

13. Dezember 2022 – Neuss, Deutschland

## Rating Action / Update:

### Creditreform Rating hat das unbeauftragte Corporate Issuer Rating der Volkswagen AG mit **BBB+ / stabil** bestätigt

Creditreform Rating (CRA) hat die unbeauftragten Corporate Issuer Ratings der Volkswagen AG (VW) und der Volkswagen International Finance N.V. sowie die unbeauftragten Corporate Issue Ratings der von der Volkswagen International Finance N.V. emittierten, in EUR-denominierten, langfristigen, nicht nachrangigen und unbesicherten Schuldverschreibungen (Long Term, Local Currency, Senior Unsecured Issues), sofern sie Teil der Liste der EZB-zulässigen, marktfähigen Assets sind, mit **BBB+** bestätigt. Der Ausblick bleibt **stabil**.

## Aktuelle Ratingfaktoren

Die folgenden Faktoren waren von besonderer Bedeutung für das Rating:

- Positive Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2021 – trotz sinkendem Absatz infolge der Pandemie und des Halbleitermangels
- Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse für 2021 wieder auf Vorkrisenniveau
- Positive Umsatz- und Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2022 – beeinflusst durch diverse Sondererträge und -aufwendungen
- Absatz und Auslieferungen an Kunden im laufenden Geschäftsjahr weiterhin rückläufig
- Belastung des Cashflows aus laufendem Geschäft durch Working Capital Veränderungen und des Netto-Cashflows durch eine erhöhte Investitionstätigkeit (inkl. Erwerb von Europcar mit einem Kaufpreisanteil von 1,7 Mrd. EUR)
- Weiterhin solide Finanz- und Liquiditätslage in Verbindung mit etabliertem Kapitalmarktzugang
- Erfolgreicher Börsengang der Dr. Ing. h.c.F. Porsche AG (Porsche AG) stärkt das Eigenkapital und die Liquidität des VW Konzerns
- Neue Strategie „NEW AUTO – Mobility for generations to come“ soll die bisherige TOGETHER 2025 und TOGETHER 2025+ fortsetzen und VW in ein softwarezentriertes Unternehmen transformieren
- CEO Wechsel birgt Unsicherheiten in Bezug auf die neue strategische Ausrichtung
- Verbleibende bzw. wieder zunehmende Unsicherheiten im Hinblick auf die konjunkturellen und marktbezogenen Rahmenbedingungen durch die Auswirkungen des Russland-Ukraine-Kriegs, die anhaltende pandemische Lage (insbesondere in China), durch die Versorgungsengpässe bei Halbleitern, die hohe Kosteninflation (v.a. Energie- und Rohstoffpreise), die steigenden Zinsniveaus, die steigende Wettbewerbsintensität sowie sich verschärfende emissionsbezogene Anforderungen

#### Analysten

Artur Kapica  
Lead Analyst  
A.Kapica@creditreform-rating.de

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

Neuss, Deutschland

#### ESG-Kriterien:

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im vorliegenden Fall haben wir keinen ESG-Faktor mit signifikantem Einfluss identifiziert.

Nichtsdestotrotz sind die Themen rund um die Nachhaltigkeit auch für den VW Konzern kurz- aber insbesondere mittel- und langfristig zentrale Elemente der Konzernentwicklung. Das Unternehmen bekennt sich zum Pariser-Klimaabkommen und hat seine bisherigen Klimaschutzziele Anfang 2022 weiter verschärft. Demnach sollen unter anderem die CO<sub>2</sub>-Emissionen in der Fertigung von 2018 bis 2030 um 50% statt bisher um 30% gesenkt werden. Die Stromversorgung innerhalb der EU soll bis 2023 zu 100% aus erneuerbaren Energien stammen. Anfang 2022 bezog der VW Konzern in der EU rd. 96% seines externen Stroms aus erneuerbaren Energiequellen. Bis 2030 sollen weltweit alle Standorte außerhalb Chinas mit nachhaltiger Energie versorgt werden. Zudem will der VW Konzern bis 2030 den CO<sub>2</sub>-Ausstoß im Durchschnitt pro PKW bzw. leichtes Nutzfahrzeug über den gesamten Lebenszyklus um 30% reduzieren. Trotz der verschärften Zwischenziele plant der VW Konzern weiterhin bis 2050 ein bilanziell klimaneutrales Unternehmen zu werden. Nach Überprüfung und Bewertung der angepassten Emissionsminderungsziele des VW Konzerns durch die Science Based Targets initiative (SBTi) im April 2022, entspricht das Ambitionsniveau im Scope 1 und Scope 2 jetzt einer Erderwärmung um 1,5 Grad. Die bisherige Strategie genügt der Anforderung, die Erderwärmung auf unter 2 Grad Celsius zu begrenzen, so dass insgesamt eine Verbesserung zu konstatieren ist. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass im aktuellen Nachhaltigkeitsbericht keine konkreten Zielwerte für die CO<sub>2</sub>-Reduzierung genannt werden. Gemäß Nachhaltigkeitsbericht 2021 dauert die inhaltliche Ausgestaltung sowie die angepasste Zielsetzung der strategischen Kennzahlen auf das Jahr 2030 im Zusammenhang mit der Konkretisierung und Weiterentwicklung der neuen Konzernstrategie NEW AUTO an.

Auch wenn wir finanzielle Risiken für den VW Konzern in diesem Themenfeld sehen, z.B. aus den CO<sub>2</sub>-Emissionen und in Bezug auf einen regulatorisch konformen Flottenverbrauch, so sehen wir das Unternehmen insgesamt auf einem zufriedenstellenden Weg. Dazu gehört z.B. die Wiederaufnahme des VW Konzerns in den UN Global Compact Anfang 2021, nach fünfjährigem Ausschluss infolge der Dieselpolitik, die Verbesserung der Compliance-Systeme gemäß US-amerikanischer Auflagen, die Begebung von Green-Bonds und die Elektrooffensive im Modelportfolio des Konzerns sowie die Transformationsstrategie mit ihren Teilstrategien insgesamt.

Die grundsätzlich dem Bereich Governance zuzuordnende Dieseldematik wurde bereits in Vorjahren im Rating berücksichtigt und hatte seinerzeit in abschlägiger Weise zum Ratingniveau beigetragen. Auch wenn die Thematik weiterhin zu beobachten bleibt und weitere finanzielle Belastungen daraus zu erwarten sind, leiten wir diesbezüglich keinen nochmals expliziten Effekt auf das diesjährige Rating ab. Unter anderem da wir annehmen, dass der größere Teil der finanziellen Auswirkungen daraus verarbeitet ist. Es bleiben in Bezug auf die ESG-Faktoren nach unserer Meinung diverse Aspekte zu beobachten, ohne daraus aktuell eine ratingbeeinflussende Wirkung abzuleiten.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich [hier](#).

## Ratingergebnis

Mit dem unbeauftragten Corporate Issuer Rating von **BBB+** wird der VW AG weiterhin eine stark befriedigende Bonität und ein geringes bis mittleres Ausfallrisiko attestiert. Maßgeblich für unsere stabile Ratingeinschätzung sind die insgesamt robusten qualitativen und quantitativen Fundamentaldaten des VW Konzern, die sich aus dem diversifizierten Geschäftsmodell, dem breiten Produkt- und Markenportfolio, der führenden Markt- und Wettbewerbsposition in den relevanten Märkten sowie der positiven Umsatz- und Ergebnisentwicklung und der damit zusammenhängenden Verbesserung unseres Ergebnisses der Finanzkennzahlenanalyse ergeben. Auch wenn in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2022 die Cashflow-Generierung durch negative Working Capital Veränderungen und eine erhöhte Investitionstätigkeit belastet war, sehen wir die Finanz- und Liquiditätslage, in Verbindung mit einem etablierten Kapitalmarktzugang, weiterhin als solide. Zumal der Porsche Börsengang mit eigenkapital- und liquiditätserhöhende Effekten einhergeht.

## Ausblick

Die positive Geschäftsentwicklung und die zusätzlichen bilanziellen Verbesserungen durch den Porsche-Börsengang sollten das Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse für 2022 verbessern und dem VW Konzern Rückenwind bei der Umsetzung der NEW AUTO-Strategie geben. Allerdings sehen wir die zunehmenden konjunkturellen und marktbezogenen Risiken, die anhaltenden Lieferengpässe, die weiterhin schwachen Absatzzahlen sowie die hohe Kosteninflation und steigende Zinsniveaus, insbesondere vor dem Hintergrund des eingeleiteten Transformationsprozesses zur Elektrifizierung und Digitalisierung des Produktportfolios, der mit erheblichen Investitions- und Kapitalerfordernissen einhergeht, sich verschärfender emissionsbezogener Anforderungen sowie einer steigenden Wettbewerbsintensität, aktuell als begrenzende Faktoren, so dass der einjährige Ausblick vorerst **stabil** bleibt.

### Hinweis:

Die dargestellten Szenarien basieren auf dem Informationsstand zum Erstellungsdatum des Ratings. Innerhalb des Prognosezeitraums können Sachverhalte auftreten, die eine Ratinganpassung außerhalb des hier aufgezeigten Bereiches notwendig machen.

### Best-Case-Szenario: A-

In unserem Best-Case-Szenario für ein Jahr gehen wir davon aus, dass es dem VW Konzern gelingt eine über den Erwartungen liegende Umsatz- und Ergebnisentwicklung zu erzielen, die zu einer Verbesserung der operativen Ergebnis-Marge und der Cashflow-Generierung führt. Dies sollte es dem VW Konzern erlauben, trotz des hohen Investitions- und Kapitalbedarfs, insbesondere im Zusammenhang mit dem eingeleiteten Transformationsprozess sowie den regulatorischen Herausforderungen, eine Verbesserung der Finanzkennzahlenentwicklung zu bewirken, die sich insgesamt positiv auf unsere Ratingeinschätzung auswirken könnte. Voraussetzung hierfür wäre eine verbesserte Versorgung bei Vorprodukten, insbesondere Halbleitern, und Rohstoffen, eine sich nicht weiter verschärfende pandemische Lage sowie eine Beendigung des Kriegsgeschehens in der Ukraine, was wiederum die Fortsetzung der konjunkturellen Erholung begünstigen und eine Steigerung der weltweiten Absatzzahlen forcieren würde.

### Worst-Case-Szenario: BBB

In unserem Worst-Case-Szenario für ein Jahr gehen wir von einem Downgrade des Ratings auf BBB aus. Diese Herabstufung wäre im Falle einer globalen rezessiven Wirtschaftsentwicklung mit einer anhaltenden bis zunehmenden Unterversorgung bei Vorprodukten, insbesondere Halbleitern, und Rohstoffen sowie weiter sinkenden Absatzzahlen zu prüfen, sollte es dem VW Konzern nicht gelingen die Kosteninflation – z.B. durch weitere Kostensenkungsmaßnahmen –

zu kompensieren und eine plangemäße Geschäftsentwicklung zu generieren. Negativ könnte sich auch (weitere) Fehlinvestitionen im Zusammenhang mit der Umsetzung der NEW AUTO-Strategie bzw. eine Schwächung der Markt- und Wettbewerbsposition auswirken, die die nachhaltige Ertrags- und Innenfinanzierungskraft des VW Konzerns beeinträchtigen würden. Zudem könnten ein überproportionaler Ausbau der Verschuldung infolge des hohen Investitions- und Kapitalbedarfs im Zusammenhang mit dem Transformationsprozess und den regulatorischen Herausforderungen eine Verschlechterung des Ergebnisses der Finanzkennzahlenanalyse und damit einen verschlechterten Ausblick oder ein Downgrade bedingen. Unsere Einschätzung zu wichtigen quantitativen und qualitativen Fundamentalfaktoren sichern das Rating vorläufig nach unten ab.

### Geschäftsentwicklung und Ausblick

Das Geschäftsjahr 2021 war für den VW Konzern von den anhaltenden negativen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie sowie der eingeschränkten Fahrzeugverfügbarkeit infolge des vorherrschenden Halbleitermangels geprägt. Die Absatzzahlen sanken gegenüber dem Vorjahr um 6,3% auf 8.576 Tsd. Fahrzeuge (2020: 9.157 Tsd. Fahrzeuge) – nach einem Rückgang in 2020 um 16,4% (2019: 10.956 Tsd. Fahrzeuge). Im Gegensatz zum Vorjahr konnte der VW Konzern die Umsatzerlöse deutlich um 12,3% auf 250,20 Mrd. EUR (2020: 222,88 Mrd. EUR) steigern und erreichte damit nahezu das Vorkrisenniveau (2019: 252,63 Mrd. EUR). Ursächlich hierfür waren vor allem positive Mixeffekte und eine bessere Preispositionierung sowie eine gute Geschäftsentwicklung in den Konzernbereichen Finanzdienstleistungen und Nutzfahrzeuge. Vor diesem Hintergrund zeigte sich in 2021 auch das EBIT mit 19,10 Mrd. EUR sowohl gegenüber dem Vorjahr (2020: 9,15 Mrd. EUR) als auch gegenüber dem Vorkrisenniveau (2019: 16,96 Mrd. EUR) merklich verbessert. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich der VW Konzern der allgemeinen Marktsituation nicht entziehen konnte und aufgrund höherer Umsatzkosten eine im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2019 schwächere Bruttomarge von 18,9% (2020: 17,5%; 2019: 19,5%) aufwies. Auch die Verwaltungskosten haben eine merkliche Steigerung erfahren. Dass in 2021 dennoch eine Verbesserung des EBIT und der EBIT-Marge im Vergleich zu 2019 zu konstatieren war, lag im Wesentlichen an reduzierten Vertriebskosten und vor allem an einem durch Erträge aus Sonstigen Sicherungen – die überwiegend Kursgewinne aus der Marktbewertung von derivativen Finanzinstrumenten zur Währungs- und Rohstoffsicherung, die nicht in einer Sicherungsbeziehung designiert sind, enthielten – und Wechselkurseffekte positiv beeinflussten sonstigen betrieblichen Ergebnis. Das EAT erhöhte sich in 2021, trotz eines gegenüber 2020 schwächeren Finanzergebnisses, das bei reduzierten Zinsaufwendungen vor allem durch Aufwendungen aus der Bewertung und Realisierung von Termingeschäften auf neue Anteile an der QuantumScape Corporation in Höhe von 0,6 Mrd. EUR (2020: 1,4 Mrd. EUR Ertrag) belastet war, auf 15,43 Mrd. EUR (2020: 8,82 Mrd. EUR).

Tabelle 1: Finanzkennzahlen | Quelle: Volkswagen AG Geschäftsbericht 2021, strukturiert durch CRA

Volkswagen AG Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen <sup>1</sup>	
	2020	2021
Umsatz (Mrd. EUR)	222,88	250,20
EBITDA (Mrd. EUR)	34,88	46,36
EBIT (Mrd. EUR)	9,15	19,10
EAT (Mrd. EUR)	8,82	15,43
EAT nach Ergebnisanteil anderer Gesellschafter (Mrd. EUR)	8,33	14,84
Bilanzsumme (Mrd. EUR)	445,86	474,25
Eigenkapitalquote (%)	18,48	20,44
Kapitalbindungsdauer (Tage)	37,14	34,46
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	49,38	41,44
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	8,49	6,78
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	0,60	0,48
Gesamtkapitalrendite (%)	1,89	3,57

Trotz der anhaltend herausfordernden Marktlage hat es der VW Konzern geschafft, eine positive Geschäftsentwicklung in 2021 zu erzielen und das Ergebnis unserer Finanzkennzahlenanalyse wieder auf das Vorkrisenniveau zu verbessern. Neben der Gesamtkapitalrentabilität sind hier auch die Eigenkapitalquote sowie das net total debt / EBITDA adj. als wesentliche Faktoren zu nennen. Der Anstieg der Eigenkapitalquote war vor allem auf das zur Bilanzsumme überproportionale Wachstum des Gesamtergebnisses zurückzuführen, das, zusätzlich zum verbesserten EAT, von Neubewertungen aus Pensionsplänen sowie Währungsumrechnungsdifferenzen im sonstigen Ergebnis profitierte. Das Verhältnis von Netto-Gesamtverschuldung (net total debt) zu EBITDA adj. verbesserte sich aufgrund der oben beschriebenen operativen Ergebnisentwicklung - trotz leicht angestiegener Finanzverschuldung, die jedoch im Wesentlichen aus nicht zahlungswirksamen Währungskurs- und Konsolidierungskreisänderungen resultierte.

Im laufenden Geschäftsjahr 2022 setzte der VW Konzern die Geschäftsentwicklung des Vorjahres fort und erzielte bei schwierigen Marktbedingungen infolge des Halbleitermangels, der Corona-Pandemie sowie des Russland-Ukraine-Krieges und daraus resultierender sinkender Absatzzahlen ein merkliches Umsatzwachstum. Der Umsatz stieg in den ersten neun Monaten auf 203,0 Mrd. EUR und damit um 8,8% gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum (30.09.2021: 186,60 Mrd. EUR). Verantwortlich für das Umsatzwachstum waren Angabe gemäß vor allem eine verbesserte Preisdurchsetzung, positive Mix- und Wechselkurseffekte sowie eine gute Geschäftsentwicklung im Konzernbereich Finanzdienstleistungen. Zudem ist die TRATON Tochter Navistar, die 2021 vollständig übernommen wurde und seit dem 01.07.2021 konsolidiert wird, in den Umsätzen des VW Konzerns mit 7,8 Mrd. EUR (31.12.2021: 1,7 Mrd. EUR) enthalten. Das Bruttoergebnis verbesserte sich auf 39,2 Mrd. EUR (30.09.2021: 33,8 Mrd. EUR) und lag damit wieder über dem Vorkrisenniveau (30.09.2019: 36,4 Mrd. EUR). Die Bruttomarge stieg auf 19,3% (30.09.2021: 18,1%), konnte das Vorkrisenniveau jedoch nicht ganz erreichen

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

(30.09.2019: 19,5%). Das operative Ergebnis erhöhte sich um 22,5% auf 17,1 Mrd. EUR (30.09.2021: 14,0 Mrd. EUR). Vor Sondereinflüssen im Zusammenhang mit der Dieseldematik betrug das operative Ergebnis 17,5 Mrd. EUR (30.09.2021: 14,2 Mrd. EUR). Die entsprechenden Margen lagen mit 8,4% bzw. 8,6% (vor Sondereinflüssen) merklich über den Werten des Vorjahresvergleichszeitraums (30.09.2021: 7,5% bzw. 7,6%) und des Vorkrisenniveaus (30.09.2019: 7,3% bzw. 7,9%). Allerdings wurde die Geschäftsentwicklung von diversen weiteren Sonderfaktoren beeinflusst. Neben inflationsbedingt höheren Rohstoffkosten hat der VW Konzern auf die Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine mit Wertberichtigungen sowie zusätzlicher Risikovorsorge von insgesamt rund 2 Mrd. EUR reagiert, die teils in den Herstellungskosten des Umsatzes als auch im sonstigen betrieblichen Ergebnis verbucht wurden. Im Gegensatz dazu konnte der VW Konzern aus Fair Value Bewertungen von Rohstoff-, Währungs- und Zinssicherungen, Erträge von insgesamt 2,4 Mrd. EUR im sonstigen betrieblichen Ergebnis erfassen. Das Finanzergebnis war durch eine außerplanmäßige Wertberichtigung der Beteiligung an der Argo AI – einem Joint Venture von Ford und Volkswagen zur Softwareentwicklung für das autonome Fahren – belastet (-1,9 Mrd. EUR), die teilweise durch reduzierte Zinsaufwendungen infolge angepasster Zinssätze zur Bewertung von Rückstellungen (1,1 Mrd. EUR) kompensiert wurde. Insgesamt erhöhte sich das EAT, trotz eines merklich erhöhten Steueraufwandes von 4,2 Mrd. EUR (30.09.2021: 2,9 Mrd. EUR), um 1,4 Mrd. EUR auf 12,8 Mrd. EUR (30.09.2021: 11,4 Mrd. EUR; 30.09.2019: 11,2 Mrd. EUR), was die Robustheit des Geschäftsmodells bekräftigt.

Zu erwähnen ist auch das hohe sonstige Ergebnis nach Steuern von 14,1 Mrd. EUR, das im Wesentlichen aus der Neubewertung von Pensionsplänen (10,8 Mrd. EUR) – infolge einer signifikanten Anhebung des Abzinsungssatzes für Pensionsrückstellungen im Inland und einer inflationsbedingten Anpassung des Rententrends – sowie aus Währungsumrechnungsgewinnen (4,1 Mrd. EUR) resultierte. Damit ergibt sich ein Gesamtergebnis von 26,8 Mrd. EUR, das einen positiven Effekt auf das Eigenkapital und die Eigenkapitalquote hat.

Der Absatz von Fahrzeugen ging in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 um 3,4% gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres zurück und auch die Zahl der an Kunden ausgelieferten Fahrzeuge lag mit -12,9% deutlich unter dem Wert des Vorjahresvergleichszeitraums. Gleichzeitig erhöhte der VW Konzern die Produktion um 4,9%, was sich insgesamt negativ im Working Capital und damit auch im operativen Cashflow niederschlug, der sich per 30.09.2022 um 2,0 Mrd. EUR auf 26,9 Mrd. EUR verringerte. Vor dem Hintergrund der Übernahme der Europcar – gemeinsam mit dem Finanzinvestor Attestor Limited und der Pon Holdings B.V. – und dem von VW in diesem Zuge geleisteten Kaufpreisanteil von 1,7 Mrd. EUR stieg die Investitionstätigkeit aus laufendem Geschäft um 1,1 Mrd. EUR auf 16,9 Mrd. EUR, so dass der Netto-Cashflow mit 10,0 Mrd. EUR im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (30.09.2021: 13,1 Mrd. EUR) deutlich geringer ausfiel. Insgesamt reduzierte sich der Zahlungsmittelbestand gemäß Kapitalflussrechnung in den ersten neun Monaten 2022 um 6,1 Mrd. EUR auf 33,0 Mrd. EUR. Unter Berücksichtigung der Geldanlagen aus z.B. Wertpapieren und Darlehensforderungen verfügte der VW Konzern über eine Brutto-Liquidität von 68,9 Mrd. EUR (30.09.2021: 70,0 Mrd. EUR), was wir insgesamt als hinreichend bewerten.

Mit dem Börsengang der Dr. Ing. h.c.F. Porsche AG, Stuttgart (Porsche AG), durch die Platzierung von bis zu 25% des Vorzugsaktienkapitals der Porsche AG sowie der Veräußerung einer Beteiligung von 25% der Porsche-Stammaktien zuzüglich einer Stammaktie an die Porsche Automobil Holding SE (in zwei Tranchen), ergeben sich für den VW Konzern weitere eigenkapital- und liquiditätserhöhende Effekte. Während sich das Eigenkapital im Zuge der Transaktion zum

30.09.2022 bereits um 19,2 Mrd. EUR erhöhte, konnte VW den Mittelzufluss für die Vorzugsaktien und eine erste Tranche der Stammaktien zu Beginn des vierten Quartals vereinnahmen. Der Mittelzufluss aus der zweiten Tranche soll im ersten Quartal 2023 erfolgen. Allerdings ist vorgesehen, 49% des Bruttoerlöses als Sonderdividende an die VW-Aktionäre auszuschütten. Der geplante Nettozufluss (nach Sonderdividende) soll rd. 9,3 Mrd. EUR betragen und zumindest einen Teil der erheblichen Investitionen im Zuge des Technologischen Wandels und der damit verbundenen Transformation des VW Konzerns decken. Durch den Börsengang und die Veränderung der Sperrminorität an der Porsche AG könnte der Einfluss von VW auf die Porsche AG und die damit bisher verbundene Konvergenz im Hinblick auf das Management und die Strategie sowie die Maximierung von Kostensynergien beeinträchtigt werden bzw. vollständig verfallen.

Insgesamt beurteilen wir die Finanz- und Liquiditätslage des VW Konzerns, insbesondere in Verbindung mit einem etablierten Kapitalmarktzugang, weiterhin als solide. Finanzielle Herausforderungen sehen wir im Zusammenhang mit dem eingeschlagenen Transformationsprozess in Richtung Elektrifizierung und Digitalisierung, der alternativlos und entscheidend für den künftigen Erfolg des VW Konzerns ist, gleichzeitig aber mit hohem Investitions- und Kapitalbedarf einhergeht.

Für das Gesamtjahr 2022 erwartet der VW Konzern einen im Vergleich zum Vorjahr leicht höheren Anstieg der Umsatzerlöse von 8,0-13,0% und eine relativ stabile operative Ergebnismarge zwischen 7,0-8,5%, was wir durch die bisherige Geschäftsentwicklung weitestgehend bestätigt sehen. Die zuletzt zur Kostensenkung ergriffenen Maßnahmen verlaufen nach Unternehmensangaben zwar plangemäß, haben vor dem Hintergrund der aktuellen Kosteninflation jedoch eher einen kompensatorischen Effekt. Allerdings bestehen aus unserer Sicht für die konjunkturellen und marktbezogenen Rahmenbedingungen beachtliche Risiken und Unsicherheiten infolge der rezessiven und zunehmend protektionistischen Tendenzen, der Versorgungssicherheit bei Vorprodukten und Rohstoffen – insbesondere der anhaltenden Unterversorgung mit Halbleitern –, den Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine und weiteren geopolitischen Spannungen sowie der hohen Inflationsraten und steigenden Zinsniveaus. Darüber hinaus sehen wir im Zuge der steigenden Wettbewerbsintensität, der sich verschärfenden emissionsbezogenen Anforderungen sowie der mit dem CEO Wechsel potenziell einhergehenden strategischen Veränderungen diverse Herausforderungen für den VW Konzern, die in Verbindung mit den beschriebenen Risiken und Unsicherheiten unsere Ratingeinschätzung, trotz aktueller Verbesserungen der Bilanzstruktur, vorerst dämpfen.

## Issue Rating

### Weitere Issuer Ratings

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

- Volkswagen International Finance N.V.

Die Volkswagen International Finance N.V., Amsterdam/Niederlande (im Folgenden auch VIF oder Emittentin genannt) ist eine Aktiengesellschaft nach niederländischem Recht. Sie wurde am 15. April 1977 gegründet und ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Volkswagen Finance Luxembourg S.A, die ihrerseits eine 100%ige Tochtergesellschaft der Volkswagen AG ist, welche damit in Bezug auf die hier beurteilte VIF die beherrschende Einheit darstellt. Die

VW AG wiederum wird von der Porsche Holding SE beherrscht. Aufgabe der VIF ist die Finanzierung von und die Beteiligung an zum Konzern der VW AG gehörenden Unternehmen, wobei zum VW-Konzern eine Reihe weiterer Finanzierungsgesellschaften gehören.

Der wesentliche Geschäftszweck der VIF ist die Aufnahme von Kapital zur Finanzierung des VW Konzerns. Die VIF beteiligt sich, neben anderen Gesellschaften des VW Konzerns, unter anderem am 30 Mrd. EUR Debt Issuance Programm (DIP) der Volkswagen AG. Hinsichtlich der Emissionen unter dem DIP besteht eine unwiderrufliche und unbedingte Garantiezusage der Volkswagen AG.

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

#### Issue Rating Details

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

Die hier betrachteten Schuldverschreibungen begründen nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin, die untereinander und mit allen anderen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind. Das DIP hat ein Nominalvolumen von bis zu 30 Mrd. EUR. Gemäß aktuellem Basisprospekt vom 22.03.2022 garantiert die VW AG unbedingte und unwiderrufliche Zahlung von Kapital und Zinsen. Darüber hinaus profitieren die unter dem DIP emittierten Schuldverschreibungen von einer Negativverpflichtung der Emittentin und Garantin.

#### Ergebnis Corporate Issue Rating

Wir leiten die unbeauftragten Corporate Issue Ratings der von uns beurteilten, in EUR denominierten Schuldverschreibungen der Emittentin unter Anwendung unserer Ratingsystematik für Unternehmensemissionen vom unbeauftragten Corporate Issuer Rating der Emittentin ab. Gemäß der Ratingsystematik für Unternehmensemissionen der Creditreform Rating AG ist für Senior Unsecured Emissionen bei einem Issuer Rating im Bereich BB- und höher ein Notching von -1 bis +1 in Bezug auf das Issue Rating möglich. Aus den Anleihebedingungen / Emissionsprospekten hat sich kein außerordentlicher Grund für ein Notching zum Issuer Rating ergeben. Wir stellen im vorliegenden Fall die unbeauftragten Corporate Issue Ratings mit dem unbeauftragten Corporate Issuer Rating der Volkswagen International Finance N.V. gleich (**BBB+**). Sie haben damit eine hohe Kreditqualität und ein geringes Ausfallrisiko. Der Ausblick ist **stabil**.

Alle in EUR denominierten Schuldverschreibungen, welche zukünftig unter dem DIP von der Volkswagen International Finance N.V. begeben werden oder alle in Euro denominierten Long



Term Local Currency Senior Unsecured Issues, die gleichartige Emissionsbedingungen vorweisen und eine Garantiezusage der Volkswagen AG beinhalten und die jeweils Teil der Liste der EZB-zulässigen marktfähigen Assets sind, erhalten von uns, bis auf weiteres, das jeweils aktuelle Rating für Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues der Volkswagen International Finance N.V. Bis auf weiteres werden andere Emissionsklassen bzw. Programme wie z.B. das Multi Currency Commercial Paper Programme und Emissionen, die nicht in EUR denominieren, nicht beurteilt. Die jeweils aktuellen Ratings und Informationen zum Issuer und den Issues sind auf der Internetseite der Creditreform Rating AG einsehbar.

### Überblick

Tabelle 2: Überblick der CRA Ratings | Quelle: CRA

Ratingobjekt(e)	Einzelheiten	
	Datum	Rating
Volkswagen AG (Garantin)	13.12.2022	BBB+ / stabil
Volkswagen International Finance N.V. (Issuer)	13.12.2022	BBB+ / stabil
Long-term Local Currency (LC) Senior Unsecured Issues	13.12.2022	BBB+ / stabil
Andere	--	n.r.

Tabelle 3: Überblick DIP 2022 | Quelle: Debt Issuance Programme Wertpapierprospekt vom 22.03.2022

Überblick 2022 DIP			
Volumen	EUR 30.000.000.000	Laufzeit/Fälligkeit	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Emittentinnen / Garantin	Volkswagen AG (Garantin) Volkswagen International Finance N.V. (Emittentin)	Zins	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Arrangeur	Barclays	Währung	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Credit Enhancement	Keine	ISIN	Abhängig von der jeweiligen Anleihe

## Anhang

### Ratinghistorie

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

Tabelle 4: Corporate Issuer Rating der Volkswagen AG

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	07.06.2017	23.06.2017	13.12.2020	BBB+ / stabil

Tabelle 5: Corporate Issuer Rating der Volkswagen International Finance N.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	07.12.2018	14.12.2018	13.12.2020	BBB+ / stabil

Tabelle 6: LT LC Senior Unsecured Issues emittiert von der Volkswagen International Finance N.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	07.12.2018	14.12.2018	13.12.2020	BBB+ / stabil

### Regulatorik

Das Rating<sup>2</sup> wurde von der Creditreform Rating AG nicht im Sinne des Artikels 4 Absatz 3 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 aus einem Drittstaat übernommen.

Bei dem hier vorliegenden Rating handelt es sich um ein unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne, das öffentlich ist. Die Analyse fand auf einer freiwilligen Basis durch die Creditreform Rating AG statt. Zur Erstellung des vorliegenden Ratings wurde die Creditreform Rating AG weder vom Ratingobjekt noch von anderen Dritten beauftragt.

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

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

Mit Beteiligung des betroffenen Ratingobjekts oder einer verbundenen dritten Partei	Nein
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Nein
Mit Zugang zum Management	Nein

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

<sup>2</sup> In diesen Regulatorischen Anforderungen wird der Begriff "Rating" in Bezug auf sämtliche Ratings verwendet, die in Zusammenhang mit diesem Bericht von der Creditreform Rating AG erstellt wurden. Dies kann mitunter mehrere Unternehmen und deren verschiedene Emissionen betreffen.

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

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

Systematik/Sub-Systematik	Versionsnummer	Datum
<a href="#">Rating von Unternehmen</a>	2.4	Juli 2022
<a href="#">Rating von Unternehmensemissionen</a>	1.0	Oktober 2016
<a href="#">Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings</a>	1.3	Januar 2018

In den Dokumenten findet sich unter anderem eine Beschreibung der Ratingkategorien sowie eine Ausfalldefinition.

Das Rating wurde durch folgende Analysten erstellt:

Name	Funktion	Email-Adresse
Artur Kapica	Lead-Analyst	A.Kapica@creditreform-rating.de
Natalia Berthold	Analystin	N.Berthold@creditreform-rating.de

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

Name	Funktion	Email-Adresse
Tobias Stroetges	PAC	T.Stroetges@creditreform-rating.de

Am 13.12.2022 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 13.12.2022 mitgeteilt. Eine Veränderung der Ratingnote ergab sich im Anschluss nicht. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen zur Verfügung gestellt.

Das Rating unterliegt solange einem Monitoring, bis es von der Creditreform Rating AG zurückgezogen wird (not rated bzw. n.r.).

Die Creditreform Rating AG ist seit 2011 gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (sog. „EU-Ratingverordnung“) als Ratingagentur zur Ausübung der Ratingtätigkeit innerhalb der Europäischen Union registriert. Aufgrund dieser Registrierung darf die Creditreform Rating AG Ratings in der Europäischen Union erstellen; gleichzeitig ist sie zur Einhaltung der Regelungen der EU-Ratingverordnung verpflichtet.

### ESG-Faktoren im Rating

Ob ESG-Faktoren bei der Bewertung relevant waren, können Sie dem oberen Abschnitt dieses Ratingberichts "relevante Ratingfaktoren" entnehmen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich [hier](#).

### Interessenkonflikte

Während des Ratingprozesses wurden keine Interessenkonflikte identifiziert, die die Analysen und Urteile der Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, deren Dienstleistungen von der Creditreform Rating AG in Anspruch genommen werden oder von ihr kontrolliert werden und die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind, und der Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, beeinflussen können.

Die Creditreform Rating AG wird die Erbringung von Nebendienstleistungen nebst der Erbringung der Ratingtätigkeit offenlegen und im Ratingbericht an dieser Stelle veröffentlichen:

Die Creditreform Rating AG hat als Nebentätigkeit Softwareentwicklungen für die Volkswagen AG durchgeführt.

### Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken

Die Genehmigung von Ratings richtet sich nach den internen Handlungsanweisungen über das Ratingkomitee. Gemäß den internen Richtlinien werden alle Ratings und alle Ratingausblicke in einem Ratingkomitee auf der Grundlage des Einstimmigkeitsprinzips genehmigt.

Die Creditreform Rating AG hat bei der Erstellung dieses Ratings folgende Informationsquellen von wesentlicher Bedeutung herangezogen:

#### Corporate Issuer Rating:

1. Jahresabschlussbericht
2. Website
3. Internetrecherche

#### Corporate Issue Rating:

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

Bei der Ratingveröffentlichung wurden seitens der Creditreform Rating AG alle Kennzeichen und eventuellen Einschränkungen des Ratings oder des Ratingausblicks vermerkt. Darüber hinaus hält die Creditreform Rating AG die Qualität der über die bewerteten Unternehmen und Emissionen (Ratingobjekte) verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Bezugnehmend auf die bewerteten Ratingobjekte hält die Creditreform Rating AG die verfügbaren historischen Daten ebenfalls für zufriedenstellend.

In der Zeit zwischen der Mitteilung des Ratings an das bewertete Unternehmen und dem Zeitpunkt der Ratingveröffentlichungen auf der Website der Creditreform Rating AG wurden keine Ratingänderungen vorgenommen.

Die sog. "Grundlegende Informationskarte des Ratings" enthält den Hinweis auf die im Ratingprozess angewandte Hauptmethode oder die Version der verwendeten Ratingmethodik mit der Angabe, an welcher Stelle die umfassende Beschreibung dieser Methode(n) zu finden ist.

Gründet sich das Rating auf mehr als eine Methode oder verleitet der alleinige Verweis auf die Hauptmethode die Anleger dazu, wichtige Aspekte des Ratings zu übersehen, d.h. auch wichtige

Anpassungen und Abweichungen, erläutert die Creditreform Rating AG diesen Umstand in ihrem Rating und erklärt, wie die verschiedenen Methoden oder diese anderen Aspekte beim Rating berücksichtigt wurden. Dieser Hinweis ist in dem Ratingbericht enthalten.

Die Bedeutung jeder Ratingkategorie, die Definition des Ausfalls oder Forderungseinzugs sowie geeignete Risikowarnungen, einschließlich einer Sensitivitätsanalyse der einschlägigen grundlegenden Annahmen wie mathematische Annahmen oder Korrelationsannahmen, samt der Ratings für den schlechtesten und den besten angenommenen Fall wurden erläutert.

Das Datum, an dem das Rating erstmals veröffentlicht wurde, sowie seine letzte Aktualisierung einschließlich etwaiger Ratingausblicke ist klar und deutlich in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben; dort ist das erste Veröffentlichungsdatum unter „Initialrating“ klar angegeben sowie etwaige weitere Aktualisierungen des Ratings oder Ratingausblicks wie bspw. „update“, „upgrade“ oder „downgrade“, „not rated“, „confirmed“, „selective default“ oder „default“.

Im Falle eines Ratingausblicks wird der Zeithorizont für den Ratingausblick in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben, bis zu dem eine Änderung des Ratings zu erwarten ist.

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 stellen registrierte und zertifizierte Ratingagenturen in einem von der ESMA eingerichteten zentralen Datenspeicher Informationen über ihre bisherigen Ergebnisse, einschließlich Angaben zur Häufigkeit von Ratingänderungen sowie zu früher abgegebenen Ratings und deren Änderung zur Verfügung. Die Ratingagenturen stellen diesem Datenspeicher die Informationen wie von der ESMA festgelegt in standardisierter Form zur Verfügung. Die ESMA macht diese Informationen öffentlich zugänglich und veröffentlicht jährlich eine Zusammenfassung. Diese Informationen sind über [diesen Link](#) einsehbar.

Die Ausfalldefinitionen und die Erklärungen der Ausfalldefinitionen sind in der jeweiligen dazugehörigen Ratingmethodik auf der Website der Creditreform Rating AG einsehbar und abrufbar. Weitere Informationen können ebenfalls über die Creditreform Rating AG Website in dem Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ eingesehen werden.

### Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass uns eventuell vom Unternehmen ergänzend zur Verfügung gestellte Dokumente und Informationen vollständig und inhaltlich korrekt sind und vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

### Kontaktdaten

Creditreform Rating AG  
Europadamm 2-6  
D-41460 Neuss

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

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

Vorstand: Dr. Michael Munsch  
Aufsichtsratsvorsitzender: Michael Bruns

HR Neuss B 10522