



Würth-Gruppe



Inhalt:

v	Executive Summary	Seite 2
v	SWOT-Profil	Seite 2
v	Geschäftsrisikoprofil	Seite 3
v	Finanzrisikoprofil	Seite 6
v	Rating / Einschätzung	Seite 8
v	Einstufung Bonds	Seite 10
v	Anhang	Seite 12
v	Disclaimer	Seite 13

Executive Summary

Die in Künzelsau ansässige Würth-Gruppe ist im Bereich **Montage- und Befestigungsmaterial** tätig und ist dort unumstrittener **Marktführer**.

Würth erzielte ein über die Jahrzehnte hinweg stetiges Umsatzwachstum. **2007** wurde der **Umsatz auf 8,5 Mrd. €** gesteigert (um 9,6%). Die (adjustierte) EBIT-Marge lag bei über 8%.

Kern der Gruppe ist dabei die Marke Würth, die eine breite Abnehmerschicht mit Montage- und Befestigungsmaterialien beliefert (Schrauben, Dübel und ähnliches Zubehör). Daneben werden jedoch auch weitere Unternehmen im Portfolio geführt (Akquisitionen, die unter ihrem eigenen Markennamen weitergeführt werden). Darüber hinaus gehören auch das Internationale Bankhaus Bodensee (IBB) sowie weitere Finanzdienstleister zum Portfolio der Würth-Gruppe.

Das Geschäftsjahr 2007 war geprägt von neuerlichem Umsatz- und Ergebnisrekord und einer weitgehend stabilen Konjunkturlage. Das konjunkturelle Umfeld hat sich mittlerweile jedoch geändert. Nachdem sich die Wirtschaft in den USA bereits 2007 abkühlte, folgen nun auch die Märkte Westeuropas (inklusive Deutschland). Dort liegt der Fokus der Würth-Gruppe, so dass wir mit einer Verlangsamung des Wachstumstempos rechnen. In der Vergangenheit erwies sich Würth als relativ resistent gegen Abschwünge, so dass wir auch diesmal nicht mit Einbrüchen rechnen, sondern schlimmstenfalls mit einer kleineren Ertragsdelle (die Halbjahreszahlen zeigen bislang lediglich ein minimal rückläufiges Betriebsergebnis).

Die wesentlichen **Finanzkennzahlen** im GJ 2007 zeigten sich zum Vorjahr **weitgehend konstant** und somit weiterhin im Rahmen des aktuellen Ratings. Der operative Cashflow wurde, nach einem schwächeren Wert 2006, wieder deutlich verbessert.

Veränderungen gab es zu Beginn des GJ 2007 (rückwirkend) in Bezug auf die **rechtliche Struktur der Gruppe** (siehe auch Übersicht auf S.5), in welchen wir jedoch keine negativen Auswirkungen für Bondholder sehen.

Das über viele Jahre hinweg **stabile Rating ("A") sollte u. E. erhalten bleiben**. Lediglich größere (und zu einem großen Teil fremdfinanzierte) Akquisitionen, die allerdings nicht allzu wahrscheinlich sind, könnten Druck auf das Rating mit sich bringen.

Wir bestätigen abermals unseren **Credit Trend bei Stable**.

LT-Rating	
S&P	A / Stable
Fitch	A / Stable

ST-Rating	
S&P	A-1
Fitch	F1

Internet	
www.wuerth.com	
www.wuerthfinance.net	

Bloomberg	
WURTH <Corp>	

SWOT-Profil

Stärken/Chancen

- ∨ Seit vielen Jahrzehnten gute Geschäftsentwicklung mit weitgehend stetigem Umsatz- und Ertragswachstum.
- ∨ Hervorragende Marktposition im Bereich Montage- und Befestigungsmaterial, wobei aufgrund der starken Fragmentierung dieses Marktes weitere Wachstumschancen bestehen.
- ∨ Die Kunden- und Lieferantenstruktur weist eine hohe Diversifizierung auf.
- ∨ Verhältnismäßig geringe Abhängigkeit von zyklischen Schwankungen der Konjunktur.
- ∨ Bereits langjährig stabiles "A" Rating (S&P und Fitch).

Schwächen/Risiken

- ∨ Schwächelnde Wirtschaft und Immobilienkrise belasten derzeit das Geschäft in den USA.
- ∨ Aktuell schlechter werdendes konjunkturelles Umfeld auch in Westeuropa, wo Würth einen großen Teil der Umsätze erwirtschaftet.
- ∨ Wachstumsziele (insbesondere verfolgte stärkere Internationalisierung) bergen, neben positiven Diversifikationsaspekten, auch Risiken (mögliche Schwächung der Finanzrelationen und Integrationsrisiken).
- ∨ Hohe Rohstoffpreise sind derzeit ein Belastungsfaktor.

1 Geschäftsrisikoprofil

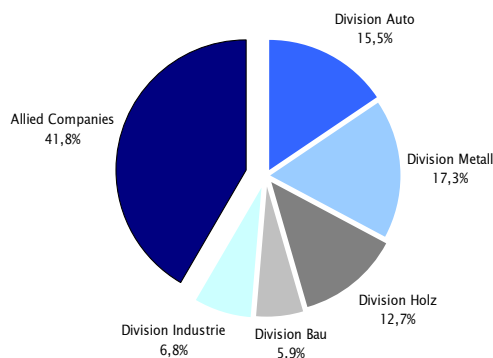
1.1 Überblick Würth-Gruppe

Die Würth-Gruppe, deren Mutterunternehmen Adolf Würth GmbH & Co. KG bereits 1945 gegründet wurde, bietet im ursprünglichen Kerngeschäft **Montage- und Befestigungsmaterial** an (bspw. Schrauben, Schraubenzubehör, Dübel usw.). Dieses Geschäftssegment wird unter dem Markennamen Würth bearbeitet („Würth-Linie“). Die **Würth-Linie** gliedert sich weiter in Divisionen auf. Die Zuordnung erfolgt hierbei nach den folgenden fünf Abnehmerbranchen: Auto, Metall, Holz, Bau und Industrie. Insgesamt werden rund 100.000 Produkte angeboten, deren Stückpreise meist relativ gering sind (sogenannte C-Teile). In den Kalkulationen der Abnehmer spielen diese Teile, wenn überhaupt, eine untergeordnete Rolle (somit geringe Preissensibilität, die Würth zu Gute kommt).

Daneben gehören auch Produkte für Baumärkte, Arbeitsschutzkleidung, Elektroinstallationsmaterial, elektronische Bauteile sowie Solarmodule und Finanzdienstleistungen zum Angebot der Gruppe. Diese Geschäftseinheiten werden unter dem Geschäftsbereich **Allied Companies** zusammengefasst und betreiben ihr Geschäft unter individuellen Markennamen. Ebenfalls unter diesem Geschäftsbereich subsumiert sind die Finanzdienstleistungen. Dies ist im Wesentlichen die Beteiligung (88,55%, seit 2006 vollkonsolidiert) am **Internationalen Bankhaus Bodensee** (IBB). Dieses hatte 2007 eine Bilanzsumme von rund 603 Mio. € und ist schwerpunktmäßig im Südwesten Deutschlands tätig.

Angebotspalette der Würth-Gruppe

Umsatz nach Divisionen/Geschäftsbereichen (2007)



Umsatzverteilung nach Geschäftsbereichen / Divisionen

Quelle: Unternehmen, LBBW Credit Research

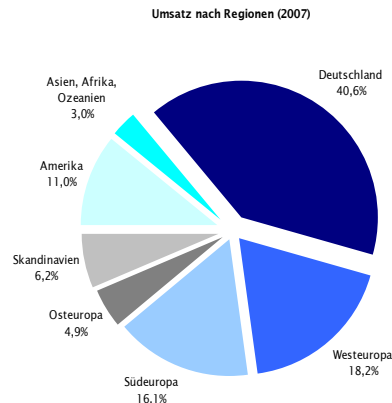
Die Würth-Gruppe ist (zum Ende des Geschäftsjahres 2007) in 86 Ländern vertreten. Der regionale **Umsatzschwerpunkt** liegt in **Europa** und insbesondere **Deutschland** (40,6% Umsatzanteil). Ziel des Unternehmens ist es, in Zukunft eine noch stärkere regionale Diversifizierung der Umsätze zu erreichen und so die unternehmenseigene Globalisierung weiter zu forcieren. Auf dieses Ziel werden sich voraussichtlich die künftigen Akquisitionen der Würth-Gruppe konzentrieren. Der Umsatzanteil in Asien, Afrika und Ozeanien (3%) bspw. dürfte u. E. durch das dortige große Wachstumspotenzial weiter ansteigen.

Die meisten Regionen konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr einen verbesserten Umsatz berichten. So legte der Umsatz der deutschen Konzerngesellschaften im Vergleich zum Vorjahr um 10,4% zu. Lediglich der **US-Markt** zeigte Schwäche, die aufgrund der Verschlechterung der dortigen konjunkturellen Rahmenbedingungen wenig verwunderlich ist. So bekam auch Würth die Immobilienkrise und deren Folgen zu spüren. Zusätzlich belastete der schwache US-Dollar die Umsatzentwicklung (bereinigt wäre zumindest ein Wachstum von 3,9% zu Buche gestanden). Die gute Entwicklung in Südamerika mitigierte jedoch den geringeren US-Umsatz mit einem Anstieg von fast 30%, weshalb die Region Amerika insgesamt in Euro exakt den gleichen Umsatz wie im Jahr 2006 erreichte.

Umsatzentwicklung nach Konzernregionen

Würth-Gruppe

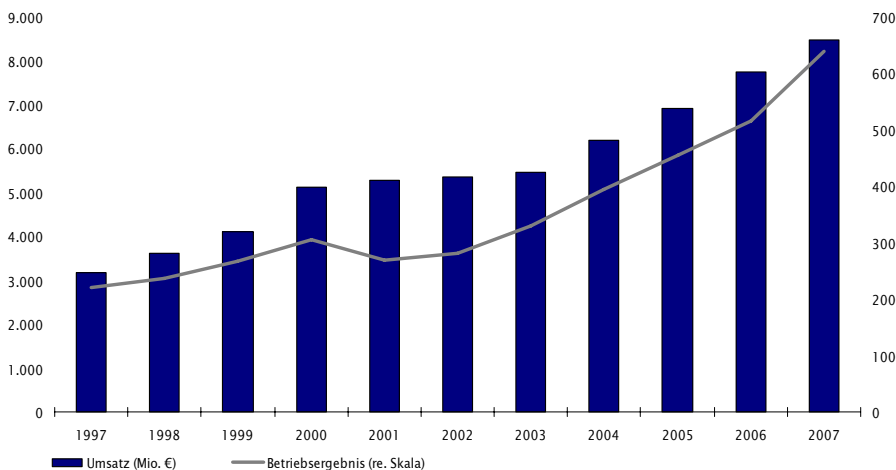
Das Betriebsergebnis entwickelte sich 2007 sowohl in Deutschland (+31,3% auf 176 Mio. €), als auch im Ausland (+21,8% auf 464 Mio. €) deutlich zweistellig.



Umsatzverteilung nach Regionen

Quelle: Unternehmen, LBBW Credit Research

Die Entwicklung der Würth-Gruppe in den Jahren seit 1997 (siehe untenstehende Grafik) zeigt jährliche Umsatzsteigerungen. Das Betriebsergebnis wuchs dabei weitgehend mit. Lediglich im Jahr 2001 ging das Betriebsergebnis leicht zurück. Aus der Grafik wird deutlich, dass auch in konjunkturell schwierigem Umfeld (im Wesentlichen die Jahre 2001 bis 2003) keine wirklichen Einbrüche bei Umsatz oder Ergebnis zu verzeichnen waren. Nach der Phase geringeren Umsatzwachstums 2001-2003 und leichtem Ergebnisrückgang 2001 setzte sich das Wachstum danach jeweils wieder fort. Auch im jetzigen Umfeld, das ebenfalls als schwierig bezeichnet werden kann, sollte daher mit einem nennenswerten Einbruch nicht zu rechnen sein.



Langfristige Entwicklung des Umsatzes und Betriebsergebnisses in Mio. €

Quelle: Unternehmen, LBBW Credit Research

Mit etwa 3 Millionen Kunden ist die **Abhängigkeit** der Würth-Gruppe von **einzelnen Kunden** als **sehr gering** zu bezeichnen. Auch die **breite Lieferantenbasis** trägt zu einer positiven Bewertung des Geschäftsrisikoprofils bei. Zudem stellt Würth nur einen sehr geringen Teil der verkauften Produkte selbst her, so dass größere Risiken resultierend aus der Produktion nicht entstehen können.

Abnehmer und Lieferanten

Zum Ende des ersten Halbjahres 2008 beschäftigte die Würth-Gruppe **65.158 Mitarbeiter**, dies entspricht einem Anstieg von 7,6% zum Vorjahr. Knapp die Hälfte dieser Mitarbeiter ist im Außendienst eingesetzt.

Mitarbeiter

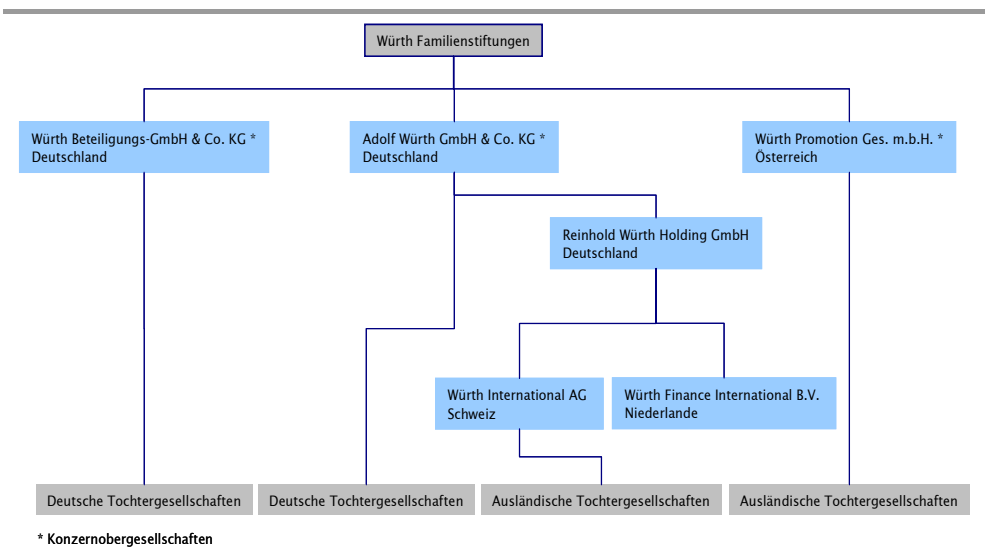
Im Jahr 2007 gab es **Änderungen in der Struktur bzw. Umgliederungen von Assets** inner-

Rechtliche Struktur

Würth-Gruppe

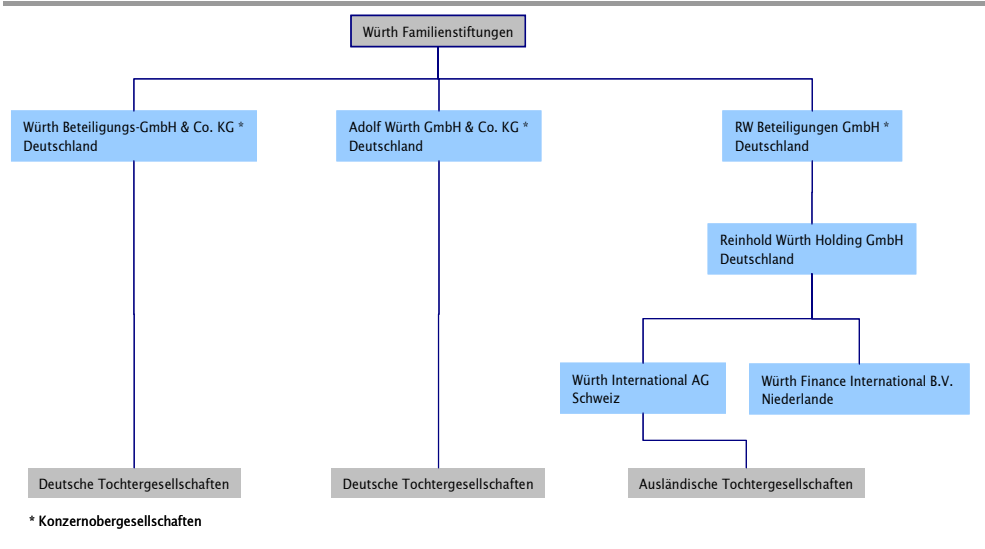
halb der Gruppe. Es wurden rückwirkend zum 1. Januar 2007 die bisherigen ausländischen Tochtergesellschaften unter die Adolf Würth GmbH & Co. KG umgegliedert. Neue Auslandsgesellschaften werden zunehmend von der neugegründeten Würth Promotion Ges.m.b.H. Austria gehalten. Für die **Bondholder** sehen wir in diesem Schritt **keine Beeinträchtigung**. Die von uns eingestufteten Anleihen 03/2010 (4,250%), 06/2012 (3,50%), 05/2013 (4,25%) und 06/2014 (4,750%) wurden jeweils von der Würth Finance International BV emittiert und sind unbedingt und unwiderruflich garantiert durch die Adolf Würth GmbH & Co. KG sowie die Reinhold Würth Holding GmbH.

Die Würth-Gruppe ist als Gleichordnungskonzern organisiert. Die einzelnen Gesellschaften sind rechtlich unabhängig, stehen allerdings unter einheitlicher Kontrolle. Untenstehende Grafik zeigt eine vereinfachte Gruppenstruktur (zum Vergleich ist zudem die Gruppenstruktur vor den Umgliederungen dargestellt).



Rechtliche Struktur (aktuell)

Quelle: Unternehmen, LBBW Credit Research



Rechtliche Struktur (vor dem 01.01.2007)

Quelle: Unternehmen, LBBW Credit Research

1.2 Rahmenbedingungen und Branche

Die Würth-Gruppe kann im Wesentlichen als **Handelsunternehmen** betrachtet werden. Wie bereits dargestellt, wird lediglich ein kleiner Teil (etwa 5%) der Produkte selbst hergestellt. Risiken aus der Produktion entfallen damit weitgehend. Die bei Würth beschäftigte Vertriebs-

mannschaft ist eine der größten weltweit. Die Produkte, die vertrieben werden (siehe oben) kommen in verschiedenen Industrien zum Einsatz, weshalb das Risiko bezogen auf einzelne Abnehmerbranchen durch die Kundendiversifikation begrenzt wird. Somit ist **nicht die Entwicklung einer bestimmten Branche maßgeblich** für den Absatzerfolg der Gruppe, sondern **vielmehr die allgemeine konjunkturelle Entwicklung**, die sich auf alle Kundengruppen bezieht (die jedoch zumeist in unterschiedlichem Ausmaß betroffen sind). Damit und aufgrund der Beschaffenheit der Produkte (C-Teile) ist die **Sensitivität der Umsätze und Erträge der Gruppe auf die wirtschaftliche Lage nicht allzu hoch**. Dies zeigt auch die langjährige Entwicklung dieser Werte, die in schwachen Konjunkturphasen zwar (Wachstums-) Dellen aufwiesen, jedoch von einem Einbruch weit entfernt waren.

Aktuell ist von einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung, zumindest auf vielen entwickelten Märkten, auszugehen. In den **USA** ist die Abkühlung bereits spürbar, was sich auch bei Würth im abgelaufenen Geschäftsjahr schon bemerkbar gemacht hat.

Auch **Westeuropa** (inkl. Deutschland) steuert derzeit auf schwierigere Zeiten zu, viele Konjunkturindikatoren haben sich in den letzten Monaten verschlechtert. Diese Region ist der bedeutendste Absatzmarkt der Würth-Gruppe. Dies ist zwar ein negativ zu erwähnender Einflussfaktor für den kurzfristigen Erfolg des Unternehmens, sollte in seiner absoluten Auswirkung auf Würth jedoch nicht überschätzt werden.

Auf vielen **Emerging Markets** wird weiterhin mit hohen Wachstumsraten gerechnet. Wie am Beispiel der Region Amerika deutlich wird, kann dies die schwächere Entwicklung in den reiferen Märkten teilweise aufwiegen. Südamerika bspw. sorgte 2007 trotz Rückgang des Umsatzes in den USA für einen insgesamt ausgeglichenen Umsatz zum Vorjahr in der Konzernregion Amerika. Der Anteil dieser Wachstumsmärkte ist derzeit jedoch noch verhältnismäßig gering, soll aber weiter ausgebaut werden (bspw. Asien, Osteuropa, ...).

Betrachtet man den **Markt** für die von Würth vertriebenen Produkte an sich, so drängt sich dessen stark **fragmentierte Struktur** auf. Trotz deutlicher **Marktführerschaft Würths** liegt der **Anteil** der Künzelsauer am (**weltweiten**) Markt bei lediglich **unter 5%**. Damit ergeben sich naturgemäß Wachstumschancen für das Unternehmen. Gestützt werden sollte das Wachstum gerade durch die Position als Marktführer mitsamt des starken Markennamens im Wirkungsbereich der Gruppe.

Die Expansionsstrategie zielt dabei auf einen Mix aus organischem zu akquisitionsgetriebenem (Umsatz-) Wachstum von 80% zu 20%.

Wirtschaftliche
Rahmenbedingungen

Stark fragmentierter Markt

Expansionsstrategie 80/20

2 Finanzrisikoprofil

Die Würth-Gruppe bilanziert nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS).

2.1 Geschäftsentwicklung 2007

Die wesentlichen Highlights des Geschäftsjahres 2007 waren:

- ▼ Die Steigerung des **Konzernumsatzes** betrug 9,6% (auf 8,5 Mrd. €). Somit wurde erneut ein Rekordwert beim Umsatz erzielt. Den weitaus größten Teil dieses Anstieges verdankt die Gruppe nach wie vor dem deutschen Markt, der zum Umsatzanstieg über 40% beitrug. Relativ gesehen legten die Märkte Osteuropas, Skandinaviens und der Konzernregion Asien, Afrika, Ozeanien am stärksten zu, mit Wachstumsraten jenseits der 15% (yoy).
- ▼ Die **Erträge** entwickelten sich überproportional zum Umsatz. Dies ist zurückzuführen auf einen unterproportional gestiegenen Kostenblock (Material, Personal und sonstige betriebliche Aufwendungen). Das EBITDA legte um gut 21% im Vergleich zum Vorjahr zu, das EBIT gar um 23,6% (Abschreibungen +14,5%). Damit verbesserte sich die EBIT-Marge um 0,9%-Pkt. auf 8%.
- ▼ Das **Finanzergebnis** fiel wie in den Jahren zuvor negativ aus (-57,2 Mio. €). Im Vorjahr lag der Wert bei -45,5 Mio. €.
- ▼ Deutlich rückläufig hingegen war die Steuerquote (Ertragssteuern/EBT) im Vergleich mit dem Vorjahr. So betrug diese noch 32,6% (VJ: 39,1%). Dies ist auf den beschriebenen deutlichen Ergebnisanstieg in Deutschland zurückzuführen, wo Würth hauptsächlich mit

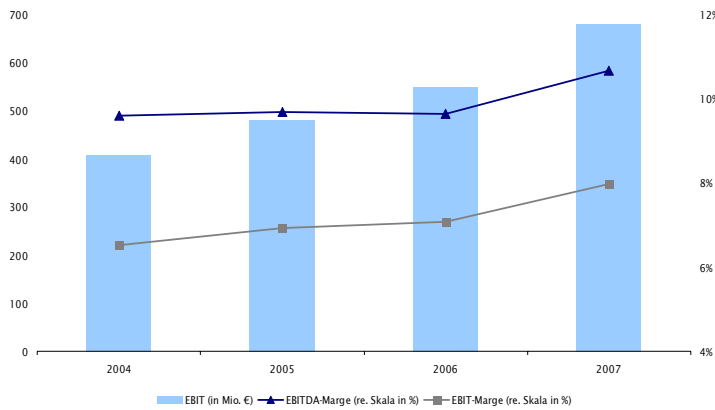
Rekordumsatz

Würth-Gruppe

Personengesellschaften operiert, die als solche lediglich der Gewerbesteuer unterliegen.

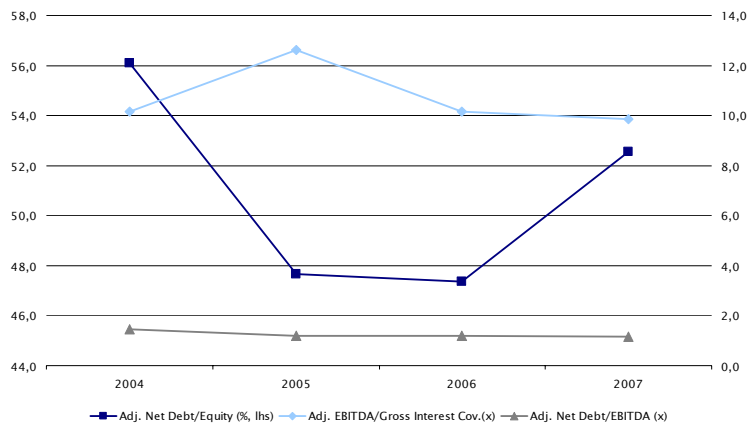
- Der **Jahresüberschuss** stieg insgesamt deutlich auf dem Rücken eines verbesserten operativen Ergebnisses und einer geringeren Steuerquote. Das Plus lag bei über 36%, womit der Jahresüberschuss 418,9 Mio. € erreichte.

Jahresüberschuss gestiegen (besseres operatives Ergebnis und geringere Steuerquote)


Margenentwicklung

Quelle: Unternehmen;
LBBW Credit Research

- Die **Finanzverbindlichkeiten** zum 31.12.2007 betragen 1,1 Mrd. € (berichtet, ohne Verbindlichkeiten aus Finanzdienstleistungen). Die adjustierte Gesamtverschuldung liegt bei knapp 1,7 Mrd. € (berücksichtigt den Barwert von Operating Leases i.H.v. 422 Mio. €, Pensionsrückstellungen i.H.v. 126 Mio. € und Garantien über 16 Mio. €). Im Vorjahr lag die adjustierte Gesamtverschuldung bei 1,3 Mrd. €. Der Anstieg betrug 340 Mio. €, was im Wesentlichen auf die Begebung einer Anleihe mit einem Nominalbetrag von 300 Mio. € im Juni 2007 zurückzuführen ist (diese dient der Finanzierung weiterer Investitionen im Markt sowie Akquisitionen).
- Die separat ausgewiesenen Verbindlichkeiten aus Finanzdienstleistungen (hauptsächlich IBB) betragen zum Ende des GJ 560 Mio. €. Dem gegenüber stehen rund 684 Mio. € Forderungen aus Finanzdienstleistungen.
- Der operative **Cash Flow** im GJ 2007 stieg wieder recht deutlich an (um rund 23% auf 505 Mio. €), nachdem dieser sich im Vorjahr relativ schwach entwickelt hatte (-9%). Im Vorjahr stieg das Working Capital überproportional zu den Funds from Operations (FFO) an, was für den Rückgang des OCF im GJ 2006 verantwortlich war. 2007 stieg das Working Capital zwar erneut (aufgrund des höheren Geschäftsvolumens und höheren Kosten für Rohstoffe), jedoch im Rahmen des Anstiegs der FFO.
- Die Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (**Capex**) nahmen recht deutlich zu (um 21%) und betragen im Verlauf des GJ 2007 477 Mio. €. In Akquisitionen, Beteiligungserweiterungen und Finanzanlagen wurden hingegen 92 Mio. € weniger investiert als im GJ 2006. Somit verbesserte sich der investive Cashflow insgesamt leicht.
- Der **Free Operating Cash Flow** erreichte einen positiven Wert (53 Mio. €), nachdem 2006 noch ein leichtes Minus in ähnlicher Höhe ausgewiesen wurde.
- Das adjustierte **Netto-Gearing** betrug zum 31.12.2007 52,5% (VJ: 47,4%). Das adjustierte **Net Debt / EBITDA** lag bei 1,2x und somit konstant auf dem Niveau der beiden Vorjahre. Die **Eigenkapitalquote** der Gruppe ging auf 42,3% um 2,5%-Pkt. zurück. Insgesamt bewegen sich die Finanzkennzahlen der Würth-Gruppe im abgelaufenen Geschäftsjahr noch immer auf einem das stabile "A" Rating rechtfertigende Niveau.
- Die **Liquidität** der Würth-Gruppe beruht zum einen auf einem Bestand an Barmitteln und liquiden Wertpapieren i.H.v. knapp 400 Mio. €. Zum anderen bestehen nicht gezogene (jedoch für die Banken nicht verbindliche - „uncommitted“) Kreditlinien über 300 Mio. € und ein Commercial Paper-Programm (250 Mio. €). Der Zugang zum (Fremd-) Kapitalmarkt ist gegeben (so wurde im März diesen Jahres ein Schuldscheindarlehen aufgenommen und im Juni erfolgreich eine CHF-Anleihe platziert) und wird durch das gute Rating erleichtert.



Entwicklung wesentlicher Finanzkennzahlen

Quelle: Unternehmen; LBBW Credit Research

2.2 Entwicklung im ersten Halbjahr 2008

Zum Halbjahr veröffentlichte Würth Eckdaten zu Umsatz und Ergebnis. Für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres berichtete die Gruppe einen um 6,6% gesteigerten **Umsatz** (4,56 Mrd. €). Bei Bereinigung um Währungseffekte hätte die Umsatzsteigerung 8,2% betragen. Zwar fiel das Wachstum geringer aus als im Vorjahr (erstes Halbjahr 2007: berichtete Umsatzsteigerung von über 10%), dies ist jedoch vor dem Hintergrund unterschiedlicher konjunktureller Rahmenbedingungen zu sehen. Bei schwieriger gewordenem Umfeld und einer hohen Ausgangsbasis wurde somit u. E. weiter ein solides Wachstum erzielt. Als größte Schwierigkeiten erwiesen sich das Geschäft in den USA und Südeuropa sowie gestiegene Rohstoffkosten.

Rückläufig hingegen war das **Betriebsergebnis**, das im ersten Halbjahr 2008 316 Mio. € betrug und somit leicht um 1,6% sank (VJ: 321 Mio. €).

Im März 2008 hat Würth ein Schuldscheindarlehen i.H.V. 150 Mio. € aufgenommen, welches der Finanzierung des weiteren Unternehmenswachstums dienen soll. Darüber hinaus wurde im Juni 08 eine Anleihe (Nominalbetrag: 300 Mio. CHF) platziert.

Zwei Akquisitionen wurden 2008 bereits getätigt, welche rund 130 Mio. € Umsatz in die Gruppe mitbringen. Zum einen wurde mit Arvid Nilsson A/S aus Dänemark ein Händler von Befestigungs- und Montagmaterial übernommen (über 110 Mio. € Umsatz im GJ 2007). Zum anderen akquirierte Würth in den USA mit der Marine Fasteners Inc. ein Unternehmen, welches auf Edelstahl-Befestigungsmaterial spezialisiert ist und zuletzt über 30 Mio. USD umsetzte.

2.3 Ausblick

Die Würth-Gruppe kalkuliert für das laufende Geschäftsjahr 2008 mit einer weiter schwächer werdenden Konjunktur auch in westlichen Industrienationen und damit auch im Fokusmarkt Deutschland. Würth rechnet dennoch mit weiter „robusten Wachstumsraten“. Im Detail geht die Gruppe von einem **Umsatzanstieg von 8,4%** (auf 9,2 Mrd. €) und einem **Betriebsergebnis**, das **mindestens auf Vorjahresniveau** liegt (Betriebsergebnis 2007: 640 Mio. €), aus. Diese Ziele wurden zuletzt im Rahmen der Veröffentlichung der Eckdaten zum ersten Halbjahr 2008 bestätigt (am 14.07.2008).

3 Rating

3.1 Peer-Vergleich

Der umsatzseitig größte Wettbewerber der Würth-Gruppe ist die Berner GmbH, ein ebenfalls in Künzelsau ansässiges Unternehmen. Dieses besitzt allerdings kein externes Rating und kommt auf einen Umsatz von 780 Mio. €. Unternehmen mit ähnlichem Geschäftsprofil finden sich in den USA mit Grainger (W.W.) Inc. und der WESCO Distribution Inc..

Nachfolgend sind einige Key Financial Ratios (von Standard & Poor's adjustierte Werte) dieser

Umsatzplus im 1. HJ 2008

Betriebsergebnis leicht rückläufig

Aufnahme Schuldscheindarlehen und Bond

Akquisitionen

Würth-Gruppe

Unternehmen im Vergleich mit Würth dargestellt. Regional unterschiedlicher Fokus und die weit auseinander liegenden Ratings vermindern jedoch die Aussagekraft dieses Vergleichs.

	Würth-Gruppe	Grainger (W.W.) Inc.	WESCO Distribution Inc.
Rating S&P	A/Stable/A-1	AA+/Stable/A-1+	BB-/Stable/-
Rating Moody's	n.r.	-/-/P-1	Ba3/Stable/B1
Rating Fitch	A/Stable/A-1	-	-
S&P Kennzahlen (GJ 2007) in Mio. €			
Umsatz	8.446	4.390	4.106
EBITDA	916	588	299
EBITDA-Marge	10,8%	13,4%	7,3%
EBITDA/Zinsaufwand	9,0x	36,6x	6,3x
Debt / EBITDA	1,5x	0,4x	3,3x
FFO/Debt	65,7%	189,5%	22,6%

Eckdaten Peergroup zum 31.12.2007 in Mio. €

Quelle: S&P,
LBBW Credit Research

3.2 Einstufung bei Ratingagenturen

Die Ratings bei S&P sowie Fitch (Würth bei Moody's nicht gerated) haben sich seit Ersteinstu-
fung (seit 1995 bzw. 1997) als äußerst robust erwiesen und liegen derzeit bei beiden Agentu-
ren bei A/stable (S&P: +1 Notch seit 1995, Fitch: unverändert seit 1997). Fitch senkte zwar
einmal den Ausblick auf negative, woraufhin jedoch kein Downgrade folgte. Die Kurzfrist-
Ratings lauten A-1 bzw. F1. Sämtliche Einstufungen wurden zuletzt am 23. Juni 2008 (S&P)
sowie am 19. Juni 2008 (Fitch) bestätigt.

Diese Rating-Historie spricht eine deutliche Sprache, welche auf einen sehr stabilen Credit-
Titel hindeutet.

Standard&Poor's hebt dabei folgende Stärken hervor:

- ▼ Weltweiter Marktführer mit gutem Track Record und bekanntem Markennamen.
- ▼ Hohe Eintrittsbarrieren und damit gesicherter Marktanteil.
- ▼ Gute Verhandlungsposition (gegenüber Lieferanten) und geringe Preistransparenz (ge-
genüber Kunden).
- ▼ Geringe Sensitivität in Bezug auf konjunkturelle Zyklen und breite Diversifikation (haupt-
sächlich in Bezug auf Zulieferer und Kunden).

und folgende Schwächen:

- ▼ Konzentration der Geschäftstätigkeit auf Westeuropa.
- ▼ Kein Zugang zum öffentlichen Kapitalmarkt für Eigenkapital (Unternehmen im Eigentum
der Familie Würth).

Folgende (von S&P adjustierte) Kennzahlen sind für den Erhalt des "A" Ratings entscheidend
und sollen im Durchschnitt langfristig gehalten werden:

- ▼ FFO/Debt > 40% (31.12.2007: 65,7%) und
- ▼ EBITDA/Net Interest bei etwa 8x (31.12.2007: 9x).

Sowohl S&P als auch Fitch haben eine moderate Akquisitionspolitik bereits in die Ratings ein-
fakturiert, lediglich größere Übernahmen (wesentlich fremdfinanziert) könnten zu Verände-
rung des Outlooks (nach unten) oder gar zu einem Downgrade führen, wovon beide aber
nicht ausgehen.

3.3 Einschätzung LBBW Credit Research

Wir gehen davon aus, dass die weitere Entwicklung der Würth-Gruppe unverändert solide ver-
laufen wird. Der langfristige Wachstumstrend (Umsatz und Ertrag) sollte u. E. weitgehend be-
stehen bleiben, wenn auch zwischenzeitliche Verlangsamungen/Rückgänge nicht auszu-
schließen sind.

Das Umsatzwachstum dürfte auch in diesem Jahr fortgesetzt werden (wie bereits die Halbjah-
reszahlen andeuten), wenn auch mit geringerer Dynamik als in den letzten Jahren. Dies ist
insbesondere dem kühler gewordenen konjunkturellen Umfeld zuzuschreiben. Die Abhängig-
keit von diesem sollte jedoch – wie bereits in der Vergangenheit – moderat bleiben.

Langfristig weiter solide
Entwicklung erwartet ...

... kurzfristig dürfte das
Konjunkturmilieu aber
auch das Wachstum bei
Würth bremsen

Würth-Gruppe

Beim Betriebsergebnis sind kleinere (Wachstums-) Dellen nicht auszuschließen (wie bspw. im Jahr 2001). Höhere Rohstoffkosten sind derzeit neben der Konjunkturabschwächung als ein wesentlicher Belastungsfaktor zu nennen.

Allerdings dürfte für Würth auch eine von schwächerer Entwicklung der Weltwirtschaft geprägte Phase ohne deutliche Ergebniseinbrüche verkraftbar sein, wie in der Vergangenheit bereits bewiesen wurde. Bei Drehen der wirtschaftlichen Entwicklung nach oben dürfte u. E. dann spätestens wieder an den langfristigen Aufwärtstrend angeknüpft werden.

Wesentliche Finanzkennzahlen zeigten sich 2007 weitgehend konstant. Lediglich Eigenkapitalquote und Gearing gaben etwas nach. Da sich die Kennzahlen somit weiter im Rahmen des aktuellen Ratings befinden, sollte aber derzeit kein Druck auf das selbige entstehen.

Kleinere Akquisitionen sind in den Ratings bereits berücksichtigt, da diese fester Bestandteil der Unternehmensstrategie sind, ebenso wie Investitionen in organisches Wachstum. Lediglich größere, wesentlich fremdfinanzierte Übernahmen dürften deutlichen Ratingdruck hervorrufen, von welchen wir derzeit jedoch, analog der Ratingagenturen, nicht ausgehen. Wie bereits in den Vorjahren halten wir daher unverändert an der **Credit Trend Einstufung Stable** fest.

Die **Bonds 03/2010, 06/2012, 05/2013** und **06/2014** notieren etwas unterhalb der Marktkurve (für "A" geratete Unternehmen). Wir stufen diese Bonds als **Marketperformer** ein.

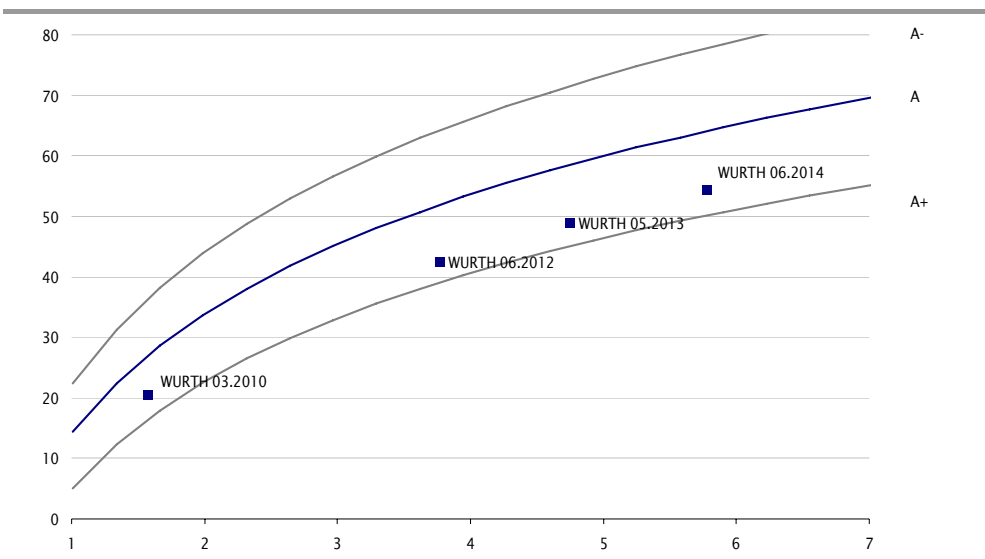
Aktuelle Relative-Value Bewertungen sowie eventuelle Umstufungen dieser Anleihen werden wir in den LBBW Credits vornehmen und kommentieren.

Höhere Rohstoffpreise belasten

Derzeit kein Ratingdruck in Sicht

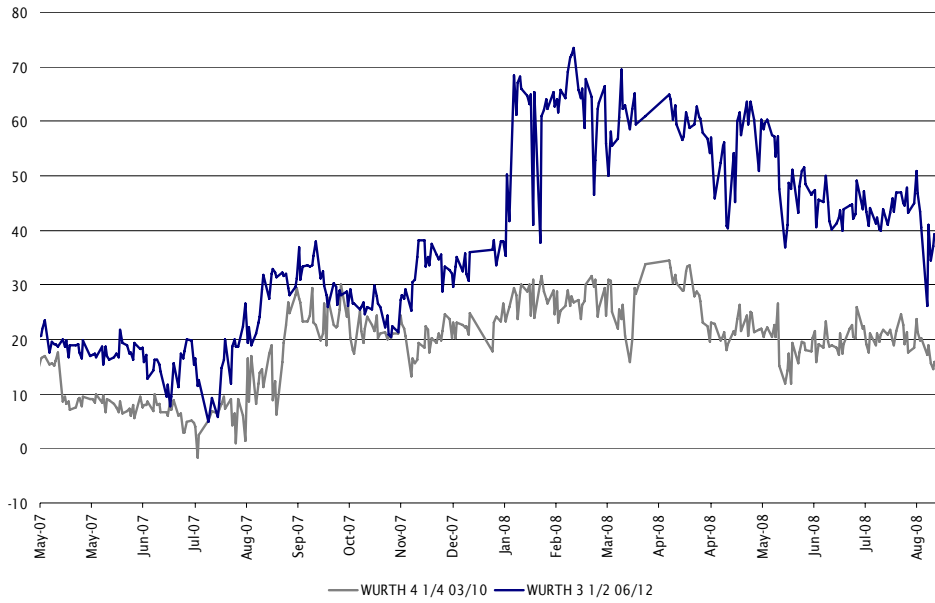
Credit Trend weiter Stable

Einstufungen Bonds (Marketperformer)



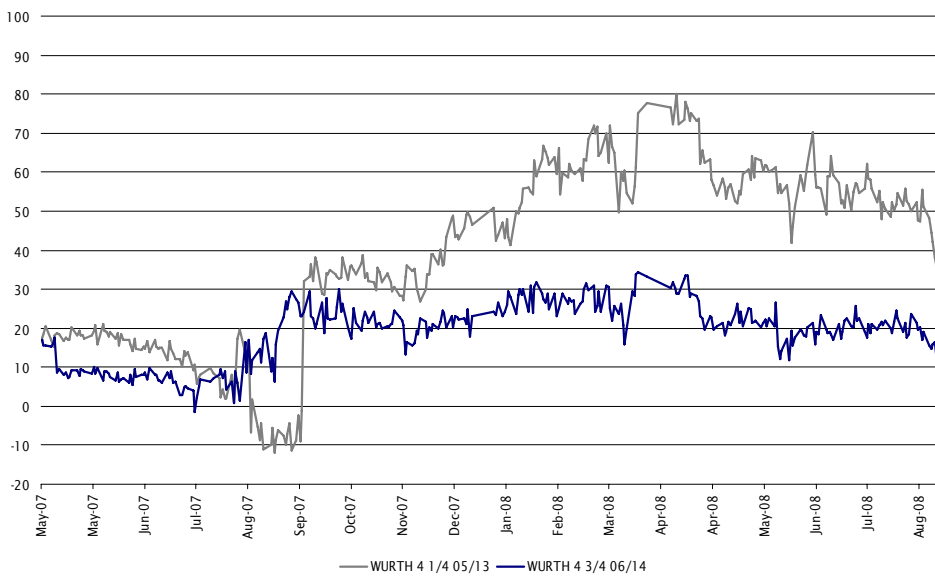
Würth Bonds vs. Marktkurven (ASW in Bp.);
Quelle: Bloomberg, LBBW Credit Research

Würth-Gruppe



Würth Bonds: Spreadentwicklung (ASW in Bp.);

Quelle: Bloomberg,
LBBW Credit Research



4 Anhang

Bilanz (in Mio. €)	2004	2005	2006	2007
Anlagevermögen inkl. Goodwill	1.389,8	1.548,5	1.769,5	2.019,2
davon Goodwill	113,7	110,6	118,2	108,4
Vorräte	775,7	825,0	972,8	1.065,4
Debitoren	835,0	976,3	1.099,8	1.153,0
Liquide Mittel (Kasse + Sonstige Wertpapiere)	312,3	382,4	236,7	392,9
Bilanzielles Eigenkapital	1.715,1	2.048,7	2.277,6	2.402,3
davon Anteile anderer Gesellschafter	11,2	13,2	29,9	36,7
Rückstellungen	302,8	386,3	354,9	395,7
davon Pensionsrückstellungen	103,2	120,0	125,7	125,8
Kreditoren	308,4	344,6	408,5	395,2
Finanzverbindlichkeiten	869,1	909,3	825,3	1.091,4
Nettofinanzverbindlichkeiten	556,8	526,9	588,6	698,5
Besicherung durch GS, BÜ, SÜ	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtbilanzsumme	3.619,1	4.138,0	5.082,5	5.680,2
<i>Verschuldungs-Adjustierungen</i>				
Pensionsrückstellungen	103,2	120,0	125,7	125,8
Operating lease NPV (geschätzt)	296,9	323,3	351,4	421,9
adjustierte Gesamtverschuldung	1.274,5	1.359,1	1.315,4	1.655,0

GuV (in Mio. €)	2004	2005	2006	2007
Umsatz	6.203,2	6.913,9	7.748,1	8.489,0
Rohhertrag	3.425,1	3.746,3	4.144,0	4.570,7
EBITD/EBITDA	597,6	669,8	749,4	907,9
Abschreibungen	191,4	190,3	200,1	229,1
EBIT	406,2	479,5	549,3	678,8
Beteiligungsergebnis	0,2	0,5	0,0	0,6
Zins- und ähnliche Erträge	18,2	15,8	30,4	34,3
Zins- und ähnliche Aufwendungen	49,3	46,4	69,2	86,0
Finanzergebnis	-34,0	-32,1	-45,5	-57,2
Sonstiges / a.o. ("+" Ertrag / "-" Aufwand)	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	372,2	447,4	503,8	621,6
Ertragssteuern	109,2	112,5	196,8	202,7
Jahresüberschuss	263,0	334,9	307,0	418,9
Ergebnisanteile Dritter	3,5	4,0	8,0	9,5
Konzernjahresüberschuss	259,5	330,9	299,0	409,4

Kapitalflussrechnung (in Mio.€)	2004	2005	2006	2007
FFO (Funds From Operations)	480,9	567,8	603,5	744,7
Working Capital-Veränderungen	-145,7	-115,6	-193,5	-239,6
Operating Cashflow	335,2	452,2	410,0	505,1
Capex (Anlageinvestitionen)	236,1	281,6	393,1	476,5
Investiver Cash Flow	265,0	353,1	466,7	452,0
FOCF (Free operating cashflow)	70,2	99,1	-56,7	53,1

Ratios	2004	2005	2006	2007
Adj. EBITDA-Margin (%)	10,7	11,7	11,6	12,6
Adj. EBIT-Margin (%)	6,8	7,2	7,3	8,2
Return on Capital (adj. EBIT/Capital %)	14,1	14,6	15,8	17,3
Adj. EBIT/Gross Interest Cov. (x)	6,4	7,7	6,4	6,4
Adj. EBITDA/Gross Interest Cov.(x)	10,1	12,6	10,2	9,9
Adj. FFO/Total Debt (%)	41,8	50,7	55,8	53,8
Adj. FFO/Net Debt (%)	55,3	70,6	68,1	70,6
Adj. Total Debt/EBITDA (x)	1,9	1,7	1,5	1,5
Adj. Net Debt/EBITDA (x)	1,4	1,2	1,2	1,2
Adj. Net Debt/Equity (%)	56,1	47,7	47,4	52,5
Eigenkapitalquote (%)	47,4	49,5	44,8	42,3

Ratios für Versicherungsgesellschaften	2004	2005	2006	2007
EBIT Interest Coverage ("x" min. >3)	8,2	10,3	7,9	7,9
EBITDA Interest Cov. ("x" min. >4,5)	12,1	14,4	10,8	10,6
Total Debt/EBITDA ("LoD I", max. <3)	1,5	1,4	1,1	1,2
Total Debt/EBITDA ("LoD II" / max. <2,5)	0,9	0,8	0,8	0,8
Risk Bearing Capital** ("RBC"/Min. 27%)	51,9	54,6	47,0	45,4

**Finanzkennzahlen
Würth Konzern**

 Quelle: Unternehmen,
LBBW Credit Research

Bitte beachten Sie

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt und hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Diese Studie und die darin enthaltenen Informationen sind von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken ausgegeben und erstellt worden. Sie wird zu Ihrer privaten Information ausgegeben mit der ausdrücklichen Anerkennung des Empfängers, dass sie kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zu kaufen, halten oder verkaufen und auch kein Medium, durch das ein entsprechendes Wertpapier angeboten oder verkauft wird, darstellt. Sie wurde ungeachtet Ihrer eigenen Investitionsziele, Ihrer finanziellen Situation oder Ihrer besonderen Bedürfnisse erstellt. Die hierin enthaltenen Informationen sind vertraulich. Jede Vervielfältigung dieses Informationsmaterials in Gänze oder in Teilen ist verboten, und Sie dürfen dieses Material ausschließlich an Ihre Berater oder Angehörige der Berufsstände weitergeben, die Ihnen dabei helfen, die Wertpapiere zu bewerten. Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und sollte keine verlässliche Grundlage zum Zwecke der Entscheidungsfindung bilden, in dieses bestimmte Wertpapier zu investieren. Mögliche Investoren sollten Informationen zugrunde legen, die im Emissionsprospekt zu finden sind, sowie auf andere öffentlich zugängliche Informationen zurückgreifen. Die Informationen in dieser Studie sind von der LBBW aus Quellen geschöpft worden, die für zuverlässig gehalten werden, evtl. einschließlich des vorläufigen Emissionsprospektes. Die LBBW kann allerdings solche Informationen nicht verifizieren, und aufgrund der Möglichkeit menschlichen und technischen Versagens unserer Quellen, der LBBW oder anderen wird nicht erklärt, dass die Informationen in dieser Studie in allen wesentlichen Punkten richtig oder vollständig sind. Die LBBW schließt jegliche Haftung bezüglich der Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit jeglicher Information aus und ist für Irrtümer oder Auslassungen und das Resultat der Nutzung dieser Informationen nicht verantwortlich. Die hierin enthaltenen Aussagen sind Äußerungen unserer nicht verbindlichen Meinung, jedoch keine Darlegung von Tatsachen oder Empfehlungen, ein Wertpapier zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen. Änderungen einer Einschätzung können wesentliche Auswirkungen auf die ausgewiesene Wertentwicklung haben. Informationen über die Wertentwicklung in der Vergangenheit weisen nicht auf zukünftige Wertentwicklungen hin. Die LBBW kann in der Vergangenheit andere Studien herausgegeben haben und in Zukunft andere Studien herausbringen, die mit den Informationen in dieser Studie nicht übereinstimmen und andere Schlussfolgerungen ziehen. Diese Studien spiegeln die verschiedenen Annahmen, Ansichten und analytischen Methoden der Analysten wider, die sie erstellt haben, und die LBBW ist in keinsten Weise verpflichtet sicherzustellen, dass ein Empfänger dieser Studie Kenntnis von diesen weiteren Studien erhält. Die hierin enthaltenen Informationen sind vorläufiger Natur und stellen lediglich eine Zusammenfassung der Konditionen einer möglichen Form, die ein Wertpapier annehmen kann, dar, das ausgewählten Anlegern angeboten werden kann und dessen Konditionen letztendlich als Reaktion auf die Nachfrage durch die Anleger abgeändert, modifiziert oder ergänzt werden können, und sie geben nicht vor, vollständig zu sein oder alle Konditionen und Risiken darzulegen, die mit der endgültigen Form des Wertpapiers einhergehen oder sich daraus ergeben können. Dieses Material gibt nicht vor, allumfassend zu sein oder alle Informationen zu enthalten, die ein möglicher Anleger zu erhalten wünschen mag, und jede hierin enthaltene Information wird gegebenenfalls berichtigt und in Gänze ersetzt durch die Konditionen und Informationen in Bezug auf die Wertpapiere, die in der endgültigen und definitiven Bekanntgabe und den Zeichnungspapieren dargelegt werden, die jeder Zeichner eines Wertpapiers erhält. Dieses Dokument wurde unabhängig von jeglicher geplanten Wertpapieremission erstellt und daher darf nicht angenommen werden, dass es vom Emittenten der hierin beschriebenen Wertpapiere autorisiert oder gebilligt sei. Jede Entscheidung, in das hierin beschriebene Wertpapier zu investieren, sollte erst getroffen werden, nachdem die endgültigen Emissionsunterlagen geprüft wurden; solcherlei Prüfungen sind durchzuführen, wie es für notwendig gehalten wird. Endgültige Emissionsunterlagen beinhalten Daten, die zu ihrem Veröffentlichungstermin aktuell sind und nach ihrer Veröffentlichung nicht mehr vollständig oder aktuell sein mögen. Nichts in dieser Studie stellt einen anlegerischen, rechtlichen, buchhalterischen oder steuerlichen Rat dar oder gibt vor, dass eine Anlage oder Strategie Ihren individuellen Umständen entspricht oder für diese geeignet ist oder anderweitig eine persönliche Empfehlung an Sie ausmacht. Diese Studie richtet sich lediglich an und ist nur gedacht für Personen, die sich hinreichend auskennen, um die damit einhergehenden Risiken zu verstehen, also solche, die sich beruflich mit dem Wertpapiermarkt beschäftigen. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, sollten Sie Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich weiterer und aktuellerer Informationen über spezielle Anlagemöglichkeiten und für eine persönliche Anlageberatung bezüglich der Angemessenheit der Anlage in ein Wertpapier oder einer Anlagestrategie aus dieser Studie konsultieren. Die LBBW gibt nicht vor, dass in Zukunft ein Sekundärmarkt für diese Wertpapiere, falls emittiert, existieren wird. Anleger sollten sowohl die Möglichkeit als auch die Absicht haben, solche Wertpapiere auf unbestimmte Zeit zu halten. Strukturierte Wertpapiere sind komplexe Instrumente, beinhalten in der Regel hohe Risiken und sind nur für den Verkauf an erfahrene Anleger gedacht, die fähig sind, die mit ihnen einhergehenden Risiken zu verstehen und einzugehen. Ein möglicher Anleger muss feststellen, ob der Erwerb der Wertpapiere sich mit seinen finanziellen Bedürfnissen, Zielen und Bedingungen deckt, mit allen darauf anwendbaren Richtlinien und Einschränkungen vollständig übereinstimmt und es sich um eine angemessene und geeignete Anlage handelt, ungeachtet der klaren und hohen Risiken, die mit einer Anlage in die Wertpapiere einhergehen. Die hierin enthaltenen Informationen umfassen teilweise sehr hypothetische Analysen. Diese Analyse basiert auf bestimmten Annahmen bezüglich zukünftiger Ereignisse und Bedingungen, die per se unsicher, unvorhersehbar und dem Wandel unterworfen sind. Es wird keine Aussage über die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion getroffen und Anleger sollten sich nicht darauf verlassen, dass die Analyse auf die tatsächliche Wertentwicklung der Transaktion verweist. Tatsächliche Ergebnisse werden, vielleicht wesentlich, von der Analyse abweichen. Anleger sollten die Analysen unter dem Gesichtspunkt der zugrunde liegenden Annahmen, die hierin enthalten sind, betrachten, um ihre eigenen Schlüsse zu ziehen bezüglich der Plausibilität dieser Annahmen und um die Analyse dieser Betrachtungen zu bewerten. Eine Anlage in dieses bestimmte Wertpapier beinhaltet gewisse spezifische Risiken. Mögliche Anleger in dieses bestimmte Wertpapier sollten die Informationen, die in dem vorläufigen Emissionsprospekt enthalten sind, sorgfältig prüfen, einschließlich des Abschnittes "Risikofaktoren". Das bestimmte Wertpapier, auf das hierin Bezug genommen wird, kann ein hohes Risiko beinhalten, darunter Kapital-, Zins-, Index-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwert- Produkt- und Marktrisiken und ist nicht für alle Anleger geeignet. Die Wertpapiere können plötzliche und große Wertverluste erleiden, die Verluste verursachen, die dem ursprünglichen Anlagevolumen entsprechen, wenn diese Anlage eingelöst wird. Jede ausgeübte Transaktion beruht ausschließlich auf Ihrem Urteil bezüglich der Finanz-, Tauglichkeits- und Risikokriterien. Die LBBW gibt nicht vor, unter solchen Umständen beratend tätig zu werden, noch sind ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter dazu befugt.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots beteiligt waren.

Die Analysen werden üblicherweise den Emittenten vor Veröffentlichung zur Überprüfung unternehmensspezifischer Informationen übersandt. Umgesetzte Modifizierungsvorschläge führten nicht zu einer Änderung der Ratingeinstufung bzw. der Schlussfolgerung/Empfehlung
Abschluss der Analyse: 04.09.2008

Einstufungsverteilung Sektor

Other Industries

Bonds	absolut relativ
Underperformer	14 18,4%
Marketperformer	48 63,2%
Outperformer	14 18,4%