

Würth-Gruppe

- Die Würth-Gruppe, gegründet 1945 mit Sitz in Künzelsau, ist ein globales Handelsunternehmen spezialisiert auf den Direktvertrieb von Montage- und Befestigungstechnik. Würth bedient mit seinem Sortiment von über 100.000 Produkten mehr als 2,9 Mio. Kunden in 86 Ländern. Die Würth-Gruppe umfasst heute über 400 Gesellschaften.
- Die Aktivitäten der Würth-Gruppe gliedern sich in zwei Einheiten: Würth-Linie und Allied Companies. Zu den Gesellschaften der Würth-Linie zählen die Divisionen Metall (16,9% Anteil am Gesamtumsatz), Bau (5,7%), Auto (15,7%), Holz (13,3%) und Industrie (6,9%). Zu den Allied Companies (41,5%) gehören die Geschäftseinheiten Elektrogroßhandel, Werkzeuge, Elektronik, Schrauben und Normteile, reca Gruppe, Handel, Produktion und Finanzdienstleistungen.
- Im GJ 2006 konnte Würth seinen Umsatz, getrieben von starkem organischen Wachstum von 10,4% sowie Zukäufen, um 12,1% auf EUR 7,7 Mrd. steigern. Deutschland hatte mit EUR 3,12 Mrd. (+12,3%) einen Anteil von 40,3% am Gesamtumsatz der Gruppe. Der Umsatz von Würth außerhalb Deutschlands konnte um 11,9% auf EUR 4,63 Mrd. zulegen. In Nordamerika und Japan gab es dagegen Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung. Insgesamt konnten alle Tochtergesellschaften aufgrund der kundenorientierten Vertriebsausrichtung zu dem soliden Wachstum beitragen.
- Das EBITDA stieg im Vergleich zum Vorjahr auf EUR 742 Mio. (+10,8%), während die Marge (in % der Gesamtleistung) leicht auf 9,4% (-0,1% y-o-y) zurückging. Der Cash Flow blieb auf einem ausgezeichneten Niveau mit Funds From Operations von EUR 577 Mio. Der freie operative Cash Flow von EUR 18 Mio. war aufgrund eines temporären Anstiegs der Investitionen und einer wachstumsbedingten Steigerung des Nettoumlaufvermögens rückläufig. Die bereinigte industrielle Nettoverschuldung (d.h. exkl. Verbindlichkeiten aus Finanzdienstleistungen) stieg auf EUR 1,2 Mrd. (vs. EUR 949 Mio.), was zu einem Verhältnis von FFO zu bereinigter Nettoverschuldung von 58,3% (vs. 70,4%) führte. Der Verschuldungsgrad (d.h. die bereinigte Nettoverschuldung zu EBITDA) stieg leicht von 1,2x in 2005 auf 1,3x.
- Die vorläufigen Abschlusszahlen der Würth-Gruppe für 2007 zeigen ein Umsatzplus von 9,5% auf EUR 8,5 Mrd. und ein Vorsteuerergebnis von EUR 570 Mio. (+12,6%). Darüber hinaus gab Würth zu Beginn des Jahres 2008 den Erwerb zweier Handelsunternehmen mit einem Umsatz von EUR 130 Mio. bekannt.
- Würth wird von Fitch und S&P geratet, und überzeugt dabei durch starke Diversifikation und ein solides Finanzprofil. Bei unerwarteten Großakquisitionen sowie einer Verwässerung der Marge oder einer nachhaltigen Verschlechterung des Finanzprofils käme das Rating unter Druck.

Ratings

	L-T	S-T	Outlook
S&P	A	A-1	Stable
Fitch	A	F1	Stable

Ausgewählte ausstehende Anleihen

Ticker/Issue	Issue Rating	Amount (EUR)
WURTH 4.25 05/13	--/As/ As	100 Mio
WURTH 4.75 06/14	--/As/ As	300 Mio

Firmen Website

www.wuerth.com
 www.wuerth-finance.com

Finanz-Kalender 2008

Bilanzpressekonferenz, 07. Mai 2008

Author

Jochen Schlachter (HVB)
 Credit Analyst
 +49 89 378-13212
 jochen.schlachter@hvb.de

Bloomberg

UCCR

Internet

www.globalresearch.unicreditmb.eu

SWOT ANALYSE

Stärken/Chancen

- Führende Marktposition im Handel mit Befestigungs- und Montagmaterialien für kleine bis mittelgroße gewerbliche Kunden. Laut S&P ist Würth mit einem Marktanteil von 1,8% Marktführer in dem stark fragmentierten Markt (geschätztes Volumen: EUR 460 Mrd.)
- Der Kundenkreis der Würth-Gruppe von über 2,9 Mio. ist stark diversifiziert, kein Einzelkunde macht mehr als 1% am Gesamtumsatz aus. Laut S&P beträgt das durchschnittliche Auftragsvolumen EUR 270. Würth ist aufgrund der breiten globalen Präsenz in 86 Ländern und der verschiedenen Industriezweige weniger anfällig für ökonomische Schwankungen.
- Begrenzte Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten (insgesamt 20.000 Zulieferer).
- Das enge Netz aus Niederlassungen und Gesellschaften sowie ein fundiertes Logistik-Netzwerk stellen eine hohe Eintrittshürde für Konkurrenten dar.
- Umsatzwachstum im hohen einstelligen bzw. zweistelligen Bereich. Die Geschäftseinheit Produktion zeigt mit einer Steigerung von 14,9% (auf EUR 400 Mio. in 2006) ein stärkeres Wachstum als die Gruppe. Derzeit errichtet Würth eine Produktionsstätte in China.
- Angestrebter Wachstumsmix von 80/20 organisches / akquisitionsgetriebenes Wachstum.
- Ausgezeichnete operative Rentabilität im zweistelligen Bereich (GJ 2006: 11,5% bereinigte EBITDA Marge), beruhend auf fortschreitenden Effizienzsteigerungen und Skaleneffekten.
- Starker freier operativer Cash Flow in Verbindung mit einem konservativen Finanzierungsprofil bei einem angestrebten Verhältnis von Leasing bereinigtem FFO zu bereinigter Nettoverschuldung von über 40%. Gute Kapitalausstattung dank thesaurierter Gewinne.

Schwächen/Risiken

- Konzentration auf den Heimatmarkt Deutschland (Anteil von 40,3% am Gesamtumsatz) als auch auf weitere, langsam wachsende westeuropäische Märkte.
- Wechselkursschwankungen (v.a. gegenüber dem USD) belasten Umsatz und Ergebnis.
- Margendruck über gestiegene Rohstoff- und Energiekosten muss über weitere Effizienzsteigerungen abgedeckt werden.
- Signifikante bilanzielle Verbindlichkeiten aus dem Finanzdienstleistungsbereich durch die 88,55%-Übernahme der Internationales Bankhaus Bodensee AG. Beachtliche außerbilanzielle Pensionsverpflichtungen (EUR 126 Mio. zum Jahresende 2006) sowie aus operativem Leasing.
- Risiken (z.B. Verschlechterung des Finanzprofils) verbunden mit der Wachstumsstrategie sowohl über Zukäufe (ca. 2-3%-Punkte Umsatzwachstum p.a.) als auch durch strategische Investments. Würth hat jedoch einen guten "track record" bei der Integration von akquirierten Firmen.
- Begrenzter Zugang zu den Eigenkapitalmärkten aufgrund Familienbesitzes.
- Eingeschränkte Publizität, Unternehmensergebnisse werden nur auf jährlicher Basis veröffentlicht.

Überblick Würth-Gruppe

Überblick Würth Gruppe

Die Würth-Gruppe mit Sitz in Künzelsau, ist ein Handelsunternehmen spezialisiert auf den Direktvertrieb von Montage- und Befestigungstechnik. Die internationale Gruppe, deren Wurzeln bis 1945 zurückgehen, besteht aus über 400 Tochtergesellschaften in 86 Ländern und beschäftigt ca. 64.000 Mitarbeiter. Würth bedient mit einem Sortiment von über 100.000 Produkten mehr als 2,9 Millionen Kunden aus Handwerk, Bau und Industrie. Zu den Produkten gehören Schrauben, Schraubenzubehör, Dübel, chemisch-technische Produkte, Möbel- und Baubeschläge, Verbindungs- und Befestigungsmaterial, Werkzeuge, Bevorratungs- und Entnahmesysteme, Service- und Pflegeprodukte, als auch Arbeitskleidung. Seit Mai 2005 umfassen die Geschäfte der Würth-Gruppe auch die Aktivitäten der Internationales Bankhaus Bodensee AG mit einer Bilanzsumme von ca. EUR 560 Mio. Die Würth-Gruppe befindet sich vollständig in Familienbesitz. Das Kapital wird von fünf Stiftungen gehalten.

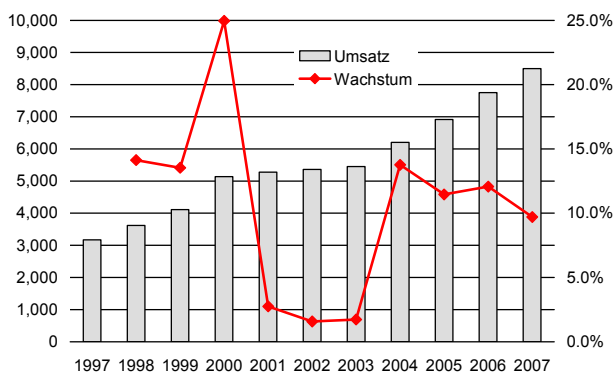
Finanzanalyse

Ein weiteres Jahr mit Umsatzwachstum

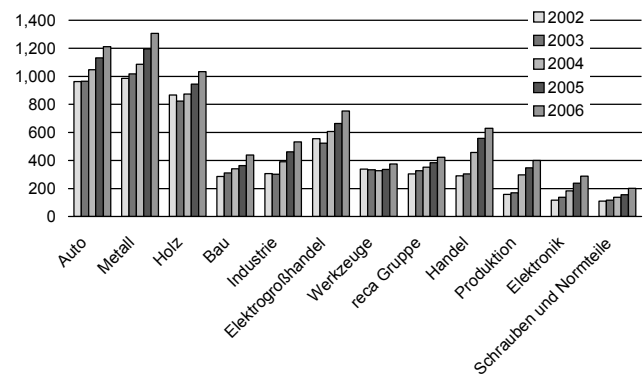
Im Geschäftsjahr 2006 erzielte die Würth-Gruppe einen Umsatzzuwachs von 12,1% auf EUR 7,75 Mrd. Das weltwirtschaftliche Umfeld war weiterhin geprägt von einem nachhaltigen Aufschwung mit einem Anstieg des weltweiten BSP von 5,1% gegenüber 4,4% im Vorjahr, trotz einer nachlassenden Wachstumsdynamik in den USA. Hauptwachstumstreiber war nach wie vor der asiatische und insbesondere der chinesische Markt. Die Würth-Gruppe konnte von diesen positiven Rahmenbedingungen und der weiterhin sorgfältig betriebenen Marktbearbeitung weiter profitieren. So konnte auch ohne Akquisitionen der Umsatz um 10,4% gesteigert werden, während der Umsatz um Währungseffekte bereinigt sogar um 12,3% zulegte.

UMSATZWACHSTUM

Umsatzentwicklung 1997-2007*



Umsatzentwicklung bis Geschäftsjahr 2006 (Divisionen/Bereiche)



* Geschäftsjahr 2007: vorläufige Zahlen

Quelle: Würth, UniCredit Global Research

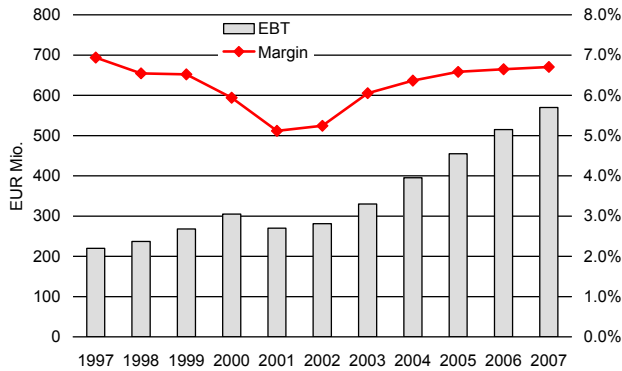
Wachstum in allen Unternehmensbereichen

Alle Divisionen der Würth-Gruppe trugen im GJ 2006 zum Umsatzwachstum bei. Auf divisionaler Basis ist insbesondere das starke Wachstum der Division Bau von über 20% auf EUR 439 Mio. bemerkenswert. Die Division Metall war mit EUR 1,3 Mrd. weiterhin stärkster Umsatzträger in 2006, verzeichnete allerdings "lediglich" ein Wachstum von 9,1%. In der Division Industrie konnte Würth weiterhin ein starkes Wachstum von 15,1% auf EUR 533 Mio. verzeichnen, während die Division Holz ein nahezu zweistelliges Wachstum von 9,3% auf

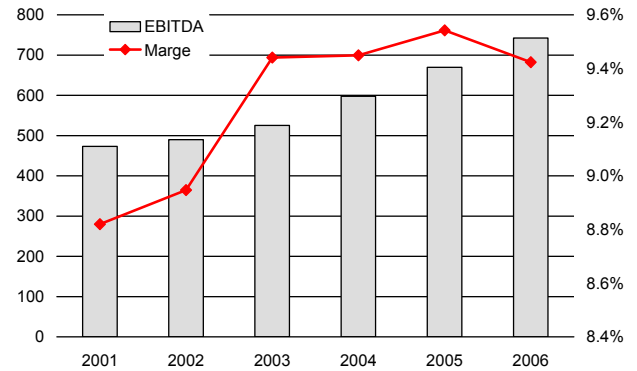
EUR 1,0 Mrd. berichtete und zum ersten Mal die Milliarden Umsatz Schallmauer durchbrach.

RENTABILITÄTSENTWICKLUNG

EBT und EBT Marge 1997-2007*



EBITDA und EBITDA Marge



* Geschäftsjahr 2007: vorläufige Zahlen

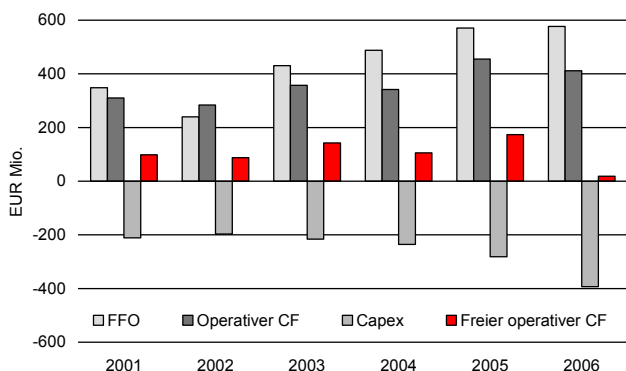
Quelle: Würth, UniCredit Global Research

Ergebnis auf Rekordniveau

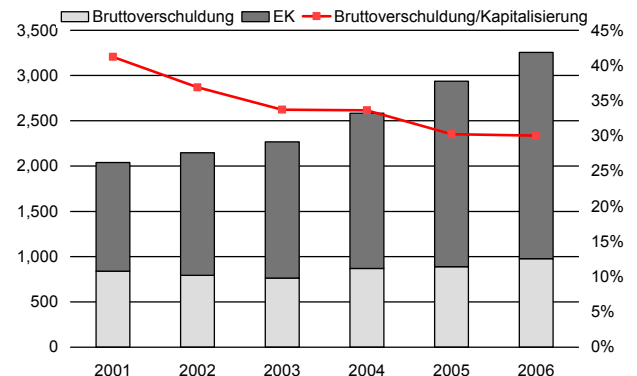
Im Geschäftsjahr 2006 stieg das Betriebsergebnis der Würth-Gruppe auf ein neues Rekordniveau. Das EBITDA belief sich auf EUR 742 Mio. (laut UniCredit Modell), ein Anstieg von 10,8% gegenüber dem Vorjahr, während sich die Marge (in % der Gesamtleistung) von 9,5% leicht auf 9,4% reduzierte. Hierin spiegelt sich sowohl der Anstieg der Rohstoffkosten und damit des Materialaufwands als auch der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wider, die nur teilweise durch einen unterproportionalen Anstieg der Personalaufwendungen ausgeglichen werden konnten. Als wesentliche Kostentreiber sind hier insbesondere die Kosten für Stahl, auf Rohöl basierende Produkte, Energie und Logistik zu nennen. Trotzdem belief sich das Ergebnis vor Steuern im Geschäftsjahr 2006 auf EUR 515 Mio., dem fünften Anstieg in Folge.

ENTWICKLUNG DES CASH FLOWS UND DES LEVERAGE

Entwicklung des Cash Flows



Entwicklung der Kapitalisierung



Quelle: Würth, UniCredit Global Research

Trotz Anstieg der Investitionen positiver freier operativer Cash Flow

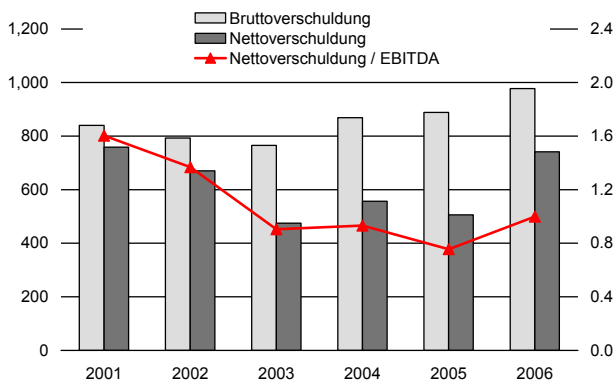
Die Würth-Gruppe konnte auch in 2006 ihren FFO weiter stärken. Der Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit vor Veränderung des Nettoumlaufvermögens (Funds From Operations, "FFO") stieg auf EUR 577 Mio. während der operative Cash Flow aufgrund von Mittelabflüssen in Zusammenhang mit dem Nettoumlaufvermögen auf EUR 411 Mio. fiel (gegenüber EUR 455 Mio. in 2005). Die Erhöhung des Nettoumlaufvermögens und der daraus resultierende Mittelabfluss von EUR 165 Mio. (VJ EUR 116 Mio.) sind dabei sowohl auf Lagerbestandserhöhungen aufgrund des starken Wachstums und höherer Rohstoffpreise, sowie Akquisitionen (EUR 21,4 Mio.), als auch auf gestiegene Forderungsbestände zurückzuführen. Bei stark gestiegenen Investitionen von EUR 393 Mio. (vs. EUR 282 Mio. im Vorjahr) konnte dennoch ein freier operativer Cash Flow von EUR 18 Mio. erwirtschaftet werden. Die gestiegenen Investitionen sind im Wesentlichen auf die Errichtung einer Produktionsstätte für Solarmodule (Volumen EUR 55 Mio.) als auch stetige Investitionen in Neubauten im Lagerbereich sowie deren Erweiterungen zurückzuführen.

Akquisitionen belasten freien Cash Flow

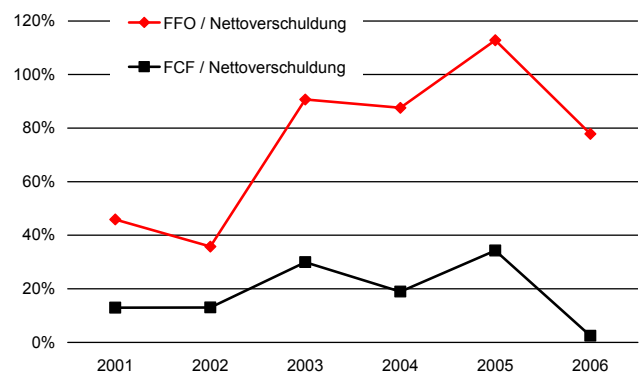
Der freie operative Cash Flow wurde weiter für die Expansion der Firmengruppe verwendet. In 2006 erwarb die Würth-Gruppe 7 Gesellschaften für insgesamt EUR 87 Mio. was in etwa dem Niveau des Vorjahres (EUR 93 Mio) entsprach. Trotz Verkäufen von Vermögensgegenständen in Höhe von EUR 23 Mio. (VJ EUR 25 Mio.) und einer Kapitaleinlage von EUR 97 Mio. (VJ EUR 102 Mio.) wurde nach Dividendenausschüttungen von EUR 128 Mio. (VJ EUR 132 Mio.) ein negativer freier Cash Flow in Höhe von EUR 77 Mio. (VJ Zufluss von EUR 75 Mio.) erzielt. Als Konsequenz sank die industrielle Bruttoverschuldung auf EUR 978 Mio. (VJ EUR 889 Mio). Wir haben hier die Bruttoverschuldung um die den Finanzaktivitäten zurechenbare Verschuldung bereinigt.

LEVERAGE

Entwicklung der Verschuldung



Kreditkennzahlen



Source: Würth, UniCredit Global Research

Cash Flow Deckung der Verschuldung verschlechtert sich

Aufgrund des Anstiegs der Nettoverschuldung haben sich auch die Verschuldungsrelationen verschlechtert. Laut unseres Modells errechnet sich ein Leverage auf Basis der Nettoverschuldung zum EBITDA von 1,0x in 2006 im Vergleich zu 0,8x zum GJ Ende 2005. Die dynamischen Verschuldungskennzahlen auf Basis des FFOs sind im Jahresvergleich ebenfalls deutlich schlechter. Wir errechnen eine FFO zu Nettoverschuldung von 77,9% gegenüber 112,8% im GJ 2005 und, als Folge der vermehrten Investitionstätigkeit im Berichtsjahr, eine Deckung der Nettoverschuldung durch freien Cash Flow von lediglich 2,5% (VJ 34,2%).

Jüngste Entwicklungen

Vorläufige Zahlen für 2007

Am 8. Januar veröffentlichte Würth vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2007. Auch in 2007 konnte Würth den positiven Wachstumstrend der Vorjahre fortsetzen. Die Gruppe veröffentlichte ein Umsatzwachstum im hohen einstelligen Bereich bei einem überproportionalen Anstieg des operativen Ergebnisses vor Steuern. Der Umsatz stieg um 9,5% auf ein neues Rekordniveau von EUR 8,5 Mrd. Bereinigt um Währungseffekte stieg der Umsatz um 10,5%. Hauptumsatztreiber blieb Deutschland, wo der Umsatz um 10,3% zulegen konnte (Umsatz EUR 3,4 Mrd.) während international der Umsatz um 9,0% auf EUR 5,1 Mrd. anstieg. Ein weiterer Umsatztreiber war die unermüdliche Akquisitionstätigkeit der Gruppe. So wurden im GJ 2007 8 Gesellschaften erworben und weitere 22 neu gegründet. Das operative Ergebnis vor Steuern wuchs mit 12,6% deutlich schneller als der Umsatz und erreichte ebenfalls ein neues Rekordniveau von ca. EUR 570 - 580 Mio. Die Zahlen demonstrieren das robuste Geschäftsmodell von Würth und die Fähigkeit regional divergierende wirtschaftliche Trends durch die globale Präsenz auszubalancieren. Auf den ersten Blick beeindruckt insbesondere die solide Performance im Heimatmarkt Deutschland, wo die ökonomischen Vorzeichen mit Blick auf die Umsatzsteuererhöhung zu Beginn des vergangenen Jahres und der seit Jahren schwierigen Entwicklung im Baugewerbe, keineswegs die besten waren. Die Gruppe generiert weiterhin ungefähr 40% ihres Umsatzes in ihrem Heimatmarkt.

Zwei Akquisitionen im neuen Jahr

Würth startet mit weiteren Übernahmen ins neue Geschäftsjahr 2008. Mit der Akquisition der dänischen Arvid Nilsson A/S, einem Handelsunternehmen für Verbindungstechnik, expandiert Würth weiter in Skandinavien. Arvid Nilsson, mit einem erwarteten Umsatz von EUR 110 Mio. in 2007, stärkt die Marktposition der Würth-Gruppe in Verbindungstechnik in Skandinavien. Weiterhin wurde das Geschäftsfeld für Edelstahl-Verbindungstechnik durch die Übernahme der Marine Fasteners Inc. in den USA gestärkt. Die Firma, mit einem erwarteten Umsatz von EUR 20 Mio. in 2007, ist nach eigenen Angaben Marktführer in den USA und spezialisiert auf Edelstahl-Befestigungstechnik insbesondere für Schifffahrt und Bootsbau aber auch für andere Industrieunternehmen.

Rating Einschätzung

S&P

S&P's Rating reflektiert die führende Marktposition, das gute Vertriebsnetzwerk und die starke Marktmacht der Würth-Gruppe gegenüber Zulieferern. Das Netzwerk an Niederlassungen, die gut ausgebildeten Mitarbeiter, das breite Produkt- und Serviceangebot und die etablierten Kundenbeziehungen erachtet die Agentur als hohe Markteintrittsbarrieren. Darüber hinaus profitiert die Gruppe von ihrer geringen Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Zyklen, welche teilweise in der Vielzahl der bedienten Endmärkte begründet ist. Dagegen wird die hohe Abhängigkeit von etablierten Märkten als eine der Hauptschwächen des Geschäftsprofils der Würth-Gruppe gesehen. Des Weiteren wird der finanzielle Spielraum ("financial flexibility") der Gruppe durch die Eigentümerstruktur und den dadurch limitierten Zugang zu Eigenkapital gemindert. Die Liquidität der Gruppe wird als stark eingeschätzt und begründet sich auf Barmittel, "uncommitted" Banklinien und ein, hinsichtlich der Anleihen, ausgeglichenes Fälligkeitsprofil.

Der stabile Ausblick liegt in den günstigen Aussichten für profitables Wachstum begründet. S&P erwartet einen bereinigten FFO zur Nettoverschuldung von über 40% (derzeit 58,3%) und einen Zinsdeckungsgrad von durchschnittlich ca. 8x (derzeit 12,7x).

Fitch

Fitch sieht als Hauptstärken i) den "track record" von profitabilem Wachstum seit 2004, ii) die vorsichtige Wachstumsstrategie, die auf 80% organisches und 20% akquisitionsgetriebenes Wachstum zielt, um die internationale Präsenz der Würth-Gruppe auszubauen und iii) die unterdurchschnittlichen Geschäftsrisiken aufgrund der breiten Diversifikation sowohl auf der Kunden als auch auf der Produkt- und Zulieferer-Seite. Das Finanzprofil wird gestützt durch die geringe Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Zyklen und eine solide Bilanzstruktur, basierend auf guten Mittelzuflüssen (Cash Flow auf FFO Basis). Die Agentur erachtet das ausgewogene Fälligkeitsprofil und die "financial flexibility" als solide.

Der stabile Ausblick wird mit der Erwartung eines gesunden Finanzprofils durch ständigen Fokus auf Mittelzuflüsse bei gleichzeitig geringem Leverage begründet. Die Ratings könnten aufgewertet werden, wenn es zu einer signifikanten Entschuldung sowohl bilanziell als auch außerbilanziell kommen würde, sowie bei Eintritt einer merklichen und nachhaltigen Verbesserung der Rentabilität. Eine Abstufung der Ratings könnte im Falle einer größeren fremdkapitalfinanzierten Akquisition, einer nachhaltigen Verwässerung der Margen oder einer weiterführenden Expansion der Produktionsaktivitäten erfolgen.

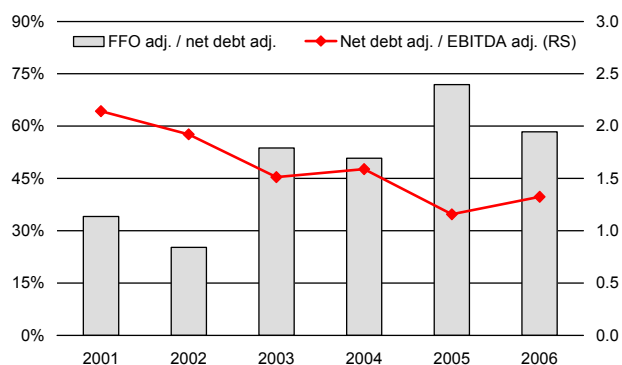
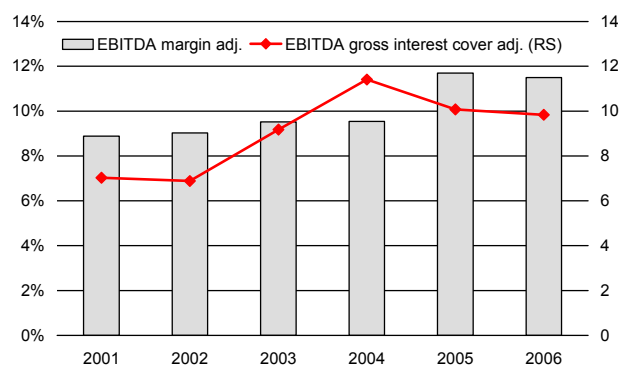
UniCredit

Wir erachten die Würth-Gruppe als gut positioniert in ihrer Ratingklasse und halten Druck auf das Rating in beiderlei Richtung als extrem unwahrscheinlich. Wir sind davon überzeugt, dass Würth die eingeschlagene Wachstumsstrategie mit der nötigen Umsicht weiterverfolgen wird; eine deutliche Reduzierung der Verschuldung ist jedoch nicht absehbar. Hinsichtlich externen Wachstums sind wir überzeugt, dass der sehr fragmentierte Markt vielfältige Möglichkeiten für kleine und mittelgroße Akquisitionen zur konsequenten Umsetzung der eingeschlagenen Wachstumsstrategie bietet. Daher erwarten wir einen weiteren Anstieg der Bruttoverschuldung, da Würth seine regionale Präsenz durch Akquisitionen und – möglicherweise – Investitionen auf der "Grünen Wiese" weiter ausbauen wird. Der negative Effekt auf das Finanzprofil dürfte aber weitgehend, analog zu der Wachstumsgeschichte der vergangenen Jahre, durch eine sukzessive Verbesserung der Rentabilität und der Kapitalflüsse ausgeglichen werden. Als Kernrisiken sehen wir eine nachhaltige Verlangsamung des Wachstums und Rückgang der Rentabilität sowohl im Heimat- und Hauptmarkt Deutschland als auch in den benachbarten europäischen Staaten und Nordamerika. Sollte die Rentabilität und die Geschwindigkeit des Wachstums unter den Erwartungen bleiben, rechnen wir damit, dass Würth seine Expansionsanstrengungen zurückschraubt.

WÜRTH-GRUPPE

EUR Mio	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Gesamtleistung	5,369	5,478	5,562	6,325	7,019	7,875
EBIT - Marge adj.	5.6%	5.8%	6.2%	6.5%	7.4%	7.4%
EBITDA - Marge	8.8%	8.9%	9.4%	9.4%	9.5%	9.4%
EBITDA - Marge adj.	8.9%	9.0%	9.5%	9.5%	11.7%	11.5%
Jahresüberschuss	147	173	225	263	335	307
Kapitalertrag adj.	10.7%	10.6%	11.8%	12.4%	14.4%	14.7%
Oper. CF vor Veränderung Umlaufvermögen	348	240	431	487	571	577
Operativer Cashflow	310	284	358	342	455	411
Freier Cashflow (nach Capex & Div.)	52	38	105	80	41	-110
RCF	302	190	394	462	439	449
Akquisitionen/ Veräußerungen	-16	-13	31	-20	-68	-64
Aktienrückkäufe / Emissionserlöse	-5	72	0	0	102	97
Gesamtverschuldung	840	792	765	869	889	978
Nettoverschuldung rep.	759	670	475	557	506	741
Adj. für Pensionsverpflichtungen	63	70	77	103	120	126
Adj. für Leasingverpflichtungen/Sonst.	200	210	250	300	323	332
Nettoverschuldung adj. *	1,022	950	802	960	949	1,199

* ausschließlich industrielle Verschuldung

LEVERAGE

ZINSDECKUNG & RENTABILITÄT

KREDITKENNZAHLEN

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT - Nettozinsdeckung adj.	5.8	5.9	10.3	12.1	8.0	8.2
EBIT - Gesamtzinsdeckung adj.	4.4	4.4	6.0	7.8	6.4	6.3
EBITDA - Nettozinsdeckung adj.	9.2	9.3	15.8	17.8	12.7	12.7
EBITDA - Gesamtzinsdeckung adj.	7.0	6.9	9.2	11.4	10.1	9.8
FFO adj. / Nettoverschuldung adj.	34.1%	25.2%	53.7%	50.8%	71.9%	58.3%
FFO adj. / Bruttoverschuldung adj.	31.6%	22.3%	39.5%	38.3%	51.2%	48.7%
RCF adj. / Nettoverschuldung adj.	29.5%	20.0%	49.1%	48.1%	58.0%	47.7%
RCF adj. / Bruttoverschuldung adj.	27.4%	17.7%	36.0%	36.3%	41.3%	39.8%
Nettoverschuldung adj.* / EBITDA adj.	2.1	1.9	1.5	1.6	1.2	1.3
Gesamtverschuldung adj.* / EBITDA adj.	2.3	2.2	2.1	2.1	1.6	1.6
FFO adj. / Netto-Zinsaufwand adj.	6.7	4.5	12.9	14.3	10.6	9.8
FFO adj. / Gesamt-Zinsaufwand adj.	5.1	3.3	7.5	9.2	8.4	7.6
Gesamtverschuldung adj.* / Ges.kapital. adj.	47.1%	43.4%	41.3%	41.7%	39.4%	38.7%
Nettoverschuldung adj.* / Nettokapital. adj.	45.2%	40.4%	34.1%	35.0%	31.7%	34.5%
Eigenkapital / Gesamtvermögenswerte	41.3%	45.2%	48.0%	47.4%	49.5%	44.8%

* ausschließlich industrielle Verschuldung

Quelle: Company reports, UniCredit Global Research

Disclaimer

Unsere Empfehlungen beruhen auf Informationen, die öffentlich zugänglichen Informationsquellen entnommen sind oder auf ihnen basieren. Diese Informationsquellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Sämtliche in diesem Report enthaltenen Schätzungen und Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Reports. Wir behalten uns das Recht vor, unsere Einschätzungen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern bzw. die in diesem Report enthaltenen Informationen nicht zu aktualisieren bzw. entsprechende Informationen überhaupt nicht mehr zu veröffentlichen.

Dieser Report wurde nur zu Informationszwecken erstellt und (i) ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren; (ii) ist weder als derartiges Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder als Bestandteil eines solchen Angebots noch als Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrumenten oder Wertpapieren zu verstehen und (iii) ist keine Werbung für ein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung. Die in diesem Report behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren aufgrund ihrer spezifischen Anlageziele, Anlagezeiträume oder ihrer persönlichen finanziellen Verhältnisse nicht geeignet sein. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Darüber hinaus lassen die Kurs- oder Wertentwicklungen aus der Vergangenheit nicht ohne weiteres einen Schluss auf die zukünftigen Ergebnisse zu. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanz-, Geldmarkt- oder Anlageinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt.

Für die in diesem Report enthaltenen Informationen übernehmen wir keine Haftung. Dieser Report ist kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Investoren müssen selbst auf Basis der hier dargestellten Chancen und Risiken, ihrer eigenen Anlagestrategie und ihrer finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Situation berücksichtigen, ob eine Anlage in die hier dargestellten Finanzinstrumente für sie sinnvoll ist. Da dieses Dokument keine unmittelbare Anlageempfehlung darstellt, sollten dieses Dokument oder Teile dieses Dokuments auch nicht als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden. Investoren werden aufgefordert, den Anlageberater ihrer Bank für eine individuelle Anlageberatung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren.

Weder die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton noch einer ihrer Vorstands-, Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratsmitglieder, Angestellten oder sonstige Personen übernehmen die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieser Report wird per E-Mail und per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieses Reports treffen. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Die Verantwortung für diese Publikation übernimmt:

- a) Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München, Deutschland (ebenfalls verantwortlich für die Verteilung nach § 34b WpHG). Die Gesellschaft ist Mitglied der UCI Gruppe.
Aufsichtsbehörde: BaFin, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.
- b) Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi, 10, 20121 Mailand, Italien, zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen durch die Bank of Italy ordnungsgemäß ermächtigt.
Aufsichtsbehörde: „Bank of Italy“, Via Nazionale 91, 00184 Rom, Italien und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Deutschland.
- UniCredit CAIB Gruppe, bestehend aus:
 - c) UniCredit CAIB AG, Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Wien, Österreich
Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Praterstraße 23, 1020 Wien, Österreich;
 - d) UniCredit CAIB Securities UK Ltd., 80 Cheapside, London EC2V 6EE, Vereinigtes Königreich,
Aufsichtsbehörde: Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, Vereinigtes Königreich
 - e) UniCredit Aton, Boulevard Ring Office Building, 17/1 Chistoprudni Boulevard, Moskau 101000, Russland
Aufsichtsbehörde: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moskau 119991, Russland

POTENZIELLE INTERESSENSKONFLIKTE

Gesellschaft	Key
Würth	2

Key 1a: An der Gesellschaft halten die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. ein mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenes Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mindestens 2% des Grundkapitals.

Key 1b: Die analysierte Gesellschaft hält an der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. einem mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenen Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mindestens 2% des Grundkapitals.

Key 2: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. ein mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenes Unternehmen gehörten einem Konsortium an, das in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung dieses Reports Wertpapiere der analysierten Gesellschaft oder sich darauf beziehende Derivate im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren der analysierten Gesellschaft oder sich darauf beziehenden Derivaten erworben hat.

Key 3: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. ein mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenes Unternehmen betreiben die von der analysierten Gesellschaft emittierten Finanzinstrumente an der Börse oder am Markt durch Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen (wird also als Market Maker/Liquidity Provider für die von der Gesellschaft emittierten Wertpapiere oder sich darauf beziehende Derivate tätig oder stellt Liquidität in diesen Wertpapieren oder sich darauf beziehende Derivate zur Verfügung).

Key 4: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. einem mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenen Unternehmen bestand in den letzten 12 Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften, für die die Bank eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielt.

Key 5: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. einem mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenen Unternehmen besteht eine Vereinbarung über die Erstellung von Analysen.

Key 6a: Angestellte der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch und/oder Mitglieder des Board of Directors von UniCredit sind Mitglieder des Board of Directors (oder einem gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht vergleichbaren Verwaltungsorgan) der analysierten Gesellschaft. Mitglieder des Board of Directors (oder einem gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht vergleichbaren Verwaltungsorgan) der analysierten Gesellschaft sind Mitglieder des Board of Directors von UniCredit.

Key 6b: Der Analyst ist Mitglied des Aufsichtsrats/Vorstands (oder einem gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht vergleichbaren Verwaltungsorgan) der analysierten Gesellschaft.

Key 7: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch und/oder andere italienische Banken, die Mitglied der UniCredit Gruppe sind, haben wesentliche Beträge in Form von Krediten an die analysierte Gesellschaft ausgereicht.

EMPFEHLUNGEN, ANLAERGEURTEILE UND BEWERTUNGSGRUNDLAGEN

Unternehmen	Datum	Anlageurteil	Währung	Kursziel
Würth	--	--		

Überblick über unsere Anlageurteile

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile bzw. eine Übersicht der letzten Änderungen finden Sie auf unseren Websites www.hvbmarkets.de und <http://www.mib-UniCredit.com/research-disclaimer> unter der Rubrik „Rechtliche Hinweise“ bzw. „Disclaimer“.

Die Angabe vergangener Empfehlungen erfolgt nicht für HVB Mailand und UniCredit CAIB AG.

Hinweis bezüglich der Bewertungsgrundlagen für verzinsliche Wertpapiere:

Unsere Anlageurteile sind prinzipiell relative Urteile bezogen auf eine Benchmark.

Emittentenebene:

Marketweight: Wir empfehlen eine Portfolio-Gewichtung, die der Gewichtung des Namens im Referenzindex entspricht (der iBoxx Index für high-grade-Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment-grade-Namen).

Overweight: Wir empfehlen eine höhere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade-Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment-grade-Namen).

Underweight: Wir empfehlen eine geringere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade-Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment-grade-Namen).

Instrumentenebene:

Core hold: Wir empfehlen, das Instrument zu halten.

Sell: Wir empfehlen, das Instrument zu verkaufen.

Buy: Wir empfehlen, das Instrument zu kaufen.

Bei Handlungsempfehlungen für festverzinsliche Wertpapiere wird überwiegend auf den sog. Credit Spread (Renditedifferenz des festverzinslichen Wertpapiers zur entsprechenden Bundesanleihe bzw. des Swap-Satzes) und die Rating-Meinungen und -Methodologien der anerkannten Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) fokussiert. Je nach Investorentyp kann der Zeitraum des Anlageurteils kurzfristig sein oder sich auch auf einen Zeitraum von bis zu 6-9 Monaten beziehen.

Die Kurse, die in diesem Report verwendet werden, sind die Schlusskurse des jeweiligen lokalen Handelssystems oder der jeweiligen Börsen. Bei nicht börsengehandelten Aktien werden durchschnittliche Marktkurse auf Basis verschiedener Maklerquellen aus dem OTC-Markt verwendet.

Coverage-Richtlinien

Eine Liste der von der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton analysierten Unternehmen ist auf Anfrage erhältlich.

Frequenz und Aktualisierungen

Es ist beabsichtigt, dass jede dieser Gesellschaften mindestens einmal im Jahr analysiert wird, sowie fallweise bei wesentlichen operativen Änderungen und/oder Änderung der Empfehlung. Gesellschaften, für die die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch als Sponsor oder Spezialist tätig wird, müssen in Übereinstimmung mit den Bestimmungen der zuständigen Aufsichtsbehörde analysiert werden.

BEDEUTENDE FINANZIELLE INTERESSEN:

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton bzw. ein mit diesen Gesellschaften (gemäß dem jeweils anwendbaren nationalen Recht) verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig mit Aktien der analysierten Gesellschaft. Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton halten gegebenenfalls offene Positionen in sich auf die Aktien der analysierten Gesellschaft beziehenden Derivate, die nicht delta-neutral sind.

Analysen können sich auf ein oder mehrere Unternehmen und auf von diesen emittierte Finanzinstrumente beziehen. Die analysierten Emittenten haben u.U. aktiv Informationen zu dieser Analyse geliefert.

ERKLÄRUNG DES ANALYSTEN

Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.

ORGANISATORISCHE UND ADMINISTRATIVE VORKEHRUNGEN, UM INTERESSENKONFLIKTE ZU VERHINDERN UND ZU VERMEIDEN

Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten haben die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd., UniCredit Aton die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird. Interessenskonflikte werden durch rechtliche, physische und nicht-physische Informationsschranken (sogenannte „Chinese Walls“) gehandhabt, die den Zweck haben, den Informationsfluss zwischen einer Abteilung/Arbeitsbereich der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton zu beschränken. Insbesondere die Bereiche Investment Banking, einschließlich der Aktivitäten Corporate Finance, Kapitalmarkt, Finanzberatung- und sonstige Kapitalbeschaffung sind durch physische und nicht-physische Informationsschranken von der Markets- als auch von der Research-Abteilung getrennt. Bei der Ausführung von Geschäften in Aktien durch die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch wird kein Eigenhandel betrieben, mit Ausnahme von Geschäften im Kundenauftrag oder Delta-Hedge-Geschäften von OTC-Werten und börsennotierten Derivaten. Die Offenlegung von öffentlich verfügbaren Interessenskonflikten und anderen wesentlichen Interessen erfolgt im Research. Die Analysten werden von ihren direkten Vorgesetzten, welche keine Verantwortung für Investment-Banking-Aktivitäten (einschließlich Corporate Finance) oder andere Aktivitäten (mit Ausnahme des Verkaufs von Wertpapieren an Kunden) haben, täglich geführt und überwacht.

ZUSÄTZLICHE HINWEISE NACH DEN EINSCHLÄGIGEN BESTIMMUNGEN AUSLÄNDISCHER RECHTSORDNUNGEN**Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Österreich**

Dieses Dokument ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren und sollte weder ganz noch teilweise als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden oder als Aufforderung zum Abschluss eines Vertrages oder zum Eingehen einer sonstigen vertraglichen Verpflichtung angesehen werden.

Dieses Dokument ist vertraulich und wird nur zu Informationszwecken verteilt. Dieser Report darf nicht – ganz oder teilweise und gleich zu welchem Zweck – weiterverteilt, reproduziert oder veröffentlicht werden.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in der Tschechischen Republik

Dieser Report ist an Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton gerichtet und darf nicht von anderen Personen genutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Italien

Dieses Dokument ist nicht zum Vertrieb an Retail-Kunden gemäß der Definition in Artikel 26 Abs. 1(e) der von CONSOB am 29. Oktober 2007 genehmigten Vorschrift Nr. 16190 bestimmt.

Bei Kurzinformationen bitten wir die Anleger, den entsprechenden Unternehmensbericht auf der Webseite des UniCredit Global Research-Teams nachzulesen: www.globalresearch.unicreditmib.eu.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Russland

Wir gehen davon aus, dass die in diesem Report analysierten Finanzinstrumente nicht nach dem Bundesgesetz der Russischen Föderation „Über den Wertpapiermarkt“ vom 22. April 1996 in seiner derzeit gültigen Fassung registriert wurden und nicht in der Russischen Föderation angeboten, verkauft, geliefert oder beworben werden.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in der Türkei

Die in diesem Report enthaltenen Anlageinformationen, Einschätzungen und Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar. Anlageberatung wird nur auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung zwischen Maklern, Portfolio-Management-Gesellschaften, Banken ohne Einlagengeschäft und ihren Kunden erteilt. Die Werturteile und Empfehlungen in diesem Report beruhen auf der persönlichen Einschätzung der Personen, die diese Einschätzungen und Empfehlungen abgeben. Diese Werturteile entsprechen unter Umständen nicht Ihren persönlichen finanziellen Verhältnissen, Risiko- und Anlagepräferenzen. Aus diesem Grund kann eine Anlageentscheidung, die Sie allein auf Grundlage der in diesem Report enthaltenen Informationen treffen, unter Umständen nicht zu den von Ihnen erwarteten Ergebnissen führen.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Japan

Dieses Dokument ist weder ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder Bestandteil eines solchen Angebots noch eine Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren und sollte weder ganz noch teilweise als Grundlage für einen Vertragsabschluss oder das Eingehen einer anderweitigen Verpflichtung gleich welcher Art genutzt werden oder als Aufforderung zum Abschluss eines Vertrages oder zum Eingehen einer sonstigen vertraglichen Verpflichtung angesehen werden.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz im Vereinigten Königreich

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, UniCredit CAIB AG, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, UniCredit CAIB Securities UK Ltd. und UniCredit Aton bestimmt, (i) die Berufserfahrung im Zusammenhang mit Finanzanlagen haben, oder (ii) die Personen sind, die in den Anwendungsbereich von Artikel 49(2)(a) bis (d) („High net worth companies, unincorporated associations, etc.“) des United Kingdom Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) fallen oder (iii) an die dieser Bericht nach geltendem Recht zulässigerweise weitergeleitet werden darf (alle diese Personen werden als „relevante Personen“ bezeichnet). Jede Finanzanlage oder diesbezügliche Aktivität, auf die sich dieser Report bezieht, ist nur relevanten Personen zugänglich bzw. wird nur mit relevanten Personen aufgenommen.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA

Dieser Bericht wird Empfängern in den USA auf Grundlage von Rule 15a-6 („Rule 15a-6“) nach dem U.S. Securities Exchange Act in seiner derzeit gültigen Fassung zur Verfügung gestellt. Jeder Empfänger in den USA sichert durch die Entgegennahme dieses Reports zu, dass er ein „Major U.S. Institutional Investor“ (wie in Rule 15a-6 definiert) ist und dass er die Risiken versteht, die mit Transaktionen in diesen Wertpapieren verbunden sind. Jeder Empfänger dieses Reports in den USA, der Fragen zu diesem Report hat oder zusätzliche Informationen erwünscht in Bezug auf die in diesem Report erwähnten Wertpapiere oder der diese Wertpapiere kaufen, verkaufen oder diese Wertpapiere zum Verkauf anbieten oder dafür werben will, sollte sich mit einem registrierten Vertreter von UniCredit Capital Markets, Inc. („UCI Capital Markets“) in Verbindung setzen. Transaktionen müssen von U.S.-Personen (mit Ausnahme von in den USA registrierten Wertpapierhändlern oder Banken, die als Wertpapierhändler agieren) mit oder über UCI Capital Markets vorgenommen werden.

Die Wertpapiere, auf die in diesem Report Bezug genommen wird, sind gegebenenfalls nicht unter dem U.S. Securities Exchange Act in seiner derzeit gültigen Fassung registriert, und der Emittent dieser Wertpapiere unterliegt unter Umständen nicht den U.S.-Berichtspflichten oder anderen gesetzlichen Erfordernissen. Der Zugang zu Informationen über die Emittenten dieser Wertpapiere ist gegebenenfalls beschränkt und diese Emittenten unterliegen gegebenenfalls nicht den selben Rechnungslegungs- und Berichtspflichten wie U.S.-Emittenten.

Die in diesem Report enthaltenen Informationen sind nur für „Major U.S. Institutional Investors“ bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß U.S.-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier behandelten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein. In Rechtsordnungen, in denen UCI Capital Markets nicht registriert oder zugelassen ist für den Handel mit Wertpapieren, Waren und Rohstoffen oder anderen Finanzinstrumenten, können Transaktionen nur in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren Recht und gesetzlichen Bestimmungen vorgenommen werden, die von Rechtsordnung zu Rechtsordnung unterschiedlich sein können und die gegebenenfalls verlangen, dass Transaktionen in den Anwendungsbereich einer Ausnahmenvorschrift in Bezug auf Registrierungs- oder Zulassungsvorschriften fallen.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die als zuverlässig erachtet werden, doch kann die UCI Capital Markets deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UCI Capital Markets zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die UCI Capital Markets kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht dargestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die UCI Capital Markets und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: (a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; (b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; (c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; (d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und (e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der U.S.-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt.

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Australien verteilt werden.

UniCredit Global Research*

Thorsten Weinelt, CFA
Global Head of Research & Chief Strategist
+49 89 378-15110
thorsten.weinelt@hvb.de

Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
+49 89 378-13952
ingo.heimig@hvb.de

Global Credit Research

Luis Maglanoc, CFA, Head
+49 89 378-12708
luis.maglanoc@hvb.de

Credit Strategy & Structured Credit Research

Dr. Jochen Felsenheimer, Head
+49 89 378-18188
jochen.felsenheimer@hvb.de

Dr. Tim Brunne, Quantitative Credit Strategy
+49 89 378-13521
tim.brunne@hvb.de

Markus Ernst, Structured Credit
+49 89 378-14213
markus.ernst01@hvb.de

Dr. Philip Gisdakis, Quantitative Credit Strategy
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@hvb.de

Agnes Kitzmüller, Credit Strategy & Structured Credit
+49 89 378-11294
agnes.kitzmueller@hvb.de

Dr. Marco Krohn, Structured Credit
+49 89 378-12250
marco.krohn@hvb.de

Gianna Julia Wisser, Credit Strategy
+49 89 378-13229
giannajulia.wisser@hvb.de

Financials Credit Research

Luis Maglanoc, CFA, Head
Regulatory & Accounting Service, Banks
+49 89 378-12708
luis.maglanoc@hvb.de

Franz Rudolf, CEFA, Deputy Head
Covered Bonds
+49 89 378-12449
franz.rudolf@hvb.de

Andrea Crepez, Insurance, Banks
+49 89 378-11432
andrea.crepaz@hvb.de

Florian Hillenbrand, Covered Bonds
+49 89 378-12961
florian.hillenbrand@hvb.de

Martin Knocinski, Regulatory & Accounting Service
+49 89 378-12425
martin.knocinski@hvb.de

Christian Meidinger, Sub-Sovereigns & Agencies
+49 89 378-16296
christian.meidinger@hvb.de

Alexander Plenk, CFA, Banks
+49 89 378-12429
alexander.plenk@hvb.de

Ivanka Stefanova, Banks
+49 89 378-14247
ivanka.stefanova@hvb.de

Corporate Credit Research

Stephan Haber, Co-Head
Telecoms, Cable, Technology
+49 89 378-15192
stephan.haber@hvb.de

Dr. Sven Kreitmair, CFA, Co-Head
Automotive, Media
+49 89 378-13246
sven.kreitmair@hvb.de

Jana Arndt, CFA
Basic Resources, Industrial G&S, Packaging
+49 89 378-13211
jana.arndt@hvb.de

Alejandra Diez
Utilities, Tollroads
+39 02 8862-2036
alejandra.diez@hvb.de

Carmen Hummel
Food & Beverage, Personal & Household Goods, Retail
+49 89 378-12252
carmen.hummel@hvb.de

Christian Kleindienst
Utilities, Oil & Gas
+49 89 378-12650
christian.kleindienst@hvb.de

Dr. Stefan Kolek
EEMEA Corporate Credits & Strategy
+49 89 378-12495
stefan.kolek@hvb.de

Rocco Schilling
Healthcare, Tobacco, Travel & Leisure
+49 89 378-15449
rocco.schilling@hvb.de

Jochen Schlachter
Chemicals, Construction & Materials
+49 89 378-13212
jochen.schlachter@hvb.de

Dietmar Tzschentke
EEMEA Financials
+49 89 378-12960
dietmar.tzschentke@hvb.de

Publication Address

UniCredit Markets & Investment Banking
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG
Global Research
Arabellastrasse 12, D-81925 Munich
Tel. +49 89 378-12759
Fax +49 89 378-16237

Bloomberg
UCCR

Internet
www.globalresearch.unicreditmb.eu

* UniCredit Global Research is the joint research department of Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (HVB) and UniCredit CAIB Group (CAIB).