



A.S. Création Tapeten

Konsum

Kaufen Kursziel: 42,00 €

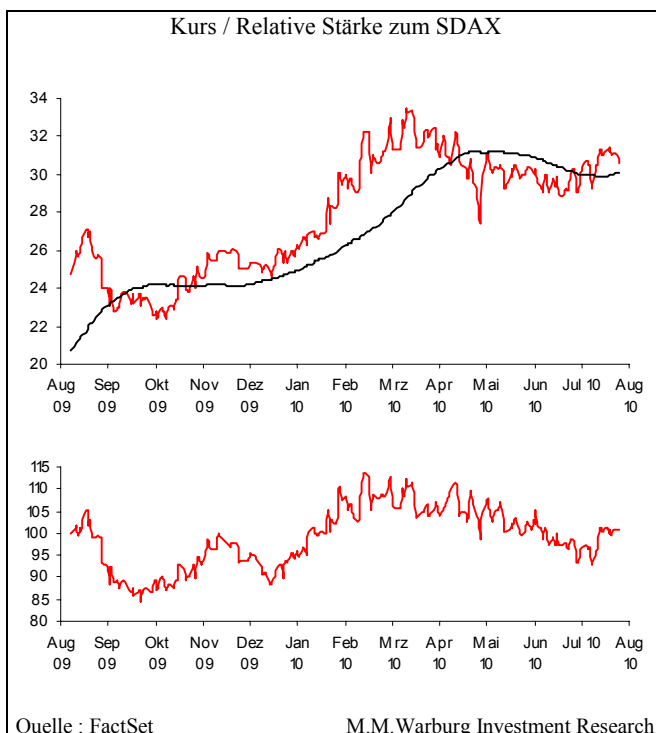
Start Coverage

ISIN: DE0005079909

Kurs am 24.08.2010: 30,60 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 33,48/22,40 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse			Termine	
Marktkapitalisierung	84,3 Mio €	Breit gestreut	St.	46,5%	02.11.2010 :	Q3 Bericht
Anzahl Aktien	2,8 Mio	Franz J. Schneider	St.	29,6%		
Gez. Kapital	9,0 Mio €	Karin Schneider	St.	10,1%		
		Treasury Stock	St.	8,1%		

- **Führender Tapetenhersteller in Europa**
- **Marktanteilsgewinne durch hohe Vertriebsstärke und operative Exzellenz**
- **Bewertung spiegelt Potenzial nicht wider**



in €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	3,43	3,62	3,96	4,60
EPS (alt)	3,43	3,62	3,96	4,60
CFPS	6,61	6,93	7,13	7,69
Dividende	1,20	1,47	1,63	1,91
in Mio €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Umsatz	181,3	185,9	195,2	204,9
EBITDA	23,3	24,4	25,4	26,8
EBIT	13,4	14,6	16,0	17,6
Jahresüberschuss	7,5	9,0	10,0	11,7
Cash flow	18,2	19,1	19,7	21,2
ROCE (EBIT/CE)	12,1%	12,8%	12,9%	14,1%
	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
KGV	5,8	8,5	7,7	6,6
KCFV	3,0	4,4	4,3	4,0
Div. rendite	6,1%	4,8%	5,3%	6,2%
EV/Umsatz	0,45	0,59	0,58	0,52
EV/EBITDA	3,5	4,5	4,4	4,0



Inhalt

1	SWOT-Profil	3
2	Wallpaper = Valuepaper	4
3	Profil	5
3.1	Historie	5
3.2	Management	5
3.3	Aktionärsstruktur	5
3.4	Produktportfolio	5
3.5	Vertriebsstruktur	6
3.6	Produktion	6
3.7	Tapetenmarkt	6
4	Bewertung	9
4.1	Peer Group Vergleich	9
4.2	Historische Bewertung	10
4.3	DCF Modell	10
4.4	Kursziel	10
5	Stärken & Wachstumstreiber	12
5.1	Intelligentes Markenmanagement	12
5.2	Innovative POS-Konzepte und Nutzung neuer Medien & Vertriebskanäle	12
5.3	Herausragende Operative Exzellenz	12
5.4	Emerging Markets	13
5.5	Akquisitionen	13
6	Finanzhistorie & Ausblick	14

1 SWOT-Profil

Stärken:

- Führender Tapetenhersteller in Westeuropa.
- Herausragende Innovationskraft in Design, Vertrieb und Marketing. Bspw. ist A.S. Création Pionier in der Nutzung von Lizenzmarken in der Tapetenbranche.
- Sehr Cash-flow starkes Geschäftsmodell.
- Durch flexible Kostenstruktur und schnelle Reaktionsgeschwindigkeit auf Marktschwankungen auch in der Krise vergleichsweise stabile EBIT-Marge.

Schwächen:

- A.S. Création operiert in einem reifen, wachstumsschwachen Markt.

Chancen:

- Marktanteilsgewinne in Russland in Folge des Aufbaus einer lokalen Tapetenproduktion.
- Ausweitung des Portfolios an Lizenzmarken.
- Gewinner einer weiteren Marktkonsolidierung.

Risiken:

- Preisdruck durch Überkapazitäten im Tapetenmarkt.
- Rohstoffpreisänderungen können nicht bzw. nur mit Verzögerung an die Abnehmer weitergegeben werden.



2 Wallpaper = Valuepaper

A.S. Création ist der führende Tapetenhersteller in Europa

Angesichts eines Marktanteils von 31% bezogen auf den Umsatz der deutschen Tapetenhersteller ist A.S. Création Marktführer im europäischen Tapetenmarkt und erwirtschaftet 93% der Umsätze mit Tapeten, wobei die restlichen 7% des Umsatzes auf Dekorationsstoffe entfallen. Seit der Unternehmensgründung im Jahr 1974 ist A.S. Création deutlich schneller gewachsen als der Tapetenmarkt. Auch unter der Ägide des seit 2001 amtierenden Vorstandsvorsitzenden Jörn Kämper knüpfte das Unternehmen an die erfolgreiche Vergangenheit an und erreichte im Durchschnitt über 5% EPS-Wachstum pro Jahr.

Marktanteilsgewinne durch intelligentes Markenmanagement, innovative Vertriebskonzepte & Operative Exzellenz

Trotz eines weitestgehend stabilen Gesamtmarkts gehen wir davon aus, dass A.S. Création weiterhin wachsen wird. Hierfür sehen wir drei wesentliche Treiber. Im Markenmanagement die konsequente Positionierung der Hauptmarken „A.S. Création“ und „living walls“ im Premiumbereich sowie den Ausbau des Portfolios an Lizenzmarken, die aus dem Nicht-Tapetenbereich bekannt sind und für Tapetenkollektionen genutzt werden (bspw. Esprit, Schöner Wohnen, Brigitte Home). Im Vertrieb ein überlegenes POS-Marketing Konzept, das nicht nur die optisch ansprechende Präsentation der Ware zum Ziel hat, sondern dem Kunden über Hilfsmittel wie den computergestützten Styleguide die Produktauswahl erleichtert. Last but not least eine herausragende operative Exzellenz; so erreicht A.S. Création beispielsweise eine Lieferquote von 98,8% innerhalb von 24h und wurde auch bereits mehrfach von Kunden und der Fachpresse für hervorragenden Service und Verkaufsförderung ausgezeichnet.

Die Stabilität des Geschäfts wird nicht in der Bewertung reflektiert

Über mehrere Konjunkturzyklen hat A.S. Création eine bemerkenswerte Stabilität der EBIT-Marge selbst in Krisenzeiten demonstriert. So ist beispielsweise weder im vergangenen Jahr noch während der dotcom-Rezession die EBIT Marge mehr als 120bp unter den langjährigen Durchschnitt von 8,8% gefallen. Gleichwohl handelt A.S. Création mit einem Bewertungsabschlag von mehr als 20% gegenüber den wichtigsten Peers. Unser DCF Modell ergibt ein fairen Wert von €42.

Nehmen Coverage mit „Kaufen“ auf

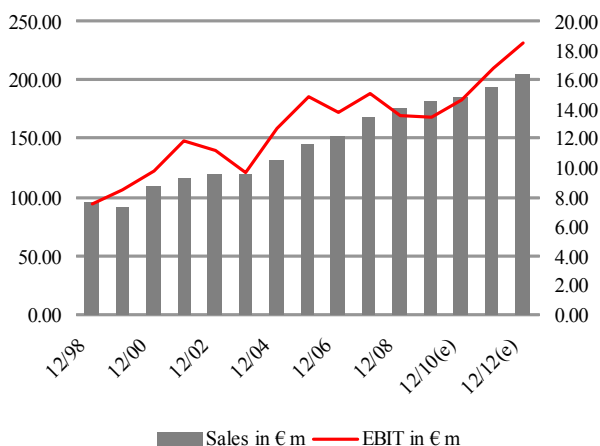
Wir nehmen daher die Coverage von A.S. Création mit einem Kaufurteil und einem Kursziel von 42 € auf.

3 Profil

3.1 Historie

Das Unternehmen wurde 1974 gegründet und ist damit der jüngste deutsche Tapetenhersteller. 1990 erfolgte ein MBO durch den damaligen Geschäftsführer Franz Jürgen Schneider zusammen mit 3i. In den folgenden Jahren zeichnete sich A.S. Création besonders durch die frühzeitige Erschließung der neuen Märkte in Osteuropa aus. 1998 erfolgt der Börsengang. Bereits in den Jahren 2004 und 2008 erhöht A.S. Création die Marktpenetration im Ausland durch die Übernahme von Tapetengroßhändlern in den Niederlanden und in Frankreich. Obwohl A.S. Création in einer reifen Branche tätig ist, hat das Unternehmen auch nach dem Börsengang die Umsätze deutlich gesteigert, so wuchs der Umsatz im letzten Konjunkturzyklus von 2000-2008 um durchschnittlich 6,2% pro Jahr (bereinigt um Akquisitionen 5,6%).

Abb. 1 : Exzellenter Track Record



M.M. Warburg Investment Research

3.2 Management

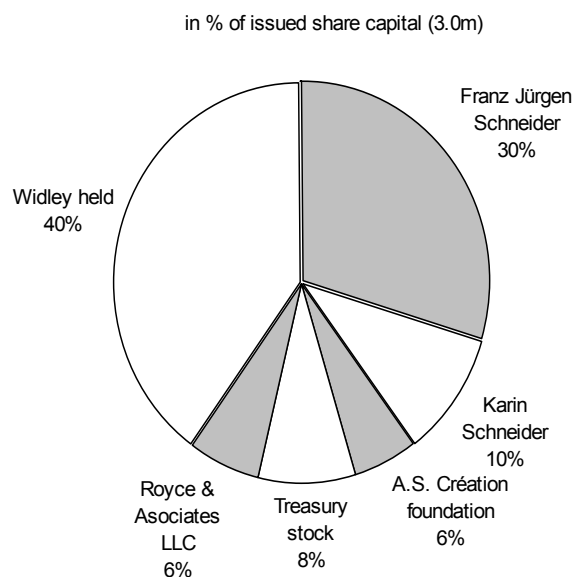
Bereits frühzeitig wurde der Generationswechsel im Vorstand eingeleitet. Im Jahr 2001 übernahm Jörn Kämper (44), der seit 1998 dem Vorstand angehört, den Vorstandsvorsitz und im selben Jahr wurde Maik Krämer (42) zum Finanzvorstand bestellt. Damit verfügt A.S. Création über ein vergleichsweise junges Managementteam, das in den letzten Jahren einen exzellenten Track Record aufgebaut hat. In Anbetracht der Anfang des Jahres bis zum 31. März 2016 verlängerten Verträge von CEO und CFO ist auf diesen Top-Positionen Kontinuität gesichert. Produktionsvorstand Bernhard Wagner (62) plant nach Ablauf seines Vertrages

zum 31. März 2011 in den Ruhestand zu treten. Als Nachfolger ist ein interner Kandidat vorgesehen.

3.3 Aktionärsstruktur

Größter Aktionär ist Gründungsgeschäftsführer Franz Jürgen Schneider mit knapp unter 30% der Stimmrechte. Die von ihm gegründete gemeinnützige A.S. Création Tapetenstiftung ist mit 5,7% beteiligt. Der Streubesitz bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien von 3 Mio Stück beträgt 40,11%.

Abb. 2 : Aktionärsstruktur



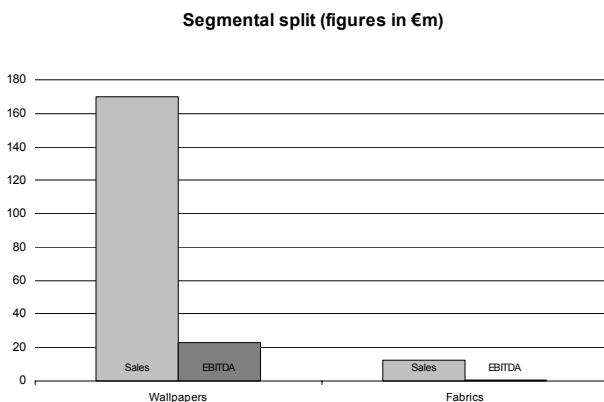
Quelle: A.S. Création

M.M. Warburg Investment Research

3.4 Produktportfolio

A.S. Création, der führende Tapetenhersteller Westeuropas, erwirtschaftet 93% der Umsätze und 96% der Ergebnisse im Segment Tapete. Zwar hat A.S. Création in Jahr 1997 die Indes Wohntextil und im Jahr 2001 den Stoffverlag Fuggerhaus übernommen und ist damit auch im Bereich Dekorationsstoffe tätig, allerdings sind dies nur ergänzende Aktivitäten. Der Grund für das Engagement liegt hier vor allem in der Komplettierung des Sortiments am POS (bspw. passende Gardinen zum Tapetenprogramm) und Vorteilen bei der Trenderkennung, da der Textilbereich häufig Designtrends vorgibt.

Abb. 3 : Segmente



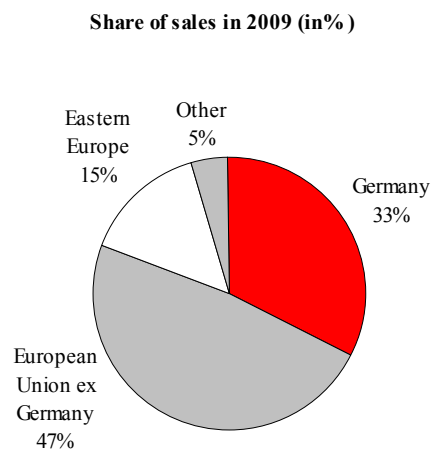
M.M.Warburg Investment Research

Im Tapetenbereich legt A.S. Création den Schwerpunkt auf das mittlere bis gehobene Preissegment, d.h. auf Produkte, deren Einzelhandelsverkaufspreise im Durchschnitt bei mehr als 15 € pro Rolle liegen. In der Konsequenz kommt der Designkompetenz bei der Sortimentsgestaltung eine große Bedeutung zu. Entsprechend umfasst das Sortiment auch keine Raufaserprodukte, denn im Gegensatz zur Tapete ist Raufaser vor allem ein Untergrund für einen anschließend erfolgenden Farbanstrich (Marktführer bei Raufaser ist die Firma Erfurt).

3.5 Vertriebsstruktur

Deutschland ist der wichtigste Einzelmarkt für A.S. Création mit einem Umsatzanteil von 33%. In der Europäischen Union außerhalb Deutschlands werden weitere 47% des Umsatzes erzielt, so dass die Europäische Union mit einem Anteil von 80% das wichtigste Absatzgebiet für A.S. Création ist. Innerhalb Europas sind die Umsätze allerdings recht heterogen verteilt, da insbesondere Südeuropa traditionell kein „Tapetenmarkt“ ist, denn in dieser Region dominiert Farbe in der Wanddekoration. Zweitwichtigster Absatzmarkt für A.S. Création, insbesondere nach dem Erwerb von 2 Tapetengroßhändlern im vergangenen Jahr, ist daher Frankreich. A.S. Création veröffentlicht keine Umsatzanteile nach einzelnen Ländern, nach unseren Schätzungen wird Frankreich für rund 30% des Umsatzes stehen. Weitere wichtige Märkte in der EU sind Polen und Benelux mit geschätzt jeweils rund 5% Umsatzanteil. In Osteuropa ist Russland der dominierende Markt und steht geschätzt für etwas über 10% des Gesamtumsatzes. Allerdings sollte man berücksichtigen, dass die Finanzkrise insbesondere Osteuropa hart getroffen hat und der Russische Rubel in der Spitze im Jahr 2009 fast 40% abwertete. Daher ist der Osteuropaumsatz bei A.S. Création im vergangenen Jahr um 50% eingebrochen, was dementsprechend zu einem deutlichen Rückgang des Osteuropaanteils am Umsatz von 31% auf 15% führte.

Abb. 4 : Absatzmärkte



M.M.Warburg Investment Research

A.S. Créations wichtigste Vertriebskanäle sind der Fachhandel für Wohndekoration, der Tapetenfachgroßhandel und die Baumärkte.

3.6 Produktion

Fertigung ausschließlich in Deutschland

A.S. Création hat die Produktion auf die benachbarten Standorte Gummersbach-Derschlag (Sitz der Hauptverwaltung) und Wiehl-Bohmig konzentriert. Diese liegen etwa 50 km östlich von Köln. Da das Unternehmen stetig gewachsen ist und in neue Fertigungsanlagen investiert hat, ist der Maschinenpark vergleichsweise neu. Zudem hat A.S. Création kontinuierlich in neue Technologien investiert, wie bspw. kombinierte Tief-/ Siebdruckmaschinen, die besondere Designeffekte ermöglichen oder als jüngstes Beispiel die Anschaffung einer Digitaldruckmaschine, die auch die ansatzlose Herstellung großformatiger Muster/Bildmotive ermöglicht.

3.7 Tapetenmarkt

Deutscher Markt trotz der Krise

Für den Tapetenmarkt sind vergleichsweise wenige statistische Daten verfügbar. Mangels besserer Daten beziehen wir uns daher vor allem auf die Informationen des Verbands der deutschen Tapetenhersteller, dem alle relevanten deutschen Unternehmen der Branche angeschlossen sind. In Anbetracht des geringen Importvolumens nach Deutschland spiegeln diese Daten den Markt gut wieder.

Das Umsatzvolumen der deutschen Tapetenindustrie im Inland belief sich im vergangenen Jahr auf nahezu 150 Mio € auf Großhandelsebene. Damit konnte der Inlandsumsatz

im vergangenen Jahr sogar leicht zulegen (+2,3%). Nach fünf Jahren des Wachstums im Export ist der Umsatz im vergangenen Jahr allerdings deutlich zurückgegangen, da vor allem die Märkte in Osteuropa stark eingebrochen sind, der russische Markt ist bspw. im vergangenen Jahr nach unseren Schätzungen um rund 30% eingebrochen.

Branche mittelständisch strukturiert

A.S. Création ist der führende Tapetenhersteller in Westeuropa und unter den größten europäischen Produzenten der einzige mit Börsennotierung.

Größter Wettbewerber ist die Firma Rasch aus Bramsche, gefolgt von Graham & Brown in Großbritannien und der in Private Equity Besitz befindlichen belgischen Grandeco Gruppe. Es sind zwar nur wenige Informationen zur Profitabilität der Wettbewerber verfügbar, allerdings gehen wir anhand dieser Daten davon aus, dass A.S. Création eines der

Abb. 5 : Wichtigste westeuropäische Wettbewerber

in €m	Country	Year	Sales	EBIT	EBIT-Margin
A.S. Création	GER	2009	181,3	13,4	7,4%
Rasch	GER	2009	143,0	n.a.	n.a.
Graham & Brown	UK	2008	103,1	4,7	4,6%
Grandeco	B	2008	78,0	-1,2	-1,5%
Marburger	GER	estimated	75,0	n.a.	n.a.
Erismann	GER	2008	66,8	2,3	3,4%
Pickhardt & Siebert	GER	2008	49,0	2,4	4,9%

M.M. Warburg Investment Research

profitabelsten Unternehmen der Branche ist und daher im Falle einer Marktkonsolidierung auch weiterhin zu den Gewinnern gehören sollte.

In Ermangelung besserer Marktdaten vergleichen wir A.S. Création mit der Entwicklung der Mitglieder des Verbands der deutschen Tapetenhersteller. Allein in den letzten 10 Jahren konnte der jüngste deutsche Tapetenhersteller den Marktanteil um 6 Prozentpunkte steigern.

Abb. 6 : Marktanteilsentwicklung

in % of German Wallpaper Association Sales	1999	2004	2009
A.S. Création market share	25%	28%	31%

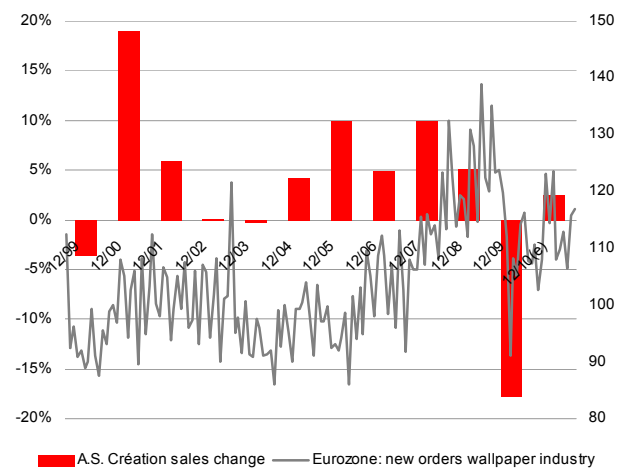
M.M. Warburg Investment Research

Tapetenmarkt erholt sich wieder

Von der amtlichen Statistik gibt es fast keine Zeitreihen zum Tapetenmarkt. Allerdings erhebt Eurostat die Auftragseingänge der europäischen Tapetenproduzenten, somit steht zumindest ein relativ zeitnaher Indikator zur Entwicklung des Tapetenmarkts zur Verfügung. Wie man der untenstehenden Grafik entnehmen kann, ist A.S. Création in den Jahren 2000 bis 2002 und 2004 bis 2006 trotz eines stagnie-

renden Auftragseingangsniveaus in der Branche deutlich gewachsen. Lediglich in den Jahren 1998 (Russlandkrise) und 2009 (Finanzkrise), die jeweils durch dramatische Einbrüche im Russlandgeschäft gekennzeichnet waren, ist der Umsatz von A.S. Création organisch geschrumpft. Nach dem Ordereinbruch des Jahres 2009 zeigt die Auftragsentwicklung allerdings mittlerweile wieder eine steigende Tendenz, wovon A. S. Création entsprechend profitieren sollte.

Abb. 7 : Verbesserte Orderlage

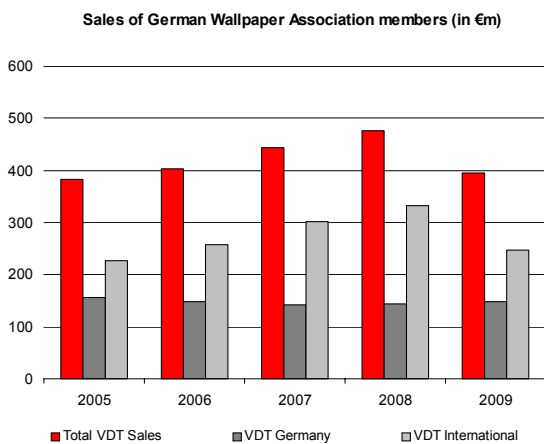


M.M. Warburg Investment Research

Wachstum im Ausland

Wie man in Abb. 8 schön erkennen kann, war der deutsche Tapetenmarkt in den letzten Jahren recht stabil und die deutschen Hersteller haben bis zum Jahr 2008 vor allem durch einen höheren Exportanteil den Umsatz gesteigert. Dies ist zum einen auf das Wachstum in Osteuropa zurückzuführen, zum anderen auf die Konsolidierung der westeuropäischen Tapetenindustrie, die dazu führte, dass in Frankreich, dem größten westeuropäischen Tapetenmarkt, aber auch in England viele namhafte und große Tapetenhersteller inzwischen vom Markt verschwunden sind.

Abb. 8 : **Stabiler Heimatmarkt**



M.M. Warburg Investment Research

Abb.9 : Peer Group

	Price	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Geberit	162.0	3.3	2.9	2.7	11.8	10.7	9.9	13.7	12.6	11.6	15.9	15.6	14.6
Saint Gobain	29.0	0.7	0.6	0.5	7.8	5.2	4.5	14.2	8.2	6.8	25.0	11.3	8.6
Lafarge	36.5	1.9	1.5	1.3	8.5	6.5	5.5	12.5	9.5	7.8	11.5	10.7	8.1
Median extended peer group		1.9	1.5	1.3	8.5	6.5	5.5	13.7	9.5	7.8	15.9	11.3	8.6
Flügger A/S	434.0	0.6	0.6	0.6	5.8	5.2	6.2	8.3	7.4	9.9	13.6	14.4	19.8
Colefax	174.0	0.3	0.3	0.3	3.2	3.4	2.9	6.0	5.0	4.0	10.8	9.7	7.6
Median closest peers		0.5	0.4	0.4	4.5	4.3	4.6	7.2	6.2	7.0	12.2	12.0	13.7
A.S. Création reported	30.6	0.6	0.6	0.6	4.5	4.3	4.2	7.9	7.2	6.6	11.2	9.4	8.5
difference to ext. peers		-70%	-62%	-57%	-47%	-33%	-25%	-43%	-24%	-15%	-29%	-17%	-2%
difference to closest peers		29%	28%	28%	2%	0%	-9%	10%	16%	-5%	-8%	-22%	-38%
A.S. Création adjusted	30.6	0.6	0.6	0.6	4.3	4.2	4.1	7.1	6.9	6.3	8.9	8.5	7.7
difference to ext. peers		-70%	-62%	-57%	-50%	-35%	-27%	-48%	-27%	-18%	-44%	-25%	-11%
difference to closest peers		29%	28%	28%	-4%	-3%	-11%	-1%	11%	-9%	-27%	-30%	-44%

Quelle: FactSet

M.M. Warburg Investment Research

4 Bewertung

4.1 Peer Group Vergleich

Unter den führenden Tapetenherstellern ist einzig A.S. Création börsennotiert. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit aller in der Peer Group einbezogenen Unternehmen liegt daher außerhalb des Tapetenbereichs.

Die dänische Flügger Gruppe ist der beste Peer für A.S. Création. Zwar erwirtschaftet Flügger nur rund 10% des Umsatzes mit Tapeten, ist aber im Übrigen mit Farben, Wandbekleidung und Zubehör in eng verwandten Produkten tätig. Sowohl die Marktkapitalisierung von 137 Mio € als auch der Umsatz von 202 Mio € liegen nahe bei den entsprechenden Werten von A. S. Création. (90 Mio € bzw. 180 Mio €).

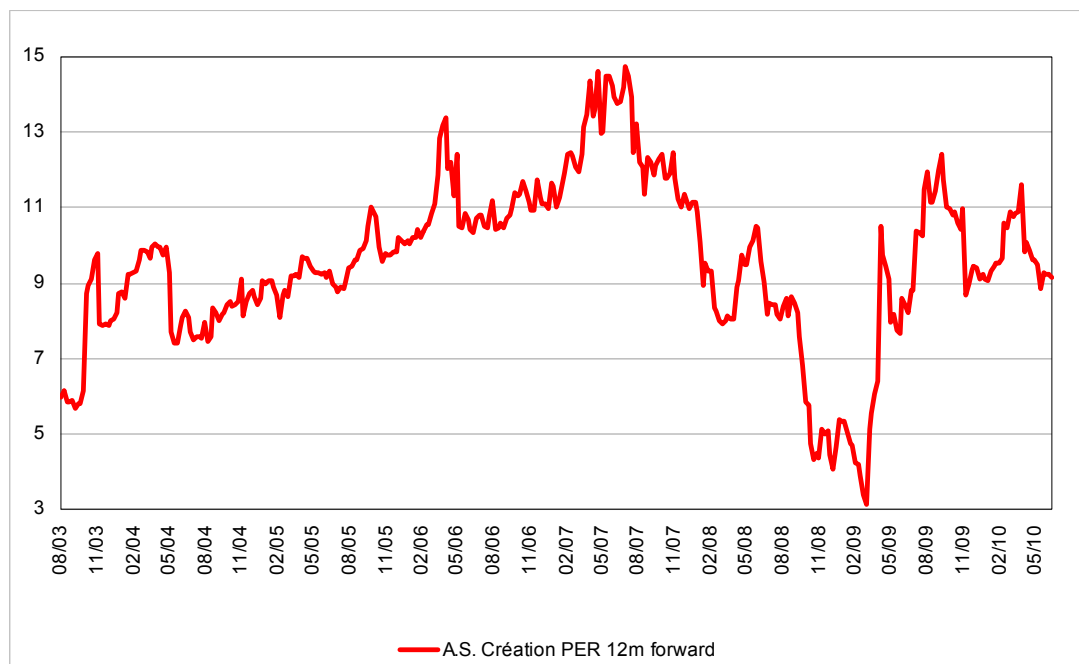
Daneben haben wir noch die Colefax Group in die engere Peer Group einbezogen. Colefax erzielt rund 80% der Umsatzerlöse mit Dekorationsstoffen und 20% mit Tapeten. Allerdings sind sowohl die Marktkapitalisierung von 23 Mio GBP als auch das Margenniveau angesichts einer EBIT-Marge von unter 5% deutlich niedriger als bei A.S. Création.

In unserer erweiterten Peer Group haben wir die führenden europäischen Baustoffhersteller Saint Gobain und Lafarge sowie den Schweizer Sanitärtechnikspezialisten Geberit einbezogen. Diese Unternehmen treten zwar nicht als direkte Wettbewerber von A.S. Création auf, allerdings hängen Sie zumindest teilweise von ähnlichen Trends, wie bspw. der allgemeinen Renovierungstätigkeit ab.

Im Vergleich zu diesen hochkapitalisierten Werten handelt A.S. Création mit einem Discount von 25% bzw. 11% bezogen auf das adj. PER 2010 bzw. 2011. Wir halten zwar einen Abschlag aufgrund der geringeren Liquidität für erforderlich, allerdings ist A.S. Création selbst bei Annahme eines Liquiditätsabschlags von 20% noch unterbewertet.

Insbesondere im direkten Vergleich mit dem closest Peer Flügger ist die Bewertung von A.S. Création attraktiv, denn die Aktie weist auf allen Ergebnisgrößen einen signifikanten Bewertungsabschlag auf.

Abb.10 : Historische Bewertung



Quelle: ThomsonFinancialDatastream

M.M.Warburg Investment Research

4.2 Historische Bewertung

Im Durchschnitt der vergangenen Jahre handelte A.S. Création mit einem PER von 9,6 basierend auf den Ergebnisschätzungen der nächsten 12 Monate. Wir schätzen aktuell für die nächsten 12 Monate ein um die Effekte aus der Kaufpreisallokation bereinigtes EPS von 3,88 €. Basierend auf dem historischen Durchschnittsmultiple würde sich hieraus ein Kursziel von 37 € ergeben.

4.3 DCF Modell

Die Kernannahmen unseres DCF Modells sind ein risikoloser Zinssatz von 4% und eine Marktisikoprämie von 5%. Aufgrund des geringen Börsenumsatzes der Aktie gehen wir von einem Beta von 1,2 aus. Aufgrund der geringen Finanzverschuldung und des exzellenten Track Records hat A.S. Création hervorragende Finanzierungskonditionen; der durchschnittliche Zinssatz der langfristigen Bankschulden liegt bei lediglich 4%. Wir gehen weiterhin von einer unveränderten Kapitalstruktur von 15% Fremdkapital und 85% Eigenkapital aus. Aus diesen Werten ergibt sich ein WACC von 9,0%.

Für die Jahre 2010 bis 2012 unterstellen wir bis auf 9% ansteigende EBIT-Margen. Ab dem Jahr 2013 gehen wir von einer konstanten EBIT-Marge von 8,6%. Dies entspricht dem Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2009; d.h. dem Durchschnittswert des letzten vollständigen Konjunkturzyklus. Da A.S. Créations Investitionsverhalten in den vergangenen Jahren von etlichen Erweiterungsinvestitionen geprägt war, unterstellen wir im Zuge der zurückgehenden Umsatzwachstumsraten niedrigere Investitionen und Abschreibungen. In der Berechnung des Endwerts gehen wir von einem Umsatzwachstum von einem Prozent und einem Rückgang der Investitionen auf das Erhaltungsniveau aus. Mit diesen Werten ergibt sich ein DCF Wert von 42 €.

4.4 Kursziel

Wir bewerten die Aktie ausschließlich auf Basis unseres DCF-Modells. Aufgrund des Mangels an Vergleichsunternehmen aus der Tapetenbranche hat die Peer Group Analyse unseres Erachtens vor allem illustrativen Charakter. Wir starten die Coverage daher mit einem Kursziel von 42 €.

Abb. 11 : DCF-Modell
DCF-Bewertungsmodell A.S.Création

in Mio €	Detailschätzperiode					Übergangsperiode					ewige Rate
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	
Umsatz	185.9	195.2	204.9	213.1	221.6	230.5	238.6	245.7	253.1	260.7	
Veränderung in %	2.5	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0	3.5	3.0	3.0	3.0	1.00
EBIT	14.6	16.0	17.6	18.3	19.1	19.8	20.5	21.1	21.8	22.4	
EBIT-Marge	7.9%	8.2%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	
(EBITDA-Marge)	13.1%	13.0%	13.1%	12.5%	12.2%	12.0%	11.7%	11.5%	11.4%	10.9%	
- Steuern auf EBIT	-4.0	-4.4	-5.0	-4.8	-5.1	-5.4	-5.5	-5.7	-5.9	-6.1	
Steuerquote	27.3%	27.6%	28.2%	26.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	
NOPAT	10.6	11.6	12.6	13.6	13.9	14.5	15.0	15.4	15.9	16.4	
+ Abschreibungen	9.8	9.4	9.2	8.4	8.1	7.8	7.5	7.1	7.0	6.1	
in % der Investitionen	108.9%	64.8%	153.3%	140.0%	135.0%	130.0%	125.0%	120.0%	115.0%	102.0%	
Langfr. Rückst.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
-/- Gewinne / Verluste Abgang AV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Brutto Cashflow	20.4	21.0	21.8	21.9	22.0	22.3	22.4	22.5	22.9	22.5	
Working Capital	-3.2	-4.7	-4.0	-5.9	-2.8	-2.9	-2.7	-2.4	-2.4	-2.5	
Working Capital	56	60	64	70	73	76	79	81	84	86	
WC / Umsatz in %	30.0%	31.0%	31.4%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	
Sonstiges Netto-UV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Netto Cashflow (= operativer CF)	17.2	16.2	17.8	16.0	19.2	19.3	19.8	20.1	20.4	20.0	
Investitionen	-9.0	-14.5	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	-6.0	-5.9	-6.1	-6.0	
Anteil am Umsatz	4.8%	7.4%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	
Sonstiges (Akquis., Verkauf SA/FIA, ...)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Free Cashflow (operativ)	8.2	1.7	11.8	10.1	13.2	13.3	13.8	14.2	14.4	14.0	176.7
Netto Barwert	7.5	1.5	9.1	7.1	8.6	8.0	7.6	7.2	6.6	5.9	74.7

Summe der Netto Barwerte	143.7
- Nettoverschuldung/+ Netto-Cash	-20.6 (2009a)
- Pensionsverpflichtungen	-6.9 (2009a)
- Fremddanteile	0.0 (2009a)
Wert des Eigenkapitals (in Mio €)	116.2
Anzahl der Aktien (in Mio)	2.8
Wert je Aktie (in €)	42.17

Risikoloser Zinssatz	4.00%
Risikoprämie	5.00%
Betafaktor	1.20
Eigenkapitalkosten	10.00%

Fremdkapitalkosten vor Steuern	4.50%
Steuersatz	27.3%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	3.27%

Kapitalstruktur:	
Eigenkapital*	85%
Fremdkapital**	15%

WACC (nach Steuern)	9.0%
Wachstumsfaktor	1%

Sensitivitätsanalyse:		(Spalte: WR, Zeile: WACC)						
	42.17	8.3%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.5%	9.8%
0.25%	44.81	42.97	41.24	39.60	38.06	36.61	35.23	
0.50%	45.82	43.89	42.09	40.39	38.79	37.28	35.85	
0.75%	46.88	44.87	42.99	41.22	39.56	37.99	36.51	
1.00%	48.03	45.92	43.95	42.11	40.37	38.75	37.21	
1.25%	49.25	47.04	44.98	43.05	41.24	39.54	37.95	
1.50%	50.57	48.24	46.07	44.05	42.16	40.39	38.73	
1.75%	51.98	49.53	47.25	45.13	43.15	41.30	39.56	

5 Stärken & Wachstumstreiber

5.1 Intelligentes Markenmanagement

Positionierung als Qualitätsmarke

Obwohl der Tapetenkonsument normalerweise nicht sehr markenbewusst ist, hat das A.S. Création Management dennoch die Produktpalette klar nach Preispunkten und Vertriebslinien segmentiert. Das Label „Innova“ im Einstiegspreissegment wird nicht beworben und wird vor allem für preisaggressive Handelsformate verwendet, in denen die Hauptmarken nicht vertreten sind. Mit den beiden Hauptmarken „A.S. Création“ und „living walls“ sollen dagegen höherpreisige Marktsegmente angesprochen werden. Während die Marke „living walls“ auf etwas jüngere Kunden zielt, führt „A.S. Création“ auch klassische Designmotive. Beiden Marken gemeinsam ist eine hohe Produktqualität und die Umsetzung hochwertiger Designs mit Hilfe anspruchsvoller Drucktechniken, wie bspw. Kombinationen aus Sieb- und Tiefdruck.

Darüber hat A.S. Création die „Architects Paper“ Linie etabliert, die sich an den professionellen Objektbereich richtet (bspw. technisch anspruchsvolle, hochpreisige Produkte wie Sandstein- oder Schiefertapeten, die von einer massiven Wandverkleidung kaum zu unterscheiden sind).

Pionier in der Nutzung von Lizenzmarken

Da sich aufgrund der Eigenheiten des Produkts Tapete (Markenkennzeichnung nur auf der Verpackung nicht aber auf dem Produkt) keine starken, weitläufig bekannten Marken herausgebildet haben, hat A.S. Création frühzeitig versucht diese Lücke zu nutzen.

Durch den Abschluss von Lizenzverträgen mit bekannten Marken außerhalb des Tapetenbereichs und der Kooperation mit Medienformaten hat A.S. Création ein attraktives Feld im Premiumbereich besetzt. Mittlerweile sind zu der 2006 gestarteten Esprit home Linie die Marken Avenzio, Schöner Wohnen, Lars Contzen, Brigitte home und Daniel Hechter hinzugekommen.

Die Bekleidungsmarken Esprit oder Daniel Hechter sind vor allem durch die Marketingaktivitäten im Textilbereich bekannt. Die Kollektion Avenzio, Brigitte Home und Schöner Wohnen beziehen sich hingegen auf Medienformate, d.h. „Schöner Wohnen“ auf das gleichnamige Magazin für Heimdekoration, Brigitte Home auf die älteste deutsche Frauenzeitschrift und Avenzio auf eine Fernsehserie zum Thema Renovierung und Wohnungsausstattung.

Mittlerweile erzielt A.S. Création nach unseren Schätzungen rund 10% des Konzernumsatzes mit Lizenzmarken und das Management plant, den Bereich durch weitere Partnerschaften auszubauen.

5.2 Innovative POS-Konzepte und Nutzung neuer Medien & Vertriebskanäle

Eine der Stärken von A.S. Création ist die Entwicklung innovativer Konzepte am Point of Sale und die Integration neuer Medien in den Verkaufsprozess.

Dies lässt sich am Besten mit einigen Beispielen belegen. Bereits im Jahr 2005 wurde ein Styleguide entwickelt, der die bevorzugte Stilrichtung des Kunden (elegant, natürlich, etc.) ermittelt und passende Tapetenkollektionen vorschlägt. Damit lässt sich die Beratung des Tapetenkunden professionalisieren und verbessern.

Im August 2007 startete der Onlineshop www.tapetenshop.de als erster Shop der großen deutschen Hersteller. Dieser Onlineshop wird in Zusammenarbeit mit den Handelspartnern betrieben, wobei A.S. Création die komplette Abwicklung des Onlineshops übernimmt. Nach Aussagen des Unternehmens ist der Umsatzbeitrag des Online-Shops zwar noch „überschaubar“, allerdings sollten diese Umsätze in Anbetracht des passenden Domainnamens und einer auch für die Tapetenbestellung zunehmenden Penetration des Internet überdurchschnittlich zulegen.

5.3 Herausragende Operative Exzellenz

Neben einer hervorragenden Produktqualität ist ein exzellenter Service für den Handel eine der Stärken von A.S. Création. Dazu gehört auf Wunsch auch die komplette Gestaltung und Betreuung von Tapetenabteilungen im Handel, einschließlich des Nachfüllens der Ware. Der Service von A.S. Création wurde mehrfach von Kunden prämiert, bspw. durch eine Auszeichnung als bester Zulieferer der Baumarktkette Toom oder durch eine Auszeichnung für die beste Verkaufsförderung der deutschen Tapetenhersteller in einer Umfrage der Zeitschrift BTH-Heimtex.

Da ein Großteil des Tapetengeschäfts orderbezogen aus Musterbüchern erfolgt, ist neben der Betreuung der Tapetenabteilungen insbesondere die Lieferfähigkeit ein wichtiges Erfolgskriterium. A.S. Création verfügt über ein modernes Hochregallager mit einer Kapazität von 9 Mio Rollen Tapete und etwa 7000 lieferbaren Artikeln. Trotz dieser Vielzahl von Artikeln erreicht A.S. Création eine Lieferquote von 98.6% innerhalb von 24h, ein exzellenter Wert der die Qualität der Logistik unterstreicht.

Abb. 12 : Rang Verkaufsförderung (Schulnoten)

	Rank
A.S. Création	1.50
Erfurt	1.51
Marburger	1.68
Rasch	1.68
Pickhardt & Siebert	1.75

Quelle: BTH Heimtex

M.M. Warburg Investment Research

5.4 Emerging Markets

Emerging Markets Anteil von 25%

Wie bereits in Punkt 3.5 angesprochen erwirtschaftet A.S. Création 80% des Umsatzes in der EU, allerdings sind seit der EU Osterweiterung hierin auch die Umsätze wichtiger osteuropäischer Märkte wie bspw. Polens enthalten. Bezieht man die osteuropäischen Staaten innerhalb der EU in die Emerging Markets Definition ein, so schätzen wir den Anteil der Emerging Markets am Umsatz auf rund 25% für das Jahr 2009. Allerdings ist vor allem durch die dramatische Abwertung des Rubels der Umsatz in Russland im Jahr 2009 um 50% eingebrochen. Da der Rubel mittlerweile nur noch weniger als 10% unter dem Niveau des Jahres 2008 notiert, haben A.S. Créations Produkte, die alle auf Euro-Basis fakturiert werden, damit deutlich an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen.

Expansion in Russland

Neben der Erholung des bestehenden Russlandgeschäfts ist der Aufbau einer eigenen Produktion in Russland in einem 50:50 Joint Venture mit dem lokalen Tapetenhersteller Kof Palitra Teil der Strategie. Hierbei wird der Partner die Verantwortung für die Produktion übernehmen, während die Produktentwicklung und der Vertrieb in der Hand von A.S. liegen werden. Dieses Modell hat mehrere Vorteile. Zum einen gibt A.S. Création wichtige Kundenkontakte nicht aus der Hand, zum anderen sind für den Aufbau und Betrieb lokale Kontakte und Know-how unerlässlich, die Kof Palitra beisteuern kann.

Zukünftig wird A.S. Créations Wettbewerbsfähigkeit also nicht mehr so stark unter Wechselkursschwankungen leiden. Zudem kann mit dem Joint Venture nunmehr nicht nur das obere, sondern auch das mittlere Preissegment in Russland abgedeckt werden.

Das Investitionsvolumen für das Joint Venture ist mit maximal 25 Mio € angesetzt, demzufolge entfallen 12,5 Mio € auf A.S. Création.

5.5 Akquisitionen

A.S. Création verfolgt eine sehr disziplinierte und wertschaffende Akquisitionsstrategie. Der Fokus liegt dabei weniger im Erwerb von Produktionsunternehmen, sondern auf der Erweiterung der Vertriebsplattform.

Die jüngste Transaktion war die Akquisition der beiden französischen Tapetengroßhändler MCF (70%) und SCE (75%). Der Kaufpreis betrug 16,1 Mio € zuzüglich weiterer voraussichtlich 7,0 Mio € für den bis Ende 2011 geplanten Erwerb der ausstehenden Minderheitsanteile. Angesichts eines Umsatzbeitrags der erworbenen Gesellschaften von 40 Mio € im Jahr 2009 entspricht der Kaufpreis einem EV/Umsatz multiple von 0,6, d.h. exakt dem Niveau auf dem die A.S. Création Aktie momentan bewertet ist. Da

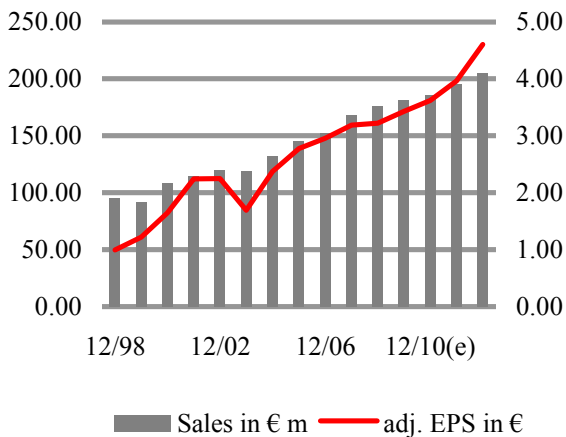
A.S. Création einen Teil des zuvor von anderen Tapetenherstellern bezogenen Sortiments bereits im ersten Jahr nach der Transaktion durch eigene Ware ersetzen konnte, hat diese Übernahme im Jahr 2009 zur verbesserten Auslastung der Produktionskapazitäten beigetragen. Die MCF/SCE Übernahme in Kombination mit einem konsequenten Kostenmanagement und einer Entlastung bei den Rohstoffkosten (Farben, Papier/Vlies und Energie) hat daher zu einem Anstieg des um die Effekte der Kaufpreisallokation bereinigten EBITs um 2 Mio € oder 15% geführt. Angesichts eines organischen Umsatzrückgangs von 17,8% im Jahr 2009 ist dies beachtlich. Zwar lässt sich der Ergebnisbeitrag (inkl. Synergien) dieser Übernahme nicht exakt herausrechnen, wir schätzen allerdings rund 3 Mio € was einem Kaufpreismultiple von weniger als 8 mal EV/EBIT entspricht. Daher kann diese Akquisition unseres Erachtens bereits heute als Erfolg betrachtet werden. Zusätzlich zu den bereits bisher realisierten Synergien, erwarten wir in den kommenden 2 Jahren einen weiteren Beitrag von rund 0,5 Mio €, da ein Teil der bisher vertriebenen Fremdprodukte erst nach turnusgemäßem Austausch der Tapetenmusterbücher durch A.S. Création Ware ersetzt werden kann.

Die Übernahme von MCF & SCE war bisher die größte Transaktion von A.S. Création. Allerdings war die Akquisition von drei kleineren Tapetengroßhändlern in Frankreich und den Niederlanden im Jahr 2004 ebenfalls auf die Stärkung der Vertriebskraft ausgerichtet. Auch diese Übernahme werten wir als Erfolg, denn der Kaufpreis von lediglich 1,4 Mio € war angesichts des Umsatzvolumens von 8 Mio € sehr niedrig. Zudem ermöglichten diese übernommenen Gesellschaften auch im Folgejahr in einem stabilen Markt ein überproportionales Wachstum von 10% auf Konzernebene.

Angesichts des durchweg positiven Akquisitions-Track-Records des aktuellen Managements sehen wir Übernahmen durchaus als weitere Wachstumschance für A.S. Création. Den Schwerpunkt erwarten wir allerdings vor allem in einer Ausweitung des Vertriebs.

6 Finanzhistorie & Ausblick

Abb. 13 : Exzellenter Track Record



Quelle: A.S. Création

M.M. Warburg Investment Research

Beeindruckende Finanzhistorie

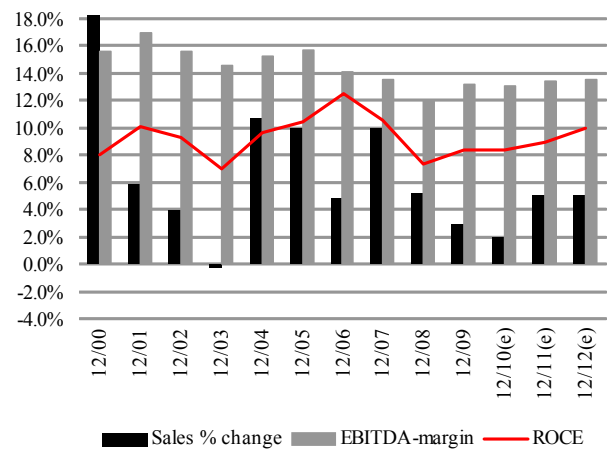
Seit 1998, dem Jahr des Börsengangs, bis 2009 hat A.S. Création den Umsatz um durchschnittlich 6% p.a. gesteigert und auf EPS-Ebene sogar ein Wachstum von 12% p.a. erzielt. In Anbetracht der reifen europäischen Tapetenindustrie eine beeindruckende Historie. Dabei ist insbesondere auch die Stabilität der Marge im Konjunkturzyklus bemerkenswert: so erwirtschaftete A.S. Création auch in allen Rezessionen der letzten Jahre zweistellige EBITDA-Margen (Zwar ist die EBITDA-Marge seit 2000 gesunken, allerdings ist dies vor allem auf den Ausbau der Handelsaktivitäten und die Rohstoffpreisspralle des Jahres 2008 zurückzuführen, denn die Rendite auf das eingesetzte Kapital ist nicht nachhaltig gefallen).

Finanzkrise hervorragend gemeistert

Trotz eines organischen Umsatzeinbruchs von 18% im vergangenen Jahr, hat A.S. Création die Finanzkrise wirtschaftlich hervorragend gemeistert. Denn durch den Zukauf der Tapetengroßhändler MCE & SCF in Frankreich konnte A.S. Création sogar noch einen Umsatzzuwachs von 2,9% vermelden.

Der berichtete Jahresüberschuss 2009 ist trotz des deutlichen organischen Umsatzeinbruchs von 18% und der erheblichen Belastung durch die Effekte der Kaufpreisallokation (ppa) lediglich um 15% gesunken. Bereinigte man das EPS 2009 um die ppa und die Belastung durch die Neubewertung der Pensionsrückstellungen (niedrigere Zinssätze), so ergibt sich sogar ein EPS-Wachstum von 6% auf 3,43€! In Anbetracht des Konjunkturmilieus ein exzellenter Wert.

Abb. 14 : Geringe Margenschwankungen



Quelle: A.S. Création

M.M. Warburg Investment Research

Der Free Cash flow des Jahres 2009 ist sogar noch eindrucksvoller als die Ergebnisentwicklung. Infolge des drastischen Einbruchs des (organischen) Umsatzes konnte A.S. Création den Lagerbestand reduzieren und komplett auf Erweiterungsinvestitionen verzichten. Daher erwirtschaftete das Unternehmen im vergangenen Jahr einen Free cash flow vor Dividende und Akquisitionen von 21 Mio € oder 7,57 € je Aktie

Deutlicher EPS Anstieg erwartet

Wir gehen davon aus, dass sich nach dem starken Einbruch des Tapetengeschäfts im vergangenen Jahr, die Umsatzerholung weiter fortsetzen wird. Darauf deuten die steigenden Auftragseingänge der europäischen Tapetenindustrie hin.

Trotz der Halbierung des Osteuropageschäfts im vergangenen Jahr, haben wir bisher noch keine Anzeichen für eine dynamische Erholung in dieser Region. Im Gegenteil im ersten Halbjahr ist der Umsatz sogar noch um 10% geschrumpft. Allerdings gehen wir von einem niedrigen Niveau kommend wieder von einer Belebung aus, da durch den Anstieg des Rubels die A.S. Création Produkte wieder deutlich wettbewerbsfähiger geworden sind. In Westeuropa erwarten wir eine Fortsetzung des bereits in Q1 begonnenen Aufwärtstrends. Aufgrund der überdurchschnittlich positiven Entwicklung des Arbeitsmarkts in Deutschland erwarten wir hier einen höheren Zuwachs als in Westeuropa. Insgesamt gehen wir für das laufende Jahr von einem Umsatzzuwachs von 2% aus.

Im Gegensatz zum vergangenen Jahr rechnen wir für 2010 wieder mit Belastungen durch höhere Rohstoffkosten. Haupttreiber sind hier Kosten für Farben und für Papier/Vlies sowie die Energiekosten. Vor allem durch die geringeren Belastungen der Rohermarge durch die

Kaufpreisallokation (35bp ppa) erwarten wir einen leichten Anstieg der Rohertragsmarge um 50bp auf 48,5%.

Da A.S. Création auf vergleichbarer Basis im vergangenen Jahr rund 8% der Mitarbeiter abgebaut hat, erwarten wir im laufenden Jahr wieder eine deutliche Verbesserung der Arbeitproduktivität. Die sonstigen Kosten sollten allerdings bezogen auf der Umsatz nur marginal zulegen (+20bp).

Im laufenden Jahr sollte das berichtete EPS um etwas über 20% auf 3,27 € steigen. Neben den bereits dargelegten operativen Treibern, sind hierfür die im Jahr 2010 0,7 Mio € niedrigeren Belastungen aus ppa verantwortlich, daneben rechnen wir nicht mit einer nochmaligen Senkung des Diskontierungsfaktors der Pensionen, was das Ergebnis des Jahres 2010 um weitere 0,7 Mio € entlasten sollte.

A.S. Création nimmt selbst keine Bereinigungen im EPS vor (was wir sehr schätzen). Sowohl für die Bewertung als auch für die Beurteilung der operativen Dynamik halten wir allerdings die Betrachtung eines um ppa und einmalige Effekte bereinigten EPS für sinnvoller. Im EPS des Jahres 2009 haben wir 0,7 Mio € aus der Erhöhung des Diskontierungsfaktors der Pensionsrückstellungen und insgesamt 2,1 Mio € aus Belastungen der Kaufpreisallokation bereinigt. Von den ppa Belastungen beziehen sich jeweils ein Drittel auf die Bewertung der übernommenen Vorräte, die Abschreibung des Kundenstamms und höhere Abschreibungen übernommener Vermögensgegenstände nach der Neubewertung. Während der erste Punkt lediglich im Jahr 2009 belastet hat, werden die Abschreibungen noch bis 2012 bzw. bis 2017 anfallen.

Mit diesen Parametern gehen wir für das Jahr 2010 von einem Anstieg des adj. EPS von 6% auf 3,62 € aus.

Im Jahr 2011 rechnen wir wieder mit Wachstum in Osteuropa und infolgedessen einer Beschleunigung des Umsatzwachstums auf 5%, also nahezu dem durchschnittlichen

Wachstumtempo der vergangenen Jahre. Daher erwarten wir im kommenden Jahr wieder ein zweistelliges Wachstum des adj. EPS. Im Jahr 2012 erwarten wir schließlich die ersten Erträge aus dem Joint Venture mit Kof Palitra in Russland.

Cash-flow: Aufbau der Fabrik in Russland belastet

Im laufenden Jahr soll der Bau der Fabrik für das Joint Venture mit Kof Palitra in Russland beginnen. Das Management erwartet Investitionen von maximal rund 25 Mio € für das Gesamtprojekt, von denen A.S. Création 50% zu tragen hätte. D.h. wir gehen in den nächsten 2 Jahren von zusätzlichen Investitionen von 12,5 Mio € aus. Da wir zudem nur noch geringen Spielraum zum weiteren Abbau des Working Capitals sehen, sollte der Free Cash flow im laufenden Jahr auf 6,4 Mio € zurückgehen. Bereinigt man den Free Cash flow allerdings um die Erweiterungsinvestitionen in Russland in Höhe von rund 3 Mio € im Jahr 2010 (MMW-Schätzung), so erzielt A.S. Creation auch im laufenden Jahr einen Free Cash flow von 3,3 € pro Aktie, was einer Free Cash flow Rendite von mehr als 10% entspricht.

Grundsolide Bilanz

Angesichts einer Nettoverschuldung von lediglich 21 Mio. € ist die Bilanz von A.S. Création mehr als solide (Nettoverschuldung / EBITDA < 0,9). Das Gearing liegt bei rund 25% und die Eigenkapitalquote bei 51%. Trotz einiger kleinerer Übernahmen in der Vergangenheit beträgt der aktivierete Firmenwert lediglich 7,7 Mio €, d.h. der Buchwert des Eigenkapitals abzüglich Goodwill beträgt 76 Mio € oder 27,4 € je Aktie.

Halbjahreszahlen bestätigen Wachstumstrend

Im ersten Halbjahr erzielte A.S. Création ein Umsatzwachstum von 2%, leicht unter unserer erwarteten Wachstumsrate von 2,5% für das Gesamtjahr. Für das zweite Quartal isoliert betrachtet ergibt sich sogar ein leichter Umsatzrückgang.

Fig. 15: Berechnung des bereinigten EPS

in €m, except EPS	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Net income reported	9,98	8,92	7,50	9,00	9,95	11,71
EPS (reported)	3,59	3,22	2,72	3,27	3,61	4,25
adjustments:						
purchase price allocation	0,0	0,0	2,1	1,4	1,4	1,4
pension revaluation	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
one time taxes	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
total adjustments pre tax	-1,1	0,0	2,8	1,4	1,4	1,4
total adjustments after tax	-1,1	0,0	1,9	1,0	1,0	1,0
Adjusted net income	8,86	8,92	9,45	9,97	10,92	12,69
EPS (adjusted)	3,18	3,22	3,43	3,62	3,96	4,60
+/-%	7,7%	1,1%	6,5%	5,5%	9,6%	16,2%

M.M.Warburg Investment Research



Abb. 16: Quartalszahlen

in EURm, except EPS	Q2 2010	Q2 2009	+/- in %	H1 2010	+/- in %
Sales	42,0	43,0	-2,5%	93,8	2,0%
Gross profit	21,6	20,3	6,7%	47,1	
Gross margin	51,5%	47,1%		50,2%	
EBIT	3,0	2,6	15,5%	8,0	19,8%
EBIT-Margin	7,1%	6,0%		8,6%	
EBT	2,5	2,0	22,6%	7,0	24,1%
Net income	1,7	1,4	17,2%	4,8	20,7%
EPS, basic	0,61	0,52	17,3%	1,74	20,8%

M.M.Warburg Investment Research

Dies ist allerdings lediglich auf den „extrem schwachen“ Monat April zurückzuführen, danach hat sich die Umsatzentwicklung wieder verbessert. Insofern sollte man in den Umsatzrückgang in Q2 keinen Trend hereininterpretieren. Regional ist weiterhin vor allem der Absatz in Osteuropa sehr schwach, in diesen Regionen schrumpften die Umsätze im ersten Halbjahr um fast 10%.

Vor allem aufgrund der starken Rohertragsentwicklung und geringerer Belastungen aus ppa sind EBIT und Jahresüberschuss in H1 um 20 bzw. 21% gestiegen.

Mit Veröffentlichung der Q2 Zahlen hat das Management auch erstmals seit Ausbruch der Finanzkrise wieder die Guidance quantifiziert. Der Vorstand geht nunmehr von einem Umsatz zwischen 185 und 190 Mio € und einem Jahresüberschuss von 8,5 bis 9,5 Mio € aus. Wir rechnen mit einem Umsatz am unteren Ende der Spanne (MMWe 186 Mio €) und einem Jahresüberschuss in der Mitte der Spanne (MMWe 9,0 Mio €).

Jörg Phlipp Frey

Abb. 17 : A.S. Création: Gewinn- und Verlustrechnung

A.S. Creation						
Profit & Loss (EURm)	12/07	12/08	12/09	12/10(e)	12/11(e)	12/12(e)
Total sales	167,63	176,22	181,33	185,86	195,15	204,91
+/- %	10,0%	5,1%	2,9%	2,5%	5,0%	5,0%
Decrease or increase in finished goods	4,62	4,04	-4,11	1,00	0,75	0,75
Other activated expenses	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Total operating performance (TOP)	172,28	180,27	177,22	186,86	195,90	205,66
Cost of materials	93,60	99,26	90,22	96,23	101,87	106,94
Gross operating income	78,68	81,01	87,00	90,63	94,03	98,72
<i>in % of sales</i>	46,9%	46,0%	48,0%	48,8%	48,2%	48,2%
<i>in % of TOP</i>	45,7%	44,9%	49,1%	48,5%	48,0%	48,0%
Personnel expenses	34,78	36,18	37,71	39,27	40,73	42,61
<i>in % of sales</i>	20,2%	20,1%	21,3%	21,0%	20,8%	20,7%
Other operating income/expenses	20,50	23,11	26,00	26,95	27,91	29,30
<i>in % of sales</i>	12,2%	12,4%	14,3%	14,5%	14,3%	14,3%
Other operating income	2,28	0,72	1,15	1,00	1,00	1,00
<i>in % of sales</i>	1,3%	0,4%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%
Other taxes	0,18	0,20	0,53	0,13	0,13	0,13
Other operating expenses	22,60	23,64	26,62	27,82	28,78	30,17
<i>in % of sales</i>	13,1%	13,1%	15,0%	14,9%	14,7%	14,7%
EBITDA	23,40	21,72	23,29	24,41	25,40	26,80
<i>EBITDA margin (%)</i>	13,6%	12,0%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%
Dep'n of tang. and intang. assets	8,40	8,22	9,86	9,80	9,40	9,20
EBIT	15,01	13,50	13,43	14,61	16,00	17,60
<i>EBIT margin (%)</i>	8,7%	7,5%	7,6%	7,8%	8,2%	8,6%
Financial results	-0,443	-0,65	-2,59	-1,62	-1,63	-0,93
Income from investments	0,00	-0,03	-0,03	0,00	0,00	0,50
Interest expenses	1,18	1,30	2,62	1,67	1,68	1,48
Interest income	0,74	0,68	0,06	0,05	0,05	0,05
Profit(loss) on ord. activities (EBET)	14,56	12,86	10,83	12,99	14,36	16,67
+/- %	14,9%	-11,7%	-15,7%	19,9%	10,6%	16,1%
Extraordinary expenses	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Extraordinary income	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pre-tax profit (loss) (EBT)	14,56	12,86	10,83	12,99	14,36	16,67
+/- %	14,9%	-11,7%	-15,7%	19,9%	10,6%	16,1%
<i>in % of sales</i>	8,7%	7,3%	6,0%	7,0%	7,4%	8,1%
Taxation on income	4,58	3,93	3,33	3,99	4,41	4,96
<i>Total taxation as % of pre-tax profit</i>	31,4%	30,6%	30,8%	30,7%	30,7%	29,8%
Net income	9,98	8,92	7,50	9,00	9,95	11,71
+/- %	-1,9%	-10,6%	-16,0%	20,0%	10,6%	17,6%
<i>in % of sales</i>	5,8%	5,0%	4,2%	4,8%	5,1%	5,7%
Minority interest	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net earnings	9,98	8,92	7,50	9,00	9,95	11,71
EPS (€), pre extraordinary and ppa	3,18	3,22	3,43	3,62	3,96	4,60
+/- %	7,7%	1,1%	6,5%	5,5%	9,6%	16,2%
EPS (€), IAS 33	3,59	3,22	2,72	3,27	3,61	4,25
+/- %	-1,9%	-10,3%	-15,4%	20,0%	10,6%	17,6%
Number of ord. shares (m)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	4,00
Weighted average shares outstanding (m)	2,78	2,77	2,76	2,76	2,76	2,76
Dividend per share (in €), ordinary	1,60	1,40	1,20	1,47	1,63	1,91

M.M. Warburg Investment Research



Abb. 18: A.S. Création: Cashflow-Entwicklung

Cash Flow in EUR m	12/07	12/08	12/09	12/10(e)	12/11(e)	12/12(e)
EBIT	15,006	13,50	13,43	14,61	16,00	17,60
+Depreciation	8,396	8,22	9,86	9,80	9,40	9,20
+/- ch. in provisions	-0,060	-0,01	-0,02	0,00	0,00	0,00
+/- other (non cash)	0,956	0,89	-0,74	-0,45	-0,28	-0,29
- Taxes	4,549	3,93	3,33	3,99	4,41	4,96
+/- Losses/Profits on disposals of fixed assets	-0,060	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00
+ Financial result	-0,443	-0,65	-2,59	-1,62	-1,63	-0,93
-/+ change in inventories	4,955	3,37	-6,27	1,74	3,11	2,29
-/+ change in receivables	3,105	1,27	-4,80	1,55	1,86	1,95
+/- change in accounts payable	0,625	-4,65	0,29	0,04	0,51	0,54
= change in working capital	7,435	9,29	-11,36	3,25	4,46	3,71
Operating Cash flow	11,811	8,73	28,02	15,11	14,61	16,91
+/- Disposals of fixed assets	0,157	0,08	0,12	0,00	0,00	0,00
- Capital expenditures	11,232	23,89	5,77	9,00	14,50	6,00
of which tangible assets	11,052	11,76	5,14	5,50	5,00	5,00
of which intangible assets	0,180	9,70	0,16	0,50	0,50	0,50
of which financial assets	0,000	0,15	0,48	3,00	9,00	0,50
Cash flow from investing activities	-11,075	-23,81	-5,65	-9,00	-14,50	-6,00
- Dividend payment for previous year	4,594	4,46	3,86	3,31	4,05	4,48
- Dividend payment for minorities	0,000	0,00	2,20	0,00	0,00	0,00
+/- ch. in pension provisions	-0,352	-0,28	0,86	0,30	0,30	0,30
+/- Changes in financial debt	2,663	20,36	-9,81	-4,00	-4,00	-4,00
+/- Changes due to share issues and similar	0,000	-0,91	0,00	0,00	0,00	0,00
= Net cash inflow/outflow from financing	-2,284	14,72	-15,01	-7,01	-7,75	-8,18
= Change in liquid funds	-1,548	-0,36	7,367	-0,90	-7,63	2,73
Free cash flow	0,384	-15,36	21,03	6,41	0,41	11,21
FCF before dividends&acquisitions	0,38	0,87	21,03	6,41	0,41	11,21
FCF per share before dividends & acquisitions	0,14	0,31	7,57	2,31	0,15	4,03

M.M. Warburg Investment Research

Abb. 19 : A.S. Création: Bilanzstruktur

in EUR m	12/07	12/08	12/09	12/10(e)	12/11(e)	12/12(e)
Assets						
Intangible assets	1,415	10,75	10,60	10,30	10,00	9,70
Tangible assets	49,331	51,31	54,68	51,18	47,58	44,18
Financial assets	0,000	0,11	0,53	3,53	12,53	13,03
Fixed assets	50,746	62,16	65,81	65,01	70,11	66,91
Stocks	33,963	46,59	41,01	42,75	45,86	48,15
Accounts receivable	27,898	40,89	35,62	37,17	39,03	40,98
Other assets	5,032	6,69	5,13	5,58	5,85	6,15
Deferred taxes	2,918	3,96	3,26	3,26	3,26	3,26
Liquid funds	4,000	3,64	11,01	10,11	2,47	5,20
Current assets	73,811	101,77	96,03	98,86	96,48	103,74
Prepayments + deferred exp	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Balance sheet total	124,557	163,93	161,84	163,87	166,59	170,65
Liabilities						
Issued K	9,000	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
K reserve	13,757	13,76	13,76	13,76	13,76	13,76
Profit Reserves	38,437	41,50	44,57	44,57	44,57	44,57
Balance sheet profit	18,776	20,00	20,44	26,13	32,03	39,26
Other	-3,068	-3,96	-3,98	-3,98	-3,98	-3,98
Minority interest	0,000	2,84	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital + Reserves	76,901	83,13	83,78	89,47	95,37	102,60
Pension provisions	5,800	6,01	6,87	7,17	7,47	7,77
Tax Provisions	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other provisions	0,131	0,12	0,10	0,10	0,10	0,10
Deffered taxes	4,736	5,79	9,71	9,71	9,71	9,71
Financial debt	18,504	41,43	31,63	27,63	23,63	19,63
Accounts payable	9,218	10,75	10,18	10,22	10,73	11,27
Other liabilities	9,267	16,70	19,58	19,58	19,58	19,58
Deferred income	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Balance sheet total	124,557	163,93	161,84	163,87	166,59	170,65
Net working capital	52,643	76,7	66,5	69,7	74,2	77,9
+/- %	0,164	45,8%	-13,4%	4,9%	6,4%	5,0%
Net working capital (incl. others)	48,408	66,7	52,0	55,7	60,4	64,4
+/- %	0,154	37,8%	-22,1%	7,1%	8,5%	6,6%
Net debt	14,504	37,79	20,62	17,52	21,15	14,43

M.M.Warburg Investment Research



Diese Seite wurde absichtlich freigelassen

A.S. Création Tapeten

JÖRG PHILIPP FREY, +49 40 3282-2590

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	167,6	176,2	181,3	185,9	195,2	204,9	
Gesamtleistung	172,3	180,3	177,2	186,9	195,9	205,7	
Materialaufwand	-93,6	-99,3	-90,2	-96,2	-101,9	-106,9	
Personalaufwand	-34,8	-36,2	-37,7	-39,3	-40,7	-42,6	
Sonst. betriebl. Ergebnis	20,5	23,1	26,0	26,9	27,9	29,3	
EBIT DA	23,4	21,7	23,3	24,4	25,4	26,8	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	-8,4	-8,2	-9,9	-9,8	-9,4	-9,2	
EBIT	15,0	13,5	13,4	14,6	16,0	17,6	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	15,0	13,5	13,4	14,6	16,0	17,6	
Finanzergebnis	-0,4	-0,6	-2,6	-1,6	-1,6	-0,9	
Ergebnis vor Steuern	14,6	12,9	10,8	13,0	14,4	16,7	
EE-Steuern	-4,6	-3,9	-3,3	-4,0	-4,4	-5,0	
(Steuerquote in %)	31,4	30,6	30,8	30,7	30,7	29,8	
Jahresüberschuss	10,0	8,9	7,5	9,0	10,0	11,7	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	10,0	8,9	7,5	9,0	10,0	11,7	
Ergebnis je Aktie (St.)	3,18	3,22	3,43	3,62	3,96	4,60	
Wachstum (in%) CAGR (07/12)							
Gesamtleistung	3,6 %	11,4	4,6	-1,7	5,4	4,8	5,0
EBIT DA	2,8 %	7,7	-7,2	7,3	4,8	4,0	5,5
EBIT	3,2 %	9,2	-10,0	-0,5	8,8	9,5	10,1
Jahresüberschuss	3,2 %	-1,9	-10,6	-16,0	20,0	10,6	17,6
Kostenintensitäten (in % der Gesamtleistung)							
Materialaufwandsquote	54,3	55,1	50,9	51,5	52,0	52,0	
Personalaufwandsquote	20,2	20,1	21,3	21,0	20,8	20,7	
Abschreibungsquote	4,9	4,6	5,6	5,2	4,8	4,5	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	23,0	21,4	24,1	24,7	25,7	27,1	
Operativer Cash flow	15,6	12,1	35,5	21,5	21,2	23,4	
Investiver Cash flow	-11,2	-23,9	-5,8	-9,0	-14,5	-6,0	
Free Cash flow	4,3	-11,8	29,7	12,5	6,7	17,4	
Cash earnings	18,0	16,9	18,2	19,1	19,7	21,2	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	248,3	245,1	230,4	242,3	250,2	256,1	
Personalaufwand / Mitarbeiter	-51,5	-50,3	-47,9	-51,2	-52,2	-53,3	
EBIT / Mitarbeiter	22,2	18,8	17,1	19,0	20,5	22,0	
Rentabilität (in %)							
EBIT DA / Gesamtleistung	13,6	12,0	13,1	13,1	13,0	13,0	
EBIT / Gesamtleistung	8,7	7,5	7,6	7,8	8,2	8,6	
Ergebnis v. Steuern / Gesamtleistung	8,5	7,1	6,1	6,9	7,3	8,1	
Jahresüberschuss / Gesamtleistung	5,8	5,0	4,2	4,8	5,1	5,7	
EK-Rendite	13,0	10,7	9,0	10,1	10,4	11,4	
GK-Rendite	8,0	5,4	4,6	5,5	6,0	6,9	
ROCE	15,4	10,6	12,1	12,8	12,9	14,1	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	49,3	51,3	54,7	51,2	47,6	44,2	
Firmenwert	---	---	---	---	---	---	
Working capital	48,4	66,7	52,0	55,7	60,4	64,4	
Umlaufvermögen	73,8	101,8	96,0	98,9	96,5	103,7	
Capital employed (CE)	97,2	126,9	111,3	114,2	124,0	124,8	
Eigenkapital	76,9	83,1	83,8	89,5	95,4	102,6	
Eigenkapitalquote in %	61,7	50,7	51,8	54,6	57,3	60,1	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	14,5	37,8	20,6	17,5	21,2	14,4	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	20,3	43,8	27,5	24,7	28,6	22,2	
Gearing in %	18,9	45,5	24,6	19,6	22,2	14,1	
Kurs St. am 24.08.2010: 30,60 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	3,18	3,22	3,43	3,62	3,96	4,60	
Cash Flow je Aktie (€)	6,47	6,08	6,61	6,93	7,13	7,69	
Aktienanzahl St. (Mio)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
KGV St.	14,1	9,8	5,8	8,5	7,7	6,6	
KCFV	6,9	5,2	3,0	4,4	4,3	4,0	
EV / Umsatz	0,87	0,75	0,45	0,59	0,58	0,52	
EV / EBIT DA	6,2	6,1	3,5	4,5	4,4	4,0	
EV / EBIT	9,7	9,7	6,1	7,5	7,1	6,1	

Anhang I: Internationaler Vergleich

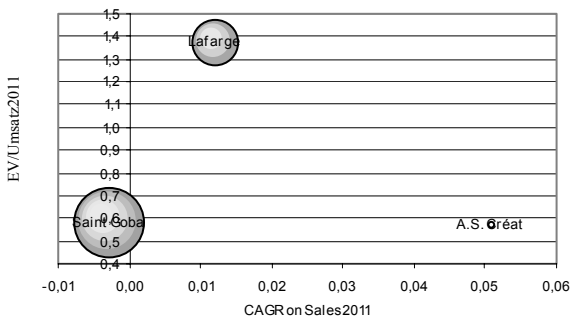
Sektor

Abb. 6 : Peer-Group

	Anm.	Reuters Code	Kurs (€) 24.08.2010	Markt- Kapitalisierung	KGV			
					2009	2010e	2011e	2012e
A.S. Création Tapeten	1)	ACWG.DE	30,60	84	5,8	8,5	7,7	6,6
Colefax Colefax	2)	CFX.L	2,12	31	---	---	---	---
Fluegger Fluegger	2)	FLUGbDKK.D	58,27	140	---	---	---	---
Geberit Geberit	2)	GEBN.VX	123,78	5.073	---	---	---	---
Lafarge	2)	LAFP.PA	36,47	10.446	15,1	9,8	7,7	5,9
Saint Gobain	2)	SGOB.PA	28,96	15.369	23,1	11,5	8,8	7,3
Durchschnitt					14,7	9,9	8,1	6,6
Median					15,1	9,8	7,7	6,6
Gesamt				31.143				

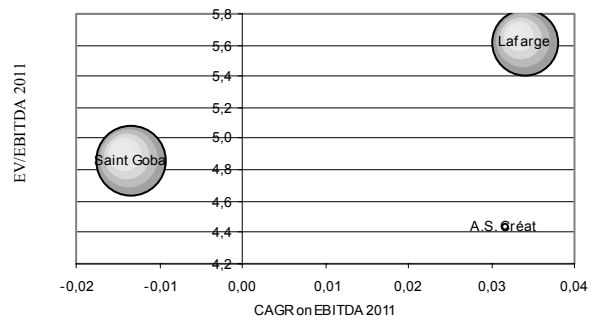
Anm. : 1) M.M.Warburg Schätzungen, 2) FactSet Konsensschätzungen

Abb. 7 : Umsatzwachstum/-multiple



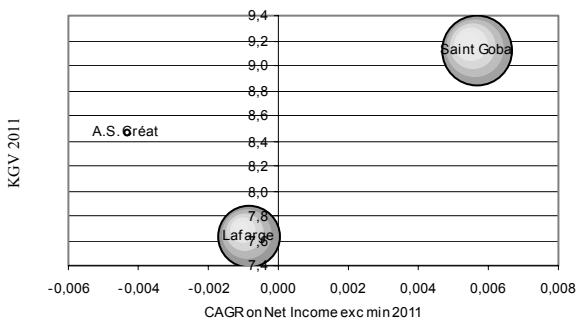
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 8 : EBITDA-Wachstum/-multiple



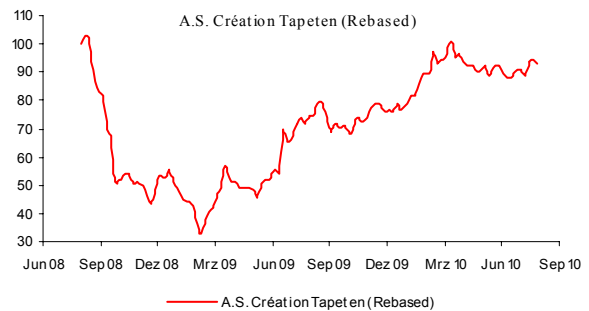
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 9 : Jahresüberschuss-Wachstum und KGV



M.M.Warburg Investment Research

Abb. 10 : Performance und Benchmarkindex



Quelle : FactSet

M.M.Warburg Investment Research

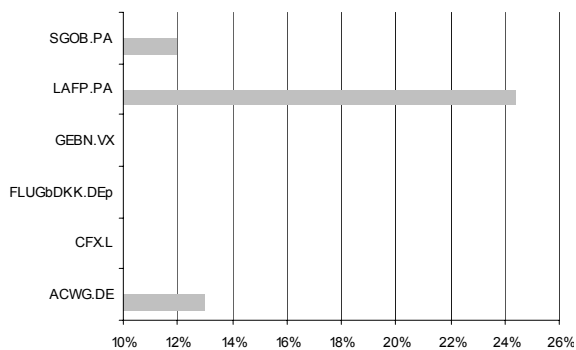
Sektor

Abb. 6 : Peer-Group ASCREA (Fortsetzung)

PEG		EV/Umsatz				EV/EBITDA				Performance	
2011e	2012e	2009	2010e	2011e	2012e	2009	2010e	2011e	2012e	1 Jahr	1 Monat
1,07	0,64	0,45	0,59	0,58	0,52	3,5	4,5	4,4	4,0	22,4	2,0
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	58,9	7,4
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	56,1	3,1
---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-1,0	-3,7
---	0,23	1,91	1,51	1,37	1,22	8,4	6,4	5,6	4,8	-38,0	-15,4
---	0,16	0,74	0,63	0,58	0,53	7,5	5,7	4,9	4,2	-11,5	-11,9
1,07	0,34	1,03	0,91	0,84	0,76	6,5	5,5	5,0	4,3	14,5	-3,1
1,07	0,23	0,74	0,63	0,58	0,53	7,5	5,7	4,9	4,2	10,7	-0,8

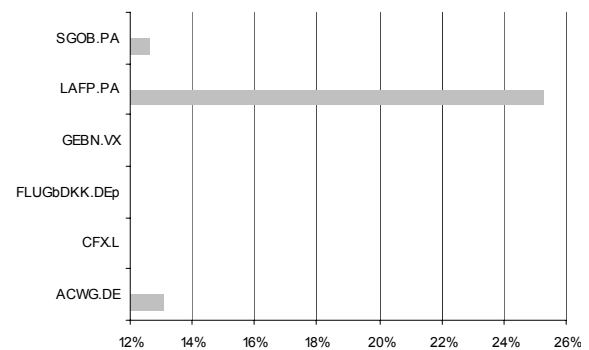
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 11 : EBITDA-Marge 2011e



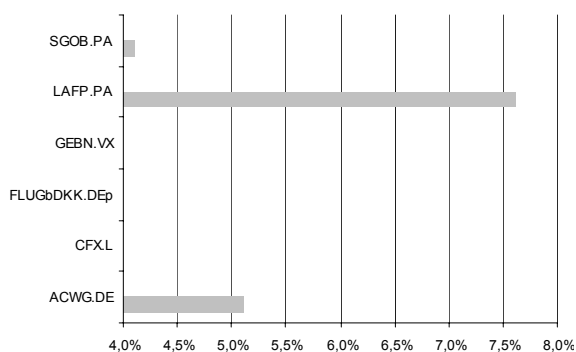
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 12 : EBITDA-Marge 2012e



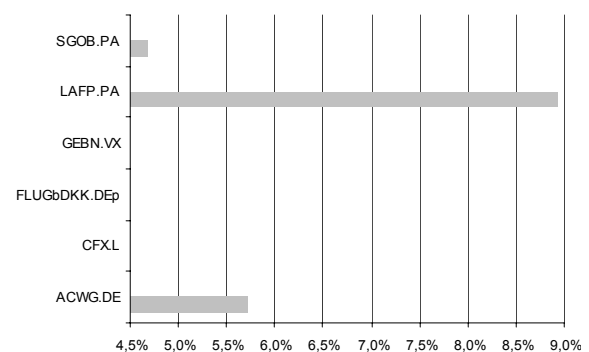
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 13 : Nettoumsatzrendite 2011e



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 14 : Nettoumsatzrendite 2012e

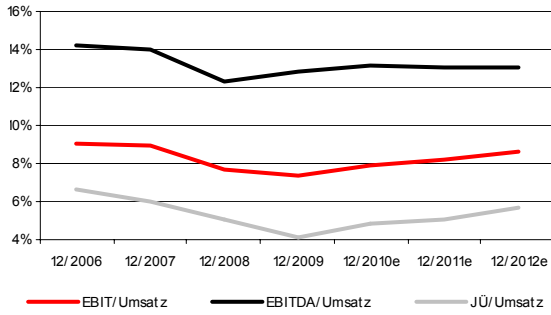


M.M. Warburg Investment Research

Anhang II: Kennzahlenentwicklung

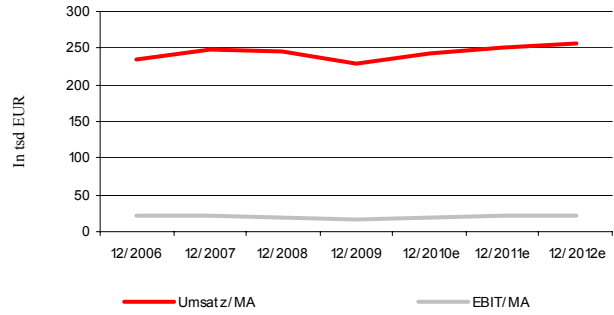
A.S. Création Tapeten

Abb. 15 : EBIT, EBITDA und Netto-Marge



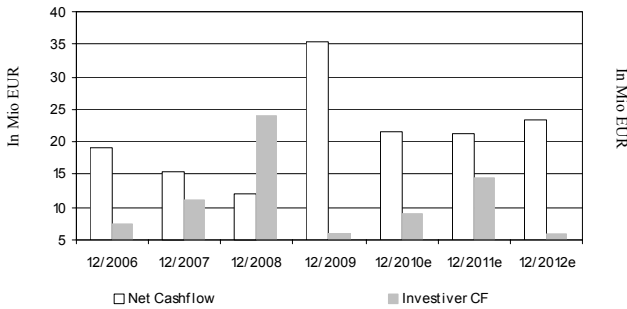
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 16 : Produktivitätsentwicklung



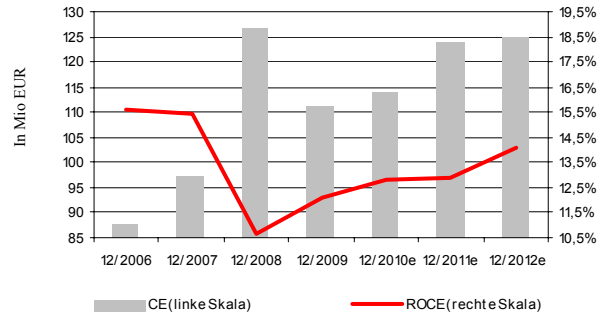
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 17 : Net Cashflow und CF aus investiven Tätigkeiten



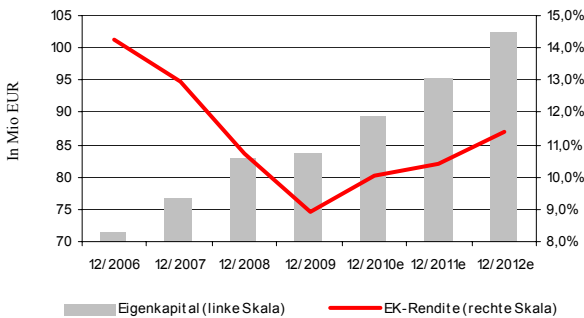
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 18 : Capital employed und ROCE



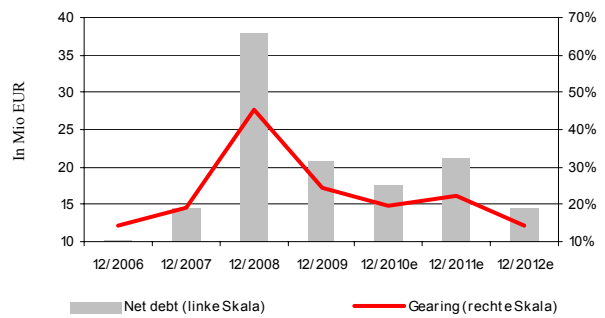
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 19 : Eigenkapital und Eigenkapitalrendite



M.M. Warburg Investment Research

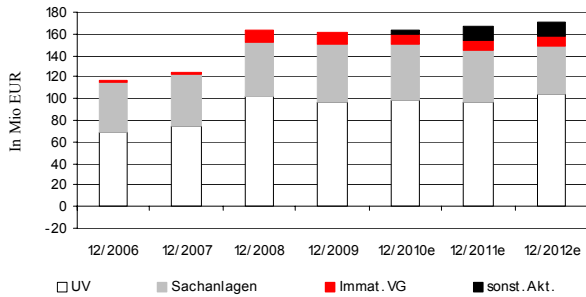
Abb. 20 : Net debt und Gearing



M.M. Warburg Investment Research

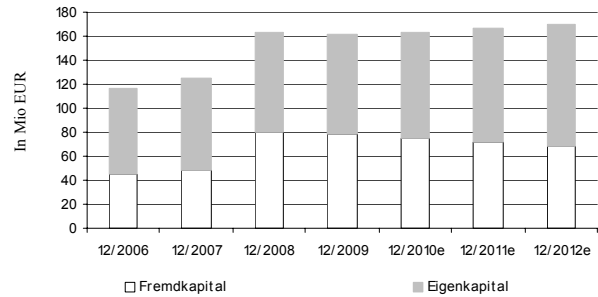
A.S. Création Tapeten

Abb. 21 : Bilanzstruktur : Aktiva



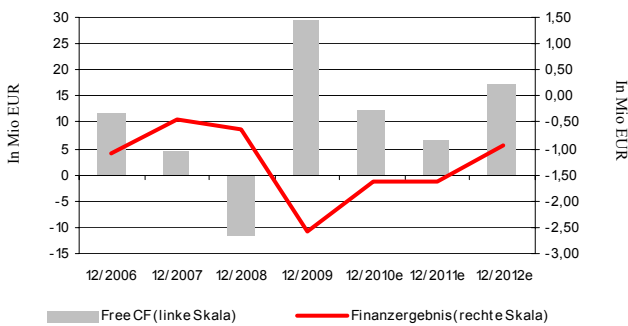
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 22 : Bilanzstruktur : Passiva



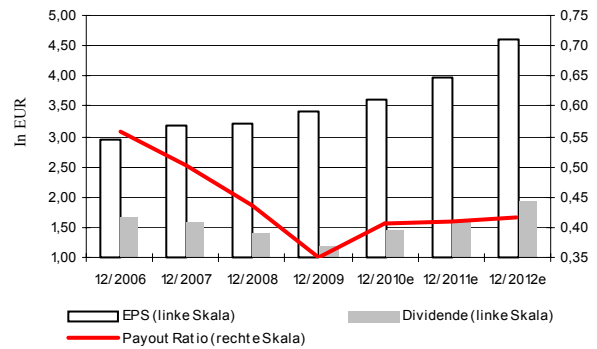
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 23 : Free cash flow und Finanzergebnis



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 24 : EPS und Dividende



M.M. Warburg Investment Research



Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages oder hat diese in den letzten 12 Monaten betreut.
- M.M.Warburg & CO und mit diesem verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens oder Derivate dieser Finanzinstrumente.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

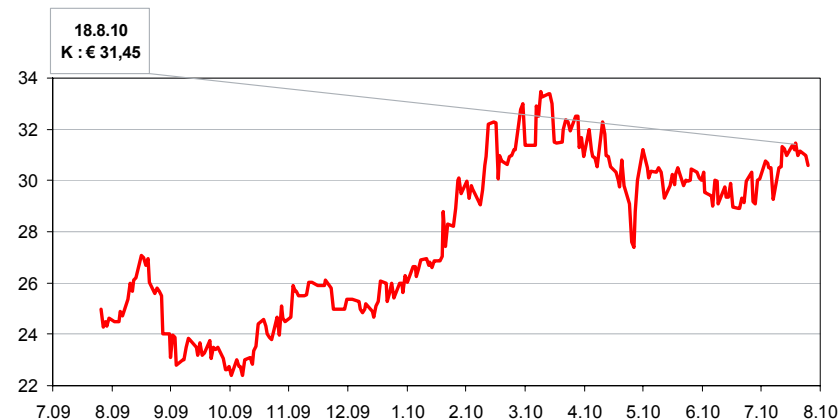
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	126	63%
Halten	52	26%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	15	7%
Gesamt	201	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	91	68%
Halten	31	23%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	7	5%
Gesamt	133	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
A.S. Création Tapeten (ACWG.DE) am 24.8.10



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

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



M. M. WARBURG & CO

1798

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

Aktien Research Report

© M.M. Warburg & CO

Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 27. August 2010

			Head of Equities		
			Barbara C. Effler	+49 40 3282-2636	beffler@mmwarburg.com
RESEARCH			INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN		
Head of Research			Holger Nass +49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com		
Christian Bruns +49 40 3282-2538 cbruns@mmwarburg.com			Christian Alisch +49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com		
Automobil, Stahl			Matthias Fritsch +49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com		
Marc-René Tonn Automobilhersteller, -zulieferer +49 40 3282-2597 mtonn@mmwarburg.com			Benjamin Kassen +49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com		
Björn Voss Stahl, Automobilzulieferer +49 40 3282-2548 bvoss@mmwarburg.com			Michael Kriszun +49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com		
Finanzwerte			Dirk Rosenfelder +49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com		
Andreas Pläsier Banken, Immobilien +49 40 3282-2469 aplaesier@mmwarburg.com			Felix Schulte +49 40 3282-2666 fschulte@mmwarburg.com		
Handel, Konsum			Marco Schumann +49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com		
Jörg Philipp Frey Konsum +49 40 3282-2590 jfrey@mmwarburg.com			Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com		
Thilo Kleibauer Handel, Konsum +49 40 3282-2578 tkleibauer@mmwarburg.com			Andreas Wessel +49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com		
Chemie, Gesundheit, Versorger			SALES TRADING		
Ulrich Huwald Gesundheit, Versorger +49 40 3282-2554 uhuwald@mmwarburg.com			Oliver Merckel +49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com		
Oliver Schwarz Chemie +49 40 3282-2503 oschwarz@mmwarburg.com			Thekla Struve +49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com		
Logistik, Medien Technologie			Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com		
Michael Bahlmann Logistik, Medien, Software +49 40 3282-2351 mbahlmann@mmwarburg.com			Bastian Quast +49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com		
Eggert Kuls Investitionsgüter +49 40 3282-2560 ekuls@mmwarburg.com			Patrick Schepelmann +49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com		
Thomas Rau Investitionsgüter +49 40 3282-2202 trau@mmwarburg.com			Jörg Treptow +49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com		
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt			SALES ASSISTENZ		
Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com			Andrea Carstensen +49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com		
Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com			Wiebke Möller +49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com		
Matthias Thiel +49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com					
Assistenz			ROADSHOW / MARKETING		
Markus Pähler +49 40 3282-2214 mpahler@mmwarburg.com			Katharina Bruns +49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com		

Adresse: M.M. Warburg Investment Research, Ferdinandstraße 75, 20095 Hamburg