

---

# BONITÄTS-ANALYSE

## R E I F E N I N D U S T R I E

---

Analyst: K. Hess

Februar 1992

---

**SFr-Auslandobligationen**

---



**Pirelli**  
**Goodyear**  
**Michelin**  
**Continental**  
**Bridgestone**  
**Sumitomo Rubber**



**CREDIT SUISSE**  
**SCHWEIZERISCHE KREDITANSTALT**  
**CREDITO SVIZZERO**



## Situation Reifenindustrie

Nachdem die meisten Reifenhersteller in den 80er Jahren noch kräftig Kapazitäten aufgebaut hatten, sind sie jetzt im Zuge des weltweiten Rückgangs der Automobilnachfrage unter Druck geraten. Die grossen Automobilhersteller diktieren im Erstausrüstergeschäft (Original Equipment Market) die Preise. Überschussproduktion überschwemmt den unter normalen Umständen profitablen Markt für Ersatzreifen und hat zu einem Zerfall der Margen geführt. Alle grösseren Reifenfirmen mussten deshalb 1990 rückläufige Erträge in Kauf nehmen und die bekannten Schätzungen für 1991 zeigen nur beschränkt bessere Zahlen. Es zeichnet sich aber immerhin eine gewisse Entspannung an der Preisfront ab, wodurch wieder eher kostendeckend produziert werden kann. Verschiedene Firmen haben zudem grössere Übernahmen zu verdauen und arbeiten jetzt daran, ihre Verschuldung zu reduzieren. Nach verschiedenen Akquisitionen bleiben global noch 6 Konzerne, die zusammen 80% aller Reifen produzieren.

Da die Reifenherstellung ein typisches Massengütergeschäft ist, entscheidet sich der Konkurrenzkampf vor allem an der Kostenfront. Auch mit klingenden Markennamen lassen sich nämlich nur beschränkte Preisprämien erzielen. Das bedeutet, dass eher effiziente Produktion und Logistik über den Erfolg entscheiden als Verkauf und Marketing. Dabei müssen Investitionen in kapitalintensive Produktionsanlagen sowie Aufwendungen für Forschung und Entwicklung auf möglichst grosse Stückzahlen überwältigt werden, wodurch nur wirklich globale Universalproduzenten mit entsprechenden Finanzressourcen bestehen können. Technische Innovationen zeichnen sich im Bereich der laufruhigen und benzinsparenden Reifen ('Green Tires') sowie im Produktionsprozess (gewisse Vereinfachungen) ab. So hat Michelin ein Verfahren zur direkten Verwendung von Rohgummi bei der Reifenherstellung angekündigt, wodurch die sonst übliche separate Veredelung entfällt.

Alle sechs verbleibenden Grosshersteller scheinen in der Lage, sich auch in Zukunft zu behaupten, sei es allein oder in einer Allianz. Allerdings fällt eine echte Bonitätsanalyse schwer, da die Transparenz der Firmen oft zu wünschen übrig lässt und Kennzahlen von nach verschiedenen nationalen Richtlinien erstellten Geschäftsberichten nur beschränkt vergleichbar sind (siehe Übersicht der Kennzahlen im Anhang). In der besten Ausgangslage ist sicher BRIDGESTONE dank seiner hohen Produktivität sowie seiner Verknüpfung mit der erfolgreichen japanischen Autoindustrie. Im vorderen Mittelfeld sehen wir CONTINENTAL, SUMITOMO, dahinter MICHELIN und PIRELLI und klar am Schluss GOODYEAR, wo das tiefe Investitionsvolumen langfristig die grössten Risiken birgt. Mit Ausnahme von GOODYEAR stufen wir alle Hersteller im Investment Grade (d.h. BBB- und besser) ein, wobei auch Obligationen von Michelin und Pirelli sich unseres Erachtens nicht für konservative Investoren eignen.

### Konzentration im Reifengeschäft

	Marktanteil <sup>1</sup>	
	1985	1990
Michelin/Uniroyal Goodrich	12.8%	21.5%
Goodyear	20.0%	20.0%
Bridgestone/Firestone	9.2%	17.0%
Continental/General Tire	4.0%	7.5%
Pirelli/Armstrong	4.6%	7.0%
Sumitomo/Dunlop	6.4%	7.0%
seit 85 aufgekaufte Firmen <sup>2</sup>	21.5%	—
andere	21.5%	20.0%

<sup>1</sup> Quelle: Goodyear Geschäftsbericht 1990

<sup>2</sup> Uniroyal, Goodrich - Übernahme durch Michelin  
 Firestone - Übernahme durch Bridgestone  
 General Tire - Übernahme durch Continental

**Bonitäts-Analyse****Pirelli-Gruppe**

				Kurs	Rendite
				4. 2. 92	
<b>Pirelli &amp; Co.</b>					
366799	2.75%	SFR	87- 1.7.92 ex	97.0	10.3%
<b>Société Internationale Pirelli</b>					
124388	5.25%	SFR	83 -15. 2.92	—	—
124379	5%	SFR	77 -15. 4.92	—	—
124387	7%	SFR	82 -31. 7.93	97.75	8.6%
124390	2.75%ex	SFR	86 -18. 2.96 ex	80.5	8.7%
Weitere Valoren: 557615,537541,557480,557481,563824					

**Bonitätseinstufung Vf:**  
**Unteres Investment Grade (knapp)**

**Stärken / Chancen**

- Starkes Standbein im **konjunkturell stabileren Kabelsektor** reduziert Abhängigkeit vom zyklischen Reifengeschäft.
- Italienische Traditionsfirma, die von führenden Unternehmerfamilien und staatlichen Banken kontrolliert wird und dadurch mit anderen italienischen Privat- und Staatskonzernen stark verflochten ist.

**Schwächen / Risiken**

- Als Reifenhersteller zu klein, um global eine führende Rolle zu übernehmen. Braucht deshalb dringend einen Partner.
- Eine **wenig transparente Schachtelkonstruktion** erlaubt einer Minderheit der Aktionäre die volle Kontrolle über die Pirelli-Gruppe. Das Fehlen eines konsolidierten Geschäftsberichts erschwert die Bonitätsbeurteilung.
- Wichtiger Lieferant des FIAT-Konzerns, den wir bei der Öffnung der europäischen Automärkte wegen seiner grossen Abhängigkeit vom gegen japanische Konkurrenten geschützten italienischen Markt eher auf der Verliererseite sehen.

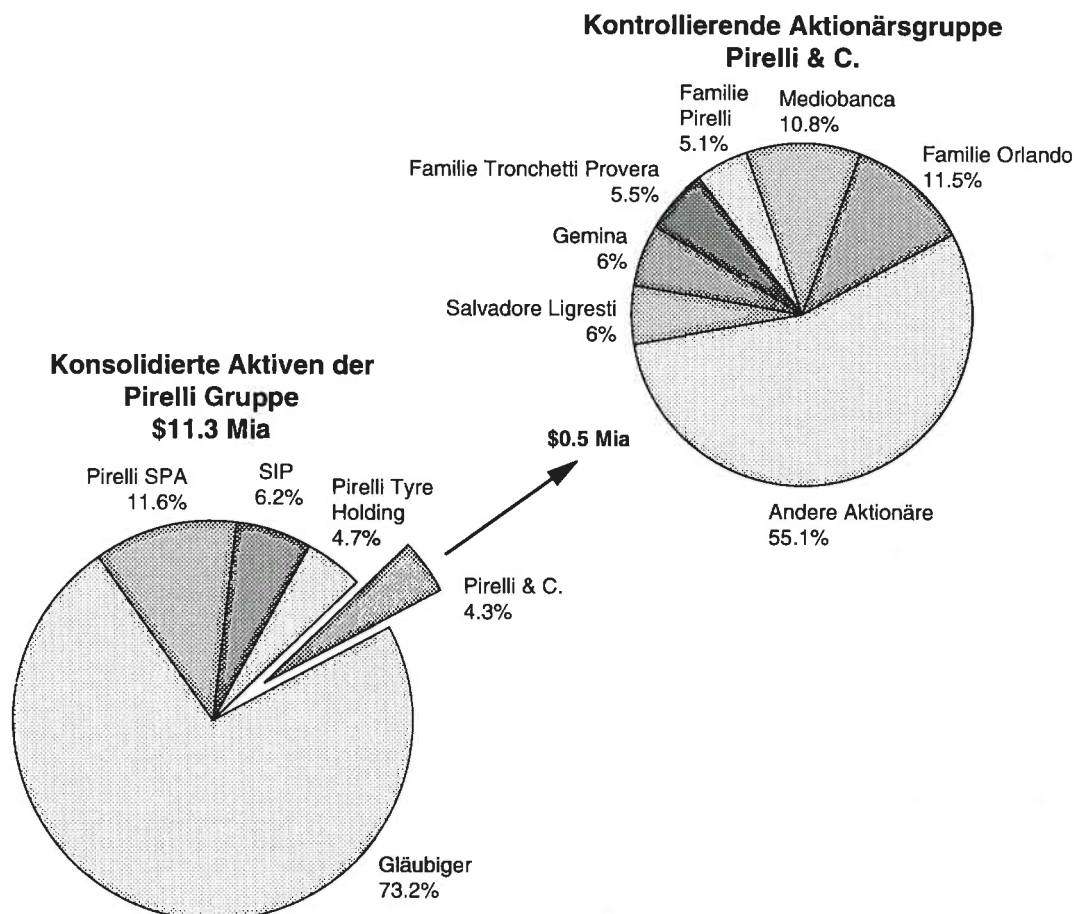
Über keinen Reifenhersteller wurde in letzter Zeit so viel geschrieben, wie über die italienische Pirelli-Gruppe. Nachdem sie mit Hilfe befreundeter Firmen fast 40% der Aktien des Konkurrenten Continental erworben hatte, konnte sie die Aktionäre aus dem Kreis der deutschen Banken- und Automobilindustrie nicht von den Vorteilen einer Übernahme überzeugen.

Es bleiben Pirelli Schadenersatzzahlungen an seine Alliierten im Betrag von \$ 280 Mio für Verluste, welche diese auf ihren Paketen erlitten hatten. Zusammen mit weiteren Restrukturierungskosten und operativen Verlusten im Reifengeschäft erwartet Pirelli für 1991 einen Verlust von ca. \$ 575 Millionen.

Diese Episode illustriert die Probleme einer seriösen Bonitätsbeurteilung der Pirelli-Gruppe. Es gibt weder im Geschäftsbericht 1990 noch in den Halbjahresresultaten 1991 Hinweise auf diese Eventualverpflichtungen, welche Pirelli bei seinem Übernahmeversuch eingegangen ist.

Mit 7% Marktanteil ist Pirelli mit Continental und Sumitomo einer der kleineren Reifenhersteller. Die Kontrolle über den Konzern liegt bei führenden italienischen Unternehmerfamilien sowie der Investment Bank Mediobanca, die ihrerseits von grossen staatlichen Banken dominiert wird. Über eine Serie von vier Publikumsgesellschaften steuert so eine Aktionärsgruppe mit einem Kapital von knapp \$ 500 Mio einen Konzern mit \$ 11.3 Mia Aktiven und \$ 9.1 Mia Umsatz. Pirelli ist nicht ausschliesslich Reifenhersteller. Der konjunkturellresistentere Kabelsektor steuerte

## Kontrolle über den Pirelli-Konzern



43% zum Umsatz bei. Der Sektor 'Verschiedene Artikel' (15% Umsatzanteil) soll abgestossen werden, weil Pirelli sich voll auf Kabel und Reifen konzentrieren möchte. Zusammen mit der laufenden Kapitalerhöhung soll dieser Verkaufserlös die Löcher, die als Folge des Continental Abenteuers entstanden sind, sowie Verluste im Reifensektor decken.

Wir sind der Ansicht, dass Pirelli trotz den gegenwärtigen Schwierigkeiten eine gute Ausgangslage für die Zukunft hat. Die Produkte sind im Markt verankert, man hat in wenig zyklische Branchen diversifiziert,

die Verschuldung ist vergleichsweise tief. Deshalb sehen wir für Verbindlichkeiten, die in den nächsten 2–3 Jahren fällig werden, keine speziellen Risiken. Langfristig muss aber Pirelli wie alle anderen westlichen Hersteller seine Effizienz auf das Niveau der japanischen Konkurrenz bringen. Dazu werden höhere Investitionen und Entwicklungsausgaben notwendig sein, die bei Pirelli gegenwärtig eher bescheiden sind. Auf dem gegenwärtigen Preisniveau scheinen uns deshalb Obligationen der Pirelli – speziell solche mit längeren Fälligkeiten – überbewertet.

**Bonitäts-Analyse****Goodyear Tire & Rubber**

				Kurs	Rendite
				5. 2. 92	
877505	5.375%	SFR	85 - 10.10.2000	79.25	8.9%
877500	5.375%	SFR	85 - 17. 3.2006	72.0	8.9%

**Bonitätseinstufung Vf:  
Oberes Non-Investment Grade**

**Ratings: Moody's    Ba1**  
**S&P        BB**

**Stärken / Chancen**

- Braucht im Gegensatz zur Konkurrenz keine kostspieligen Akquisitionen zu sanieren.
- **Kapitalerhöhung im letzten Herbst** hat Stellung der Obligationäre verbessert.

**Schwächen / Risiken**

- Das im Vergleich zur Konkurrenz **sehr niedrige Investitionsvolumen** könnte bezüglich Technologie, Qualität und Produktionskosten sehr bald zu einem unaufholbaren Rückstand führen.
- Goodyear wird in absehbarer Zeit alle reifenfremden Beteiligungen abgestossen haben. Es verbleiben damit keine 'Fettreserven' mehr, um sich in schlechten Zeiten durch Desinvestitionen über Wasser zu halten.
- Abhängigkeit vom nordamerikanischen Markt und von den drei grossen Autoherstellern GM, Ford und Chrysler, welche kontinuierlich Marktanteile verlieren.

Goodyear ist der letzte unabhängige amerikanische Reifenhersteller, nachdem alle anderen (Firestone, Uniroyal-Goodrich, Armstrong, General Tire) im Autoboom 1987-90 von der internationalen Konkurrenz übernommen worden sind. Die grösste Gefahr für Goodyear sehen wir in der vergleichsweise massiv tieferen Investitionsrate. So hatte auch Firestone jahrelang wenig in seine Produktionsanlagen gesteckt und dabei sowohl qualitätsmässig als auch bei der Einführung der Radialreifen den Anschluss verpasst. Man schätzt, dass zur Zeit der Übernahme von Firestone durch Bridgestone die Produktivität nur halb so hoch war wie die der japanischen Firma.

Immerhin sieht die gegenwärtige Lage von Goodyear wieder etwas besser aus, nachdem massive Abschreibungen Ende 90 und zu Anfang 91 zu viel Publizität und einer Herabstufung der Bonitätsratings in den «Non-Investment»-Bereich geführt hatten. Goodyear hat das gute Klima ausgenützt und mittels Aktienplatzierung im Herbst 91 seine Eigenkapitalbasis gestärkt. Mit \$ 582 Mio aus dieser Transaktion und weiteren Aktivenverkäufen dürfte die Verschuldungsrate unter 60% gefallen sein. Weiterhin problematisch scheint uns der im Verhältnis zu Umsatz und Aktiven sehr mässige operative Cash Flow, weshalb wir Goodyear nicht im Investment Grade einstufen. Auf dem heutigen Preisniveau scheinen uns diese Obligationen somit eindeutig überbewertet.

## Michelin

				Kurs	Rendite
				5. 2. 92	
102992	4.25%	SFR	78 - 1. 3.1993	96.0	8.3%
102995	7%	SFR	82 - 15. 4.1992	101.0	—
102996	5.5%	SFR	83 - 1. 3.1993	95.75	9.9%
102997	5.5%	SFR	84 - 8. 3.1994	91.5	10.2%
102998	5.5%	SFR	85 - 20. 2.1995	87.5	10.5%
102999	5.25%	SFR	85 - 1.12.1995	84.0	10.5%
103000	5%	SFR	87 - 5. 1.1999	76.0	10.0%
103001	2%	SFR	88 - 10.10.1997 CV (Put 30.11.92)	102.5	12.0% (auf Put)

### Bonitätseinstufung Vf: Unteres Investment Grade (knapp)

#### Stärken / Chancen

- Die **starke Marktstellung** erlaubt Economies of Scale; das heisst, Entwicklungs- und Gemeinkosten können auf ein grösseres Volumen abgewälzt werden.

#### Schwächen / Risiken

- Michelin produziert nicht kosteneffizient. So erarbeitet die Firma nur \$ 79'500 Umsatz pro Mitarbeiter, 20% weniger als ihre europäischen Konkurrenten Pirelli und Continental.
- Michelin ist **der höchstverschuldete Reifenkonzern**; als Folge davon beträgt der Zinsdeckungsgrad nur gerade 1.54.

Mit der Akquisition des amerikanischen Konkurrenten Uniroyal Goodrich 1989 hat sich Michelin nach Marktanteilen weltweit auf Platz eins positioniert. Diese Marktposition hat sich der Konzern aber sehr teuer erkaufte. Weil zur Finanzierung in erheblichem Umfang fremde Mittel beansprucht wurden, beläuft sich der Verschuldungsgrad auf 76%. Mit internem Cash Flow allein wird sich diese Verschuldung nicht

abbauen lassen. Deshalb hat die Firma jetzt Anrechte ausgegeben, die jeden Aktionär pro 10 Aktien zum Bezug einer Aktie für FFr 200 berechtigen. Das Angebot läuft bis Ende 95 und wird für diejenigen Aktionäre mit zusätzlichen Anrechten versüsst, die bis dann Aktien in regelmässigen Abständen zeichnen. Mit dieser Transaktion hofft Michelin, das Eigenkapital um FFr 2.12 Mia aufzustocken, was bei rund FFr 30 Mia Schulden jedoch nur einen Tropfen auf den heissen Stein bedeutet.

Ein weiteres gravierendes Problem sehen wir in der tiefen Produktivität des Michelin-Konzerns, der mit 140'000 Mitarbeitern unwesentlich mehr Umsatz erarbeitet als sein japanischer Konkurrent Bridgestone mit 60'000 Leuten. Aus diesem Grund hat der 1990 von Michelin initiierte Preiskrieg, mit dem japanische Konkurrenten von Europa ferngehalten werden sollten, vor allem Michelin selbst und den anderen europäischen Reifenherstellern geschadet. Der angekündigte Abbau von 16'000 Stellen dürfte nur die erste Phase einer dringend notwendigen, grösseren Abmagerungskur sein.

Trotz tiefer Produktivität und hoher Verschuldung stufen wir Michelin noch knapp im Investment Grade ein. Ausschlaggebend ist dabei die Stellung als Marktführer, die gute geographische Diversifikation, das hohe Investitionsvolumen, welches andeutet, dass Michelin auch in Technologie und Qualität an vorderster Front dabei sein will. Wenn die geplanten Kostensenkungsprogramme zu greifen beginnen, wird sich zeigen, ob Michelin dieses Rating verdient.

**Bonitäts-Analyse****Continental**

				Kurs	Rendite
				5. 2. 92	
871297	4.75%	SFR	87 - 6.10.2002ex	72.5	8.8%

**Bonitätseinstufung Vf:  
Mittleres Investment Grade (knapp)**

**Stärken / Chancen**

- Vergleichsweise tiefe Verschuldung und Zinsbelastung
- Verflechtung (personell, aktienmässig) mit der erfolgreichen Deutschen Autoindustrie

**Schwächen / Risiken**

- Als Reifenhersteller zu klein, um global eine führende Rolle zu übernehmen; braucht deshalb dringend einen Partner.
- Ganzes Produktesortiment – auch Contis Nicht-reifensektor – ist stark auf die Belieferung von Autoherstellern ausgerichtet und deshalb von der Autokonjunktur abhängig.

Der deutsche Reifenhersteller Continental ist 1987 mit seiner Akquisition von General Tire aus Europa hinausgewachsen. Nachdem die Gespräche mit der Pirelli-Gruppe im November vorerst gescheitert sind, ist wieder völlig offen, mit wem oder ob überhaupt Continental eine Allianz eingehen wird. Immerhin könnte Pirelli mittels Call-Optionen immer noch in den Besitz von knapp 40% des Continental-Aktienkapitals gelangen, womit das letzte Kapitel in dieser Geschichte vielleicht noch nicht geschrieben ist.

Wie Michelin und Bridgestone bereitet Continental das Nordamerikageschäft die grössten Sorgen. Man sah sich gezwungen, ein Werk der Tochterfirma General Tire in Kanada stillzulegen. Verluste von ca. \$100 Mio per 1991 aus den amerikanischen Operationen werden auch auf Konzernebene das erste Mal seit 1981 rote Zahlen verursachen.

Unsere Bonitätsbeurteilung stützt sich neben der soliden Bilanzstruktur auf die guten Verbindungen zur Deutschen Automobilindustrie, die zusammen mit der Deutschen Bank zu ca. 25% an Continental beteiligt ist. Wir stufen deshalb Continental noch knapp im mittleren «Investment Grade»-Bereich ein. Wesentlich für Continental wird die Verstärkung der Präsenz im unteren und mittleren Reifensegment sein, nachdem man mit Hochleistungsprodukten eine starke Stellung aufgebaut hat. Eine Allianz mit einem Konkurrenten würde dabei bestimmt helfen. Das bedeutet nicht, dass Continental nicht auch alleine in oberen Produktesegmenten durchaus erfolgreich arbeiten könnte.

## Bridgestone

				Kurs	Rendite
				6. 2. 92	
776739	1/2%	SFR	88 - 31.12.92 CV Note	94.0 G	7.6%
875564	5 3/8%	SFR	86 - 7. 3.96(*)	88.5	8.8%

(\*) Firestone mit Garantie der Bridgestone Corp.

### Bonitätseinstufung Vf: Mittleres Investment Grade

Ratings: **Moody's**      **Baa1**  
**Mikunis**            **AA**  
**JCR**                    **A+**

#### Stärken / Chancen

- **Starke Marktstellung** verbunden mit **hoher Produktivität**
- Solide Heimbasis mit Verbindungen zur erfolgreichen japanischen Autoindustrie.

#### Schwächen / Risiken

- **Firestone**, 1989 für \$ 2.6 Mia übernommen, wurde stark mit Fremdmitteln finanziert und muss jetzt saniert werden
- **Schlechte Transparenz** der japanischen Firmen erschwert Bonitätsbeurteilung.

Bridgestone ist unseres Erachtens klar der stärkste Reifenhersteller, sowohl finanziell (Verschuldung, Ertrag, Produktivität) als auch in bezug auf Marktstellung (Marktanteil, geographische Diversifikation, Technologie). Doch auch Bridgestone blieb nicht von der Krise der Reifenindustrie verschont.

1990 wurde nach einem Gewinnrückschlag eine Umsatzrendite von mageren 0.2% erzielt. Auch 1991 wird man wohl nur dank der Realisierung Stiller Reserven (Verkauf von Land) schwarze Zahlen schreiben können. Diese schlechten Resultate, welche vornehmlich durch Abschreibungen bei der Amerikanischen Firestone verursacht sind, verschleiern die eigentliche Ertragsstärke des Bridgestone-Konzerns. Der operative Cash Flow ist nämlich industrieweit der höchste und diese Abschreibungen bedeuten einfach, dass man für Firestone viel zu viel bezahlt hat. Unter dem Zeitdruck des Übernahmekampfes hatte man auf eine seriöse Bewertung der Firestone-Aktiven verzichtet. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass Bridgestone in der Lage ist, Firestone zu sanieren. Die Produktivität ist mit rund \$ 200'000 Umsatz pro Mitarbeiter ohne Vergleich, die Verschuldung relativ mässig, das Investitionsvolumen sehr hoch. Es ist also sehr wohl möglich, dass Bridgestone Michelin bald vom ersten Platz verdrängen wird. Das umso mehr, als Bridgestone mit dem Bau immer neuer Montagewerke japanischer Autohersteller (Japanese Transplants) in Europa und U.S.A. sich in einer günstigen Ausgangslage befindet.

**Bonitäts-Analyse**

**Sumitomo Rubber**

				Kurs	Rendite
				8. 2. 92	
775980	1.625%	SFR	88 - 24.3.93 CV Note	108 G	—

**Bonitätseinstufung Vf:  
Unteres Investment Grade**

**Rating Mikunis: B**

Obwohl Sumitomo Rubber in Japan hinter Bridgestone und Yokohama nur 15% des Marktes hält, gehört die Firma weltweit trotzdem zu den Grossen im Reifengeschäft. Als Muttergesellschaft der Dunlop-Gruppe hat der Konzern Werke in Europa und den U.S.A.. Ausserdem ist Sumitomo Rubber stark im Sportartikelgeschäft engagiert, das ca. 15% des Umsatzes ausmacht.

Für sich allein beurteilt, würde Sumitomo Rubber niemals ein Investment Grade Rating für ungesicherte Verpflichtungen verdienen. Der Verschuldungsgrad ist mit 83% extrem hoch und die Finanzverbindlichkeiten bestehen erst noch zu 72% aus gesicherten Bankdarlehen. Unsere Bonitätseinschätzung im unteren Investment Grade basiert demnach vollständig auf der Erwartung, dass die Firma von den anderen Mitgliedern der Sumitomo-Gruppe bei Zahlungsschwierigkeiten unterstützt würde.

<b>Stärken / Chancen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Teil der Sumitomo-Gruppe; könnte deshalb vermutlich auf die Unterstützung namhafter Banken und High-Tech-Firmen zählen.</li> <li>- geographisch gut diversifiziert</li> <li>- diversifiziert im Sportartikelbereich.</li> </ul>
<b>Schwächen / Risiken</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- dürftige Informationen erschweren Bonitätsbeurteilung</li> <li>- extrem hohe Verschuldung</li> <li>- schwache Marktstellung in Japan.</li> </ul>

<b>Aktionäre der Sumitomo Rubber</b>				
	Anteil %	Mikunis	S&P	Moody's
Sumitomo Electric Industries	34.9	BBB	—	—
Sumitomo Corporation	7.0	AA	—	Aa3
Sumitomo Trust and Banking	5.4	A	AA-	A1
Long-Term Credit Bank of Japan	4.4	AA	AA-	A2
Sumitomo Life Insurance	2.5	—	—	—
Mitsubishi Trust and Banking	2.4	A	A+	A1
Sumitomo Bank	2.1	AAA	AA	Aa3

**Tire Makers – Facts & Figures Year End 1990**

	MICHELIN	BRIDGE- STONE	GOODYEAR	PIRELLI (SPA)	CONTI- NENTAL	SUMITOMO RUBBER
MAJOR SUBSIDIARIES	Goodrich Uniroyal	Firestone		Armstrong	General Tire	Dunlop
<b>Sales &amp; Income Data</b>						
Market Share (Tires)	21.5%	20.0%	7.0%	7.0%	7.5%	7.0%
Net Sales (LC bn)	62.74	1784.1	11.3	10139	8.55	546
(US\$ bn)	11.20	13.22	11.30	8.45	5.18	4.04
-Tires	74.0%	72.4%	82.3%	41.5%	75.0%	80.0% <sup>1</sup>
- Non-Tire Products	26.0%	27.6%	17.7%	58.5%	25.0%	20.0%
- Europe	62.7%	N.A.	20.4%	54.0%	38.2% <sup>3</sup>	N.A.
- America	31.6%	N.A.	74.3%	38.0%	N.A.	N.A.
- Other	5.7%	43.0% <sup>2</sup>	5.3%	8.0%	N.A.	N.A.
EBDIT <sup>4</sup> (LC bn)	7.3	215.4	0.80	959	0.89	53.7
(US\$ bn)	1.30	1.60	0.80	0.80	0.54	0.40
Interest Expense (LC bn)	4.7	47.1	0.33	511	0.21	21.2
(US\$ bn)	0.85	0.35	0.33	0.43	0.13	0.16
Capital Exp. (LC bn)	6.9	184.5	0.57	716	0.69	51.8
(US\$ bn)	1.23	1.37	0.57	0.60	0.42	0.38
<b>Balance Sheet Data</b>						
Total Assets (LC bn)	76.1	1748.9	8.96	11812	6.2	504.1
(US\$ bn)	13.59	12.95	8.96	9.84	3.76	3.73
Interest-bearing Debt (US\$ bn)	34.9	617.7	3.6	4212	1.9	245.0 <sup>10</sup>
	6.23	4.58	3.62	3.51	1.15	1.81
Equity (LC bn)	11.1	440.8	2.1	3088	1.6	50.2
(US\$ bn)	1.98	3.27	2.10	2.57	0.96	0.37
<b>Ratios</b>						
EBDIT/Net Sales <sup>4</sup>	11.6%	12.1%	7.1%	9.5%	10.4%	9.8%
CAPEX/Net Sales	11.0%	10.3%	5.1%	7.1%	8.1%	9.5%
Interest Coverage (EBDIT/Int.Exp)	1.54	4.57	2.42	1.88	4.25	2.53
EBDIT/Tot. Assets	9.6%	12.3%	8.9%	8.1%	14.4%	10.7%
I.b. Debt/Equity	314.4%	140.1%	172.5%	136.4%	120.0%	488.0%
Debt/(Debt+Equity)	75.9% <sup>9</sup>	58.4%	63.3% <sup>6</sup>	57.7%	54.5%	83.0%
Workforce	141,000	60,000 <sup>7</sup>	105,000	67,000	51,000	5,190 <sup>8</sup>
Cut-backs announced	16,000	3,400	10,000	?	2,640	?
Sales per Employee	\$79,458	\$220,259	\$107,619	\$126,107 <sup>5</sup>	\$101,604	—
Exchange Rate LC/US\$	5.60	135	1	1200	1.65	135

(LC) Local Currency

1 1989 Data

2 Japan only

3 Germany only

4 EBDIT: Earnings before Depreciation, Interest and Taxes

5 Tire Activities: \$ 110'000 per Employee

6 Goodyear equity transaction Fall 91 raised \$ 582 mil for debt reduction. Current D/D+E-Ratio estimated at 59.1%

7 Source: Nikkei Weekly

8 Full Time Employees, Japan only

9 Michelin equity transaction announced in Dec 91 could potentially raise FFr. 212 mil until 1995. Expected impact on Michelin's D/D+E Ratio: 75.9% ⇒ 74.7%

10 Thereof Y.170bn (i.e 72%) secured bank loans

