die im Juni begebene Anleihe (1,0 Mrd €, Kupon 8%) einen Aufschlag von 1,25 Prozentpunkten zahlen. Die Kreditlinien würden sich um 0,3-0,5%-Punkte verteuern.

Kerndaten zur Bilanz

Angesichts der anhaltenden Wirtschaftskrise und der damit verbundenen Frage nach der bilanziellen Stabilität von Un-

Abb. 37: Kurzfristig kein Refinanzierungsbedarf

Debt structure per end FY 08/09e in € m	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	Gross debt
Bond € 750 5.00% 03.2011		750						
Bond € 500 6.75% 02.2013				500				
Bond € 500 6.75% 04.2013				500				
Bond € 1,000 8.00% 06.2014					1.000			
Bond € 750 4.375% 03.2015						750		
Bond € 1,000 8.50% 02.2016							1.000	
Note loan € 100 5.15% 04.2013				100				
Note loan € 150 5.30% 04.2013				150				
Note loan € 150 5.375% 05.2014					150			
Note loan € 80 5.71% 09.2016								
Liabilities to banks	228	172	220	490	350	350	350	
Finance leases	25	25	25	25	29			
Multi-Currency-facility € 2,500 07.2014								
Revolving facility € 528 due before 2012/2013								unused
Revolving facility € 1,672 due after 2012/2013					439	439	439	unused
Refinancing need (MMWe)	253	947	245	1.765	1.968	1.539	1.869	8.586
in %	3%	11%	3%	21%	23%	18%	22%	partly used

Quelle: ThyssenKrupp, MMWe

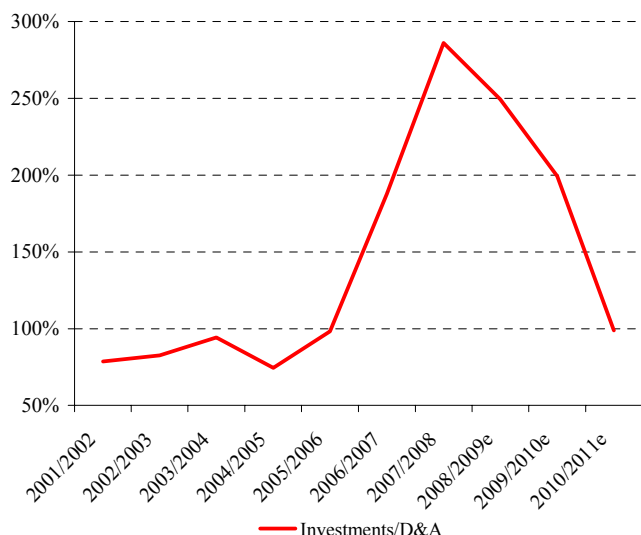
M.M. Warburg Investment Research

ternehmen erscheint uns eine genauere Betrachtung der Bilanz sowie ggf. bestehender bilanzieller Risiken als besonders angebracht. Dabei ist bereits an dieser Stelle zu betonen, dass die Risiken bei ThyssenKrupp überschaubar sind, wenngleich das Unternehmen (Eigenkapitalquote: 23%, Gearing: 35%) zum Ende des letzten Geschäftsjahres keine außerordentliche Kapitalstärke aufwies.

Innerhalb der immateriellen Vermögenswerte weist der Bilanzposten **Goodwill**, der sich per Ende September 2008 auf 3,9 Mrd € belief, einen auf den ersten Blick hohen Wert auf, da das Eigenkapital gleichzeitig bei 11,5 Mrd € lag. Per Ende FY 07/08 war der Goodwill 33 (von insgesamt 43) Cash Generating Units zugeordnet. Der Hauptteil (55%) entfiel dabei auf Elevators Americas (20%), Submarine (18%), Surface Vessels (11%) und Metallurgie (6%). Aufgrund der Wirtschaftskrise dürften sich Teile des Goodwills als nicht werthaltig erwiesen haben. Wir rechnen mit einem Wertberichtigungsaufwand in FY 08/09e in Höhe von 239 Mio € (TK Stainless: 148 Mio €, TK Technologies: 66 Mio €, TK Steel: 25 Mio €). Unter der Annahme einer wirtschaftlichen Erholung sollte in den Folgejahren kein weiterer Abschreibungsbedarf bestehen.

Die anderen Posten des immateriellen Vermögens wie **Patente/Rechte/Lizenzen, aktivierte Entwicklungskosten und erhaltene Kundenanzahlungen** erscheinen uns aufgrund ihrer geringen Höhe unkritisch.

Abb. 38 : Abschreibungen werden zukünftig steigen (MMWe)



M.M. Warburg Investment Research

Die **Sachanlagen** (FY 08/09e: 14,0 Mrd €) machten per Ende September 2009 aufgrund der Expansion nach Amerika und der damit einhergegangenen hohen Investitionstätigkeit der letzten Jahre den mit Abstand größten Posten der Vermögenswerte aus. Zuletzt dürften die Sachanlagen nur zu 66% durch das Eigenkapital gedeckt gewesen sein. Zu-

sammen mit den langfristigen Verbindlichkeiten betrug der Anlagendeckungsgrad hingegen mehr als 173%. Für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir zwar von einer weiteren Zunahme der Sachanlagen aus (u.a. weitere Investitionen für Steel Americas), weitere starke Sprünge bei den Sachanlagen erwarten wir aber nicht mehr. Im laufenden und dem kommenden Geschäftsjahr sollte die Anlageintensität (Sachanlagen in Relation zum Gesamtvermögen) bei etwa 35% liegen (bisher: < 25%), was zukünftig zu einem höheren operating leverage als bislang führen wird.

Vor großer Bedeutung ist hingegen der **Inventar**-Posten, der Ende 2008/2009e u.E. einen Anteil an der Bilanz in Höhe von knapp 17% gehabt haben wird. Seit 2003 stieg die Relation des Vorratsvermögens zum Umsatz von unter 16% auf nahezu 18% in FY 07/08. Im Zuge des geringeren Geschäftsniveaus und dem Lagerabbau dürfte die Quote in FY 08/09e wieder auf unter 17% gesunken sein. Der Anstieg in der Vergangenheit eröffnet u.E. Verbesserungspotenzial für die kommenden Jahre. In diesem Zusammenhang hat ThyssenKrupp-CFO Dr. Hippe bereits angekündigt, dass der Konzern zukünftig ein effizienteres Working Capital Management erreichen will als bislang. Wir rechnen für FY 09/10 und FY 10/11 mit Quoten von 17,0%. Der massive Preisverfall bei im Lager befindlichen Produkten wird im Geschäftsjahr 2008/2009 u.E. zu Vorratsabwertungen und „wind fall losses“ in Höhe von 1,0 Mrd € geführt haben. Letztere Belastungen resultieren ebenfalls aus dem Preisverfall von im Lager befindlichen Produkten. Der Unterschied zwischen Abschreibungen auf Vorräte und „wind fall losses“ ist dabei technisch bedingt. Sofern Vorräte noch nicht verbraucht sind, sich deren Wert aber gemindert hat, verbucht ThyssenKrupp die Belastungen unter Vorratsabschreibungen. Werden Vorräte (unter Buchwert) veräußert und Verluste damit tatsächlich realisiert, fallen jene Belastungen unter „wind fall losses“. Im Zuge einer konjunkturellen Aufhellung in den kommenden Monaten rechnen wir in diesem Bereich allerdings mit keinem weiteren Risiko.

Die **Forderungen** auf Lieferungen und Leistungen dürften per Ende September 2009 bei 5,8 Mrd € gelegen haben. Die Quote in Relation zum Umsatz sank seit 2003 von über 17% auf zuletzt 14,5%. Per Ende FY 07/08 hatten 11% aller Forderungen eine Restlaufzeit von mehr als einem Jahr. Wertberichtigungen auf zweifelhafte Forderungen nahm ThyssenKrupp in FY 07/08 in Höhe von 3,6% des gesamten Postens vor. Im Zuge der Krise ist mit einer Zunahme der Ausfälle und daher mit einer tendenziell steigenden Quote zu rechnen. Da die Kundenstruktur allerdings breit diversifiziert ist, besteht kein Klumpenrisiko im Falle eines Zahlungsausfalls durch einen bestimmten Kunden. Darüber hinaus hatte ThyssenKrupp per Ende September 2008 Forderungen in Höhe von 972 Mio € verbrieft. Damit einhergehende Risiken (Ausfallreserve, Verwässerungsreserven) betrugen per Ende FY 07/08 knapp 100 Mio €.

Die **Bruttoliquidität** dürfte sich per Ende September 2009 auf 4,2 Mrd € belaufen haben. In Relation zum Umsatz wird

Abb. 39: Bilanzkennzahlen

Balance sheet ratios in € m	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009e	2009/2010e	2010/2011e
WC/Sales	27%	28%	26%	25%	24%	22%	22%	22%	22%	22%
Funding Ratio	88%	84%	72%	73%	80%	86%	80%	72%	71%	74%
Investment intensity	37%	36%	29%	25%	24%	25%	29%	35%	36%	34%
Gross financial debt (incl. fin. liabilities)	8.696	7.861	4.572	5.065	3.838	4.609	6.281	8.586	9.086	8.586
Liquidity and financial assets	941	710	2.029	4.806	4.624	4.503	3.724	5.344	4.821	4.840
Net financial debt (+: debt, -: cash)	7.755	7.151	2.543	259	-786	106	2.557	3.242	4.265	3.746
Pension liabilities	7.065	7.387	8.284	8.892	8.018	7.139	6.550	7.500	7.650	7.803
Net debt (+: debt, -: cash)	14.820	14.538	10.827	9.151	7.232	7.245	9.107	10.742	11.915	11.549
Equity-ratio	28%	26%	25%	23%	25%	27%	28%	23%	23%	25%
Financial Gearing	90%	89%	34%	3%	-9%	1%	22%	35%	45%	35%
Gearing	173%	182%	145%	115%	81%	69%	79%	116%	126%	109%
Net financial debt/operating cashflow	3,22	3,61	1,02	0,11	-0,23	0,05	0,70	0,88	2,22	1,58

M.M. Warburg Investment Research

die Cash-Quote etwa 10% betragen und damit leicht über dem historischen Mittelwert gelegen haben. Mittelfristig rechnen wir mit einer wieder leicht sinkenden Liquiditätsposition.

Das **Eigenkapital** dürfte infolge des negativen Jahresergebnisses und der Dividende Ende FY 08/09e auf 9,3 Mrd € (-19,3% yoy) gefallen sein. Damit sank die Eigenkapitalquote auf 22,9% (MMWe; 07/08: 27,6%).

Wie bereits erläutert gehen wir davon aus, dass sich die **Finanzverbindlichkeiten** im Laufe der letzten Berichtsperiode aufgrund der hohen Investitionen und der Dividendenzahlung auf 8,6 Mrd € (+37%) erhöht haben. Damit würde das Unternehmen ein Net Financial Gearing von 35,0% erreichen. Gegenüber dem Jahr 2005/2006, in dem ThyssenKrupp noch ein Nettoliquiditätspolster von knapp 0,8 Mrd € auswies, ist dies eine erhebliche Verschlechterung. Kurzfristiger wesentlicher **Refinanzierungsbedarf** besteht für ThyssenKrupp allerdings nicht. Im laufenden Geschäftsjahr müssen 253 Mio € (MMWe) neu beschafft werden. Im Folgejahr stehen weitere 950 Mio € an, wobei der Hauptteil auf eine Anleihe im Volumen von 750 Mio € entfällt. Die wesentlichen Teile der Gesamtverschuldung (MMWe: 84%) müssen zwischen 2012/2013 bis 2015/2016 refinanziert werden. Auf Anleihen und Schuldverschreibungen entfallen 58% des Fremdkapitals, auf Bankverbindlichkeiten rund 40%. Nach unserer Einschätzung dürfte der Konzern per Ende FY 08/09e noch über ungenutzte Kreditlinien in Höhe von ca. 3,3 Mrd € verfügt haben, sodass ein erwarteter weiterer Schuldenanstieg in FY 09/10e um 500 Mio € (Brutto) finanzierbar ist.

Trotz des in den letzten Jahren im Vergleich zum Umsatz relativen Anstiegs der Vorräte sank das **Working Capital** (WC) von ThyssenKrupp in Relation zum Umsatz von über 27% auf 21,8% per Ende FY 07/08. Für FY 08/09e rechnen wir mit einer Quote von 22,3%. Das gesamte Working Capital (MMW-Definition) betrug dabei 9,0 Mrd € (-23% yoy). Im Zuge der Wirtschaftskrise konnte ThyssenKrupp aus dem Abbau von WC in erheblichem Umfang liquide Mittel freisetzen (MMWe: +2,7 Mrd €). Im Zuge eines Anstiegs der wirtschaftlichen Aktivität wird auch das WC wieder zulegen. Allerdings indizierte das Unternehmen, dass man zukünftig ein großes Augenmerk auf ein effizienteres Working

Capital Managements legen wolle. Wir rechnen für die Zukunft mit einem WC/Umsatz-Verhältnis von rund 22%.

Der Anwartschaftsbarwert der **Pensionsverpflichtungen** von ThyssenKrupp lag Ende 2007/2008 bei 6,9 Mrd €. Davon waren lediglich 1,7 Mrd € durch das Planvermögen des Pensionsfonds gedeckt. Das Planvermögen teilte sich dabei wie folgt auf: Aktien 44% (Ziel: 50-65%), Schuldpapiere 48% (Ziel: 35-45%) und Immobilien/Sonstige 8% (Ziel: 0-10%). Die vergleichsweise hohe Deckungslücke in Höhe von 5,2 Mrd € per Ende FY 07/08 sollte in Kombination mit der erwarteten jährlichen Verzinsung des Vermögens von über 6,0% unter Beobachtung stehen. U.E. können die Turbulenzen an den Finanz- und Geldmärkten in Kombination mit sinkenden Leitzinsen dazu führen, dass sich das Planvermögen in den kommenden Jahren nicht wie erwartet entwickelt. Dadurch besteht die Gefahr einer höheren Deckungslücke. Ein niedrigerer erwarteter Diskontierungssatz erhöht den Anwartschaftsbarwert.

Fazit: Solide Bilanzstruktur mit Optimierungspotenzial

Anhand der Darstellung der Einzelposten zur Bilanz wird deutlich, dass ThyssenKrupp trotz der deutlich gestiegenen Verschuldung solide aufgestellt ist. Allerdings honoriert der Markt während wirtschaftlich schwieriger Zeiten vor allem Unternehmen, die über eine starke Kapitalausstattung bzw. über eine Nettoliquiditätsposition verfügen. Weder ThyssenKrupps Eigenkapitalquote in Höhe von zuletzt 23% (08/09e), noch der Gesamtverschuldungsgrad von 116% (08/09e inkl. Pensionen) dürfte aus Sicht von Investoren derzeit als herausragend gelten. Allerdings rechnen wir mittelfristig mit einer Verbesserung der Kennziffern auf 25% bzw. 109% bis Ende FY 10/11e.

Björn Voss



ThyssenKrupp

BJOERN VOSS, +49 40 3282-2548

	09/2006	09/2007	09/2008	09/2009e	09/2010e	09/2011e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	47.125,0	51.723,0	53.426,0	40.229,9	41.385,5	46.071,1
Herstellungskosten	-39.142,0	-42.291,0	-44.150,0	-35.712,1	-35.062,6	-38.073,6
Rohertrag	7.983,0	9.432,0	9.276,0	4.517,8	6.322,9	7.997,5
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5.112,0	-5.321,0	-5.588,0	-5.589,1	-4.721,3	-5.005,2
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	123,0	-439,0	-383,0	-342,0	-372,5	-414,6
EBIT DA	4.694,0	5.256,0	4.976,5	400,7	2.979,1	4.322,7
Goodwillabschreibungen	---	---	---	---	---	---
Abschreibungen auf Sachanlagen	1.650,0	1.528,0	1.404,0	1.604,0	1.695,0	1.690,0
EBIT	3.044,0	3.728,0	3.572,5	-1.203,3	1.284,1	2.632,7
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	3.034,0	3.681,0	3.378,0	-1.418,3	1.229,1	2.577,7
Finanzergebnis	-411,0	-351,0	-250,0	-482,0	-755,0	-655,0
Ergebnis vor Steuern	2.623,0	3.330,0	3.128,0	-1.900,3	474,1	1.922,7
EE-Steuern	-919,0	-1.140,0	-852,0	342,0	-142,2	-576,8
(Steuerquote in %)	35,0	34,2	27,2	18,0	30,0	30,0
Jahresüberschuss	1.704,0	2.190,0	2.276,0	-1.558,2	331,9	1.345,9
Jahresüberschuss nach Minderheiten	1.643,0	2.102,0	2.195,0	-1.518,2	371,9	1.385,9
Ergebnis je Aktie (St.)	3,24	4,30	4,59	-3,28	0,80	2,99
Wachstum (in %)	CAGR (06/11)					
Umsatz	---	9,8	9,8	3,3	-24,7	11,3
EBIT DA	---	23,2	12,0	-5,3	-91,9	643,4
EBIT	---	35,3	22,5	-4,2	---	105,0
Jahresüberschuss	---	286,6	27,9	4,4	---	272,6
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	83,1	81,8	82,6	88,8	84,7	82,6
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	10,8	10,3	10,5	13,9	11,4	10,9
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	3.729,0	3.569,0	3.443,0	995,8	2.176,9	3.188,9
Operativer Cash flow	3.467,0	2.220,0	3.679,0	3.672,5	1.919,2	2.374,3
Investiver Cash flow	-1.696,0	-2.324,0	-3.898,0	-3.894,0	-2.780,0	-1.670,0
Free Cash flow	1.771,0	-104,0	-219,0	-221,5	-860,8	704,3
Cash earnings	4.576,0	5.083,0	4.624,0	995,8	2.176,9	3.188,9
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	252,3	273,0	273,5	209,6	230,2	261,7
Personalaufwand / Mitarbeiter	49,8	48,4	48,7	0,0	0,0	0,0
EBIT / Mitarbeiter	16,3	19,7	18,3	-6,3	7,1	15,0
Rentabilität (in %)						
EBIT DA / Umsatz	10,0	10,2	9,3	1,0	7,2	9,4
EBIT / Umsatz	6,5	7,2	6,7	-3,0	3,1	5,7
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	5,6	6,4	5,9	-4,7	1,1	4,2
Jahresüberschuss / Umsatz	3,5	4,1	4,1	-3,8	0,9	3,0
EK-Rendite	18,4	20,1	19,1	-16,4	3,9	13,1
GK-Rendite	4,6	5,5	5,3	-3,7	0,9	3,2
ROCE	12,5	14,6	12,5	---	4,4	8,8
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	8.397,0	9.436,0	12.128,0	14.024,0	14.929,0	14.739,0
Firmenwert	3.937,0	3.795,0	3.858,0	3.858,0	3.858,0	3.858,0
Working capital	11.315,0	11.481,0	11.648,0	8.971,3	9.229,0	10.043,5
Umlaufvermögen	20.811,0	22.689,0	23.334,0	20.166,9	20.212,6	21.721,5
Capital employed (CE)	24.415,0	25.498,0	28.499,0	27.918,3	29.261,0	30.055,5
Eigenkapital	8.927,0	10.447,0	11.489,0	9.273,3	9.442,9	10.603,4
Eigenkapitalquote in %	25,0	27,4	27,6	22,9	22,6	24,6
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	-786,0	106,0	2.557,0	3.242,0	4.265,0	3.746,1
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	7.232,0	7.245,0	9.107,0	10.742,0	11.915,0	11.549,1
Gearing in %	-8,8	1,0	22,3	35,0	45,2	35,3
Kurs St. am 12.11.2009: 23,55 €						
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	3,24	4,30	4,59	-3,28	0,80	2,99
Cash Flow je Aktie (€)	9,01	10,40	9,68	2,15	4,70	6,88
Aktienanzahl St. (Mio)	507,7	488,8	477,8	463,5	463,5	463,5
KGV St.	6,9	8,7	8,1	---	29,3	7,9
KCFV	2,5	3,6	3,9	8,3	5,0	3,4
EV / Umsatz	0,40	0,50	0,50	0,47	0,55	0,49
EV / EBIT DA	4,0	4,9	5,4	47,4	7,7	5,2
EV / EBIT	6,1	6,9	7,5	---	17,8	8,5

Anhang I: Internationaler Vergleich

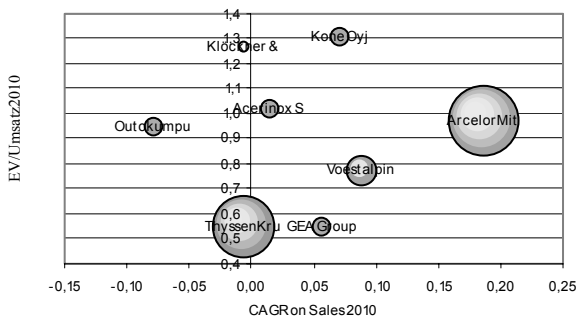
Sektor

Abb. 40 : Peer-Group ThyssenKrupp

	Anm.	Reuters Code	Kurs (€) 12.11.2009	Markt- Kapitalisierung	2008	KGV			
						2009e	2010e	2011e	
Acerinox SA	2)	ACX.MU	13,85	3.452	---	---	25,8	13,1	
Alleghany Corp.	2)	Y.N	177,66	1.579	16,3	24,7	15,0	---	
ArcelorMittal	2)	MT.N	24,53	40.052	11,4	---	13,6	8,4	
GEA Group	1)	GIAG.DE	14,51	2.667	35,1	18,6	14,2	11,4	
Klöckner & Co	2)	KLKG.DE	14,24	771	---	---	627,5	15,3	
Kone Oyj	2)	KNEBV.HE	27,36	6.529	13,0	14,8	16,1	15,6	
Outokumpu	2)	OUT1V.HE	12,08	2.199	---	---	17,8	8,4	
Salzgitter	1)	SZGG.DE	62,01	3.559	---	---	---	---	
ThyssenKrupp	1)	TKAG.DE	23,55	12.116	8,1	---	29,3	7,9	
Voestalpine	2)	VOES.VI	23,83	4.001	8,3	151,6	11,9	7,5	
Durchschnitt					15,4	52,4	85,7	10,9	
Median					12,2	21,6	16,1	9,9	
Gesamt				76.924					

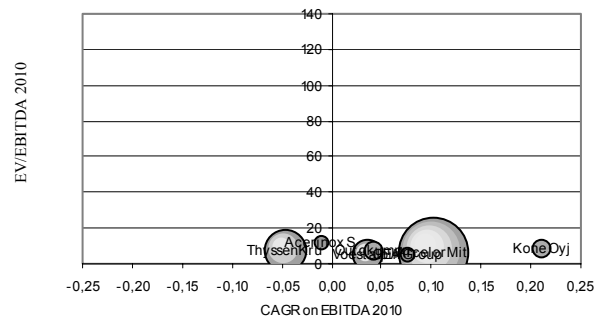
Anm. : 1) M.M.Warburg Schätzungen, 2) FactSet Konsensschätzungen

Abb. 41 : Umsatzwachstum/-multiple



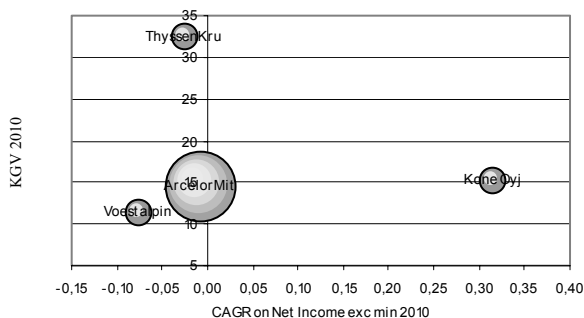
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 42 : EBITDA-Wachstum/-multiple



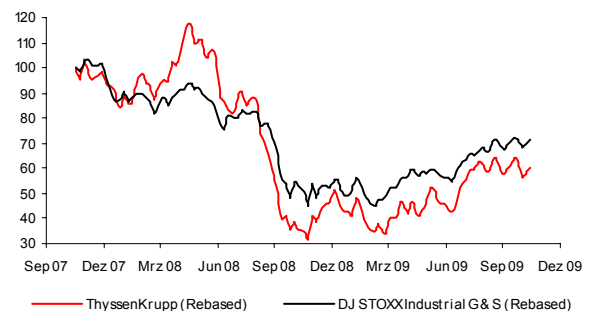
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 43 : Jahresüberschuß-Wachstum und KGV



M.M.Warburg Investment Research

Abb. 44 : Performance und Benchmarkindex



Quelle : FactSet

M.M.Warburg Investment Research

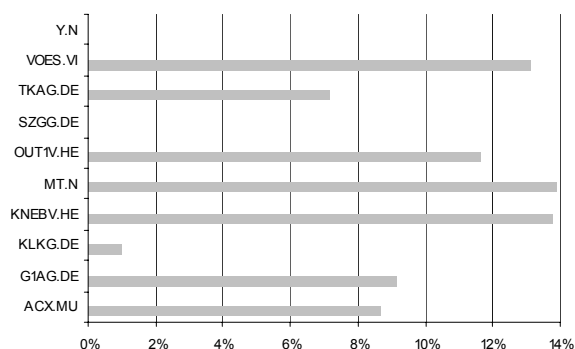
Sektor

Abb. 40 : Peer-Group ThyssenKrupp (Fortsetzung)

PEG		EV/Umsatz				EV/EBITDA				Performance	
2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	2008	2009e	2010e	2011e	1 Jahr	1 Monat
---	0,00	0,76	1,38	1,02	0,86	22,5	---	11,8	7,6	44,8	-2,7
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	7,2	1,5
---	---	0,50	1,24	0,98	0,81	2,6	13,5	7,1	5,1	60,7	-3,6
---	0,35	0,70	0,53	0,55	0,56	6,2	6,9	6,0	5,4	27,1	0,2
---	0,00	1,07	1,27	1,27	1,21	32,7	---	124,9	22,8	-16,3	1,0
1,91	6,69	0,79	1,30	1,31	1,21	5,8	9,7	9,5	8,2	73,7	12,2
---	0,00	0,51	1,28	0,95	0,79	18,0	---	8,2	5,4	69,4	-7,9
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	37,9	-10,8
---	---	0,50	0,47	0,55	0,49	5,4	47,4	7,7	5,2	74,3	-2,6
---	---	0,49	0,91	0,78	0,74	3,2	8,5	5,9	5,1	48,9	-6,1
1,91	1,41	0,67	1,05	0,93	0,83	12,0	17,2	22,6	8,1	42,8	-1,9
1,91	0,00	0,60	1,26	0,97	0,80	6,0	9,7	7,9	5,4	46,9	-2,6

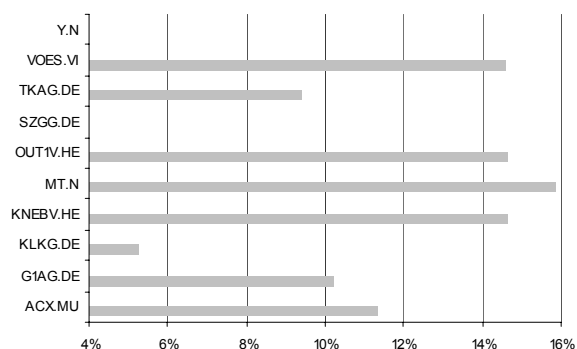
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 45 : EBITDA-Marge 2010e



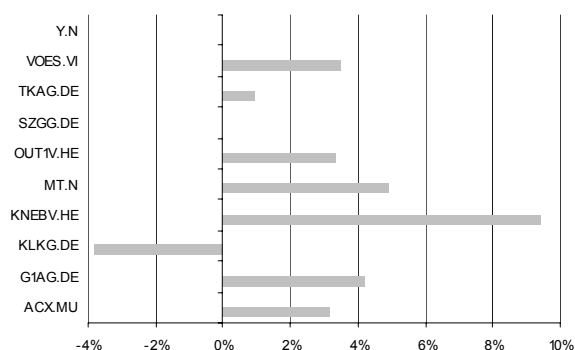
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 46 : EBITDA-Marge 2011e



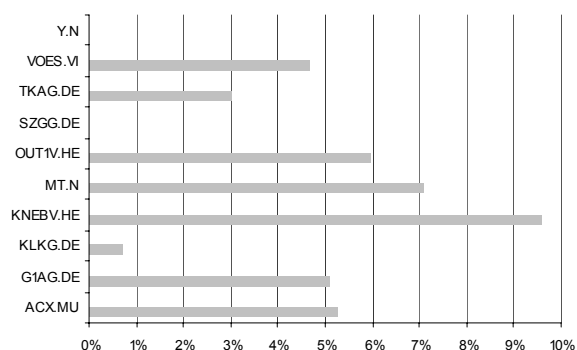
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 47 : Nettoumsatzrendite 2010e



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 48 : Nettoumsatzrendite 2011e

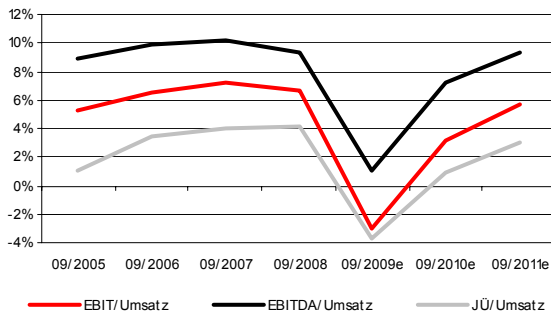


M.M. Warburg Investment Research

Anhang II: Kennzahlenentwicklung

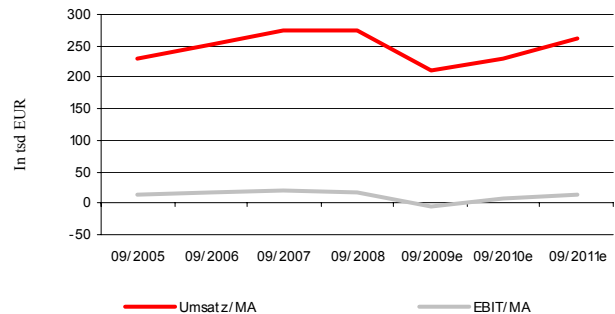
ThyssenKrupp

Abb. 49 : EBIT, EBITDA und Netto-Marge



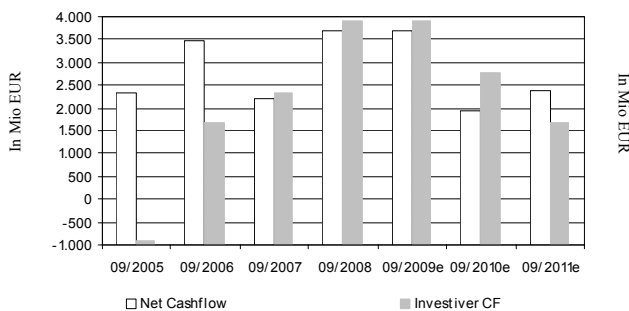
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 50 : Produktivitätsentwicklung



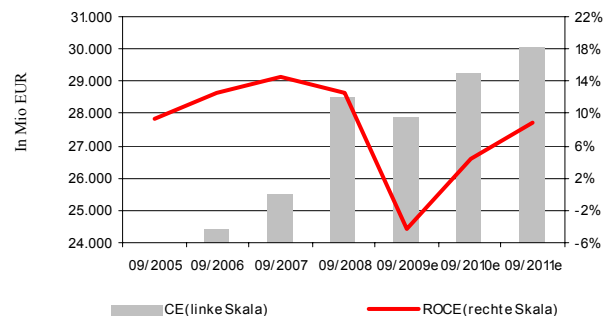
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 51 : Net Cashflow und CF aus investiven Tätigkeiten



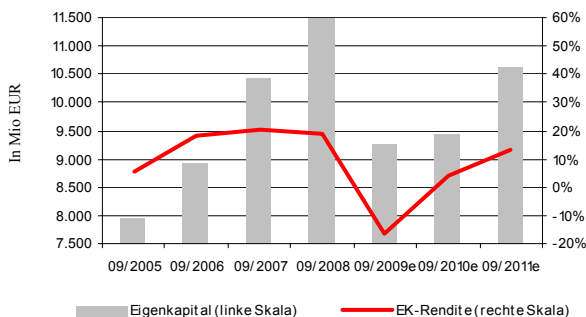
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 52 : Capital employed und ROCE



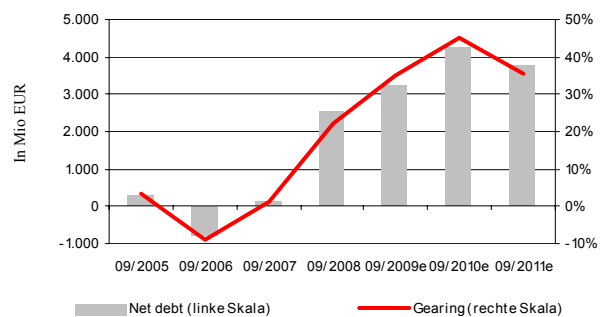
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 53 : Eigenkapital und Eigenkapitalrendite



M.M.Warburg Investment Research

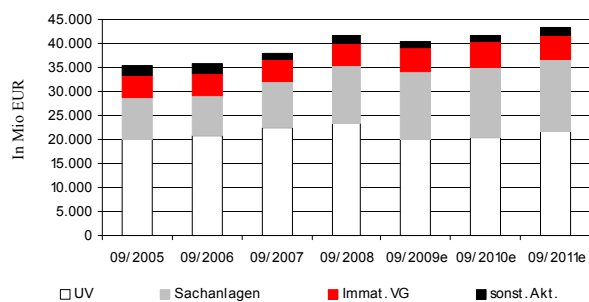
Abb. 54 : Net debt und Gearing



M.M.Warburg Investment Research

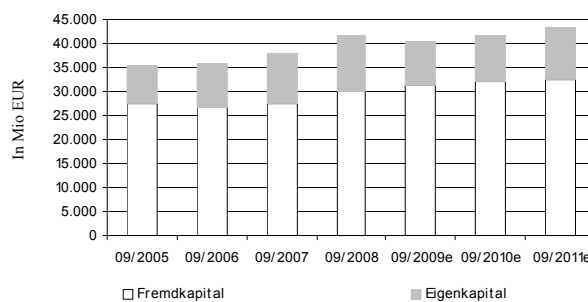
ThyssenKrupp

Abb. 55 : Bilanzstruktur : Aktiva



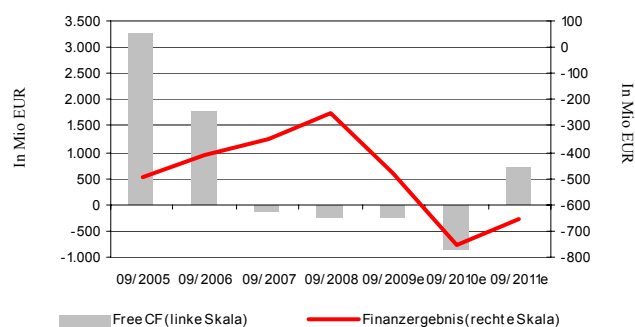
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 56 : Bilanzstruktur : Passiva



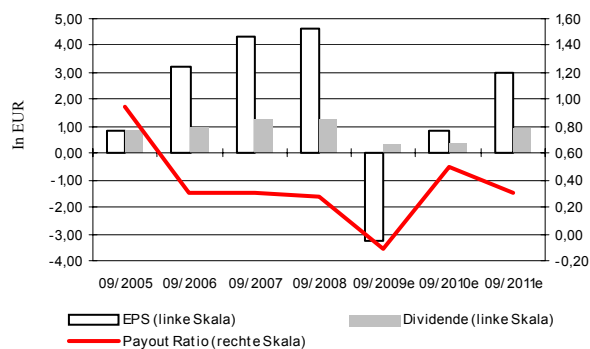
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 57 : Free cash flow und Finanzergebnis



M.M.Warburg Investment Research

Abb. 58 : EPS und Dividende



M.M.Warburg Investment Research



Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von dem Investment Research der M.M.Warburg & CO KGaA erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Der Research Report stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. M.M.Warburg & CO KGaA hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA für Schäden gleich welcher Art und M.M.Warburg & CO KGaA haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt M.M.Warburg & CO KGaA keine Haftung für in diesem Research Report enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzlicher Rahmenbedingungen usw. Obwohl dieser Research Report mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA, deren Aktionäre und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in diesem Research Report enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit dieser Research Report im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet M.M.Warburg & CO KGaA für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Dieser Research Report stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in diesem Research Report genannten Gesellschaften tätig sind. Die in diesem Research Report enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO und mit diesem verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens oder Derivate dieser Finanzinstrumente.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA hergeleitete Bewertung, Empfehlung und Kursziel für das analysierte Unternehmen wird ständig überprüft und kann sich daher ändern, sollte sich einer der zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA beziehen keine Vergütung – weder direkt noch indirekt – aus Investmentbankinggeschäften der Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen **Kursziel**, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

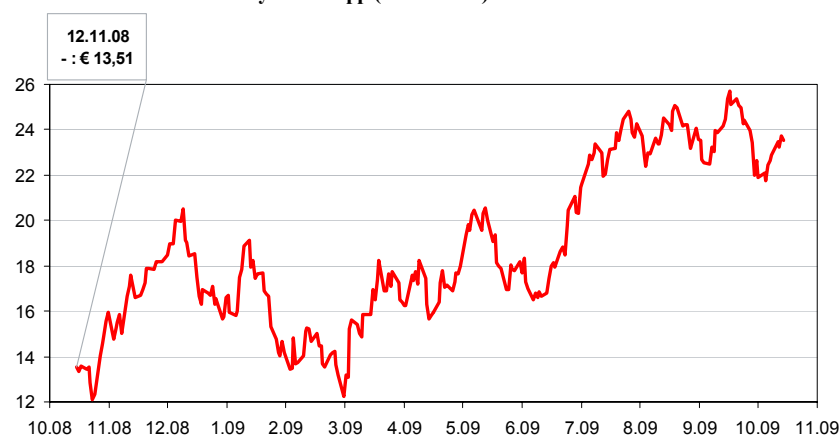
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	54%
Halten	59	29%
Verkaufen	18	9%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	204	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	75	60%
Halten	35	28%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	9%
Gesamt	125	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
ThyssenKrupp (TKAG.DE) am 12.11.09



Quellen: Factset (Kurse) / M.M.Warburg (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch M.M.Warburg & CO KGaA ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M. Warburg & CO
20095 Hamburg – Ferdinandstraße 75
Tel.: +49 40 3282-0
Fax: +49 40 3618-1124
Internet: www.mmwarburg.com

Aktien Research Report

© M.M. Warburg & CO

Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 13. November 2009

Head of Equities			
Barbara C. Effler		+49 40 3282-2636	beffler@mmwarburg.com
RESEARCH			
INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN			
Automobil, Stahl		Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marc-René Tonn		Christian Alisch	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Björn Voss		Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Automobilhersteller, -zulieferer		Dr. James F. Jackson	+49 40 3282-2664 jjackson@mmwarburg.com
Stahl, Automobilzulieferer		Wolf-Oliver Jürgens	+49 40 3282-2666 wjuergens@mmwarburg.com
		Benjamin Kassen	+49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com
		Michael Kriszun	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
		Marco Schumann	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Finanzwerte		Philipp Stumpfegger	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Ralf Dibbern		Andreas Wessel	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com
Andreas Pläsier			
Finanzdienstleister, Versicherungen			
Banken, Direktbanken			
Handel, Konsum			
Thilo Kleibauer			
Handel, Konsum			
Life Science			
Ulrich Huwald			
Gesundheit, Pharma			
Technologie, Medien			
Michael Bahlmann			
Software, Medien			
Eggert Kuls			
Investitionsgüter			
Thomas Rau			
Investitionsgüter			
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt			
Carsten Klude			
Dr. Christian Jasperneite			
Matthias Thiel			
Assistenz			
Thorsten Eil			
Stefanie Waack			
SALES TRADING			
Oliver Merckel			
Thekla Struve			
Gudrun Bolsen			
Bastian Quast			
Patrick Schepelmann			
Jörg Treptow			
SALES ASSISTENZ			
Andrea Carstensen			
Wiebke Möller			
ROADSHOW / MARKETING			
Katharina Bruns			