

AS Creation Tapeten

Kaufen Kursziel: 42,00 €
Konsum
Update

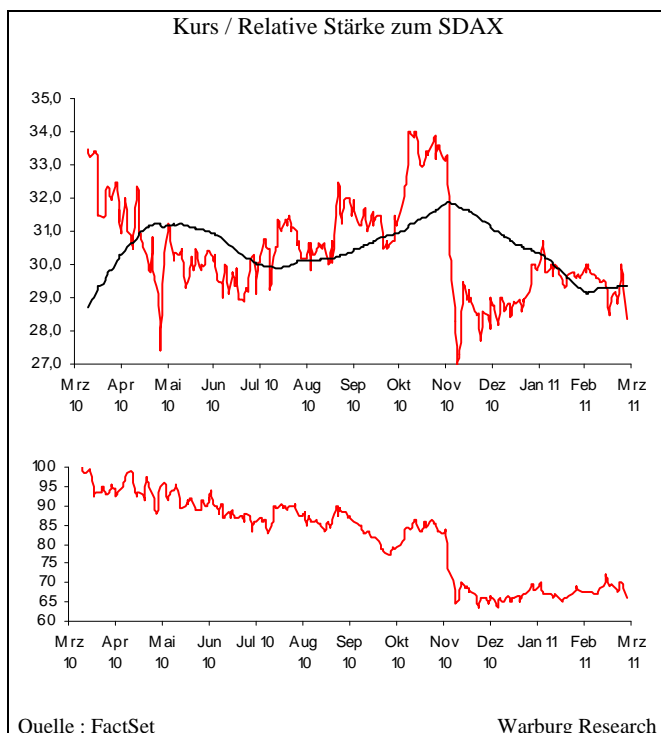
ISIN: DE0005079909

 Kurs am 28.03.2011: 28,35 €
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 34,00/27,00 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	78,1 Mio €	Breit gestreut	St. 46,5%	05.05.2011 :	Q1 results/AGM
Anzahl Aktien	2,8 Mio	Franz J. Schneider	St. 29,6%	04.08.2011 :	Q2 results
Gez. Kapital	9,0 Mio €	Karin Schneider	St. 10,1%	03.11.2011 :	Q3 results
		Treasury Stock	St. 8,1%		

- **Umsatzwachstum sollte 2011 anziehen**
- **Berichteter Jahresüberschuss durch Anlaufkosten wahrscheinlich geringer**
- **Deutliches Wachstum in 2012 zu erwarten, daher Bestätigung unserer Kaufempfehlung**

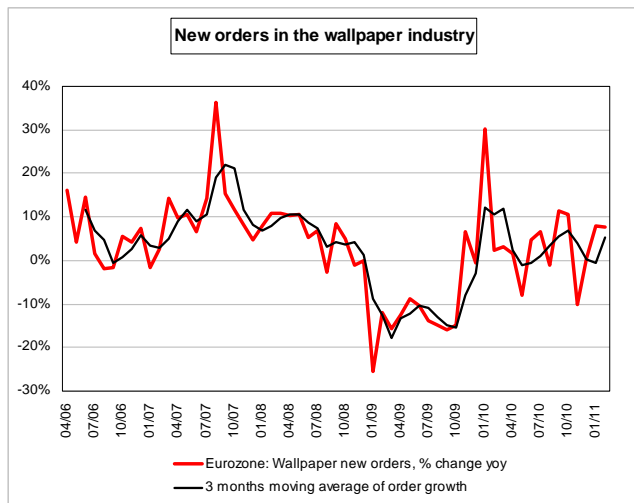
JÖRG PHILIPP FREY
 Senior Analyst
 Tel.: +49 40 309537 - 258
 jfrey@warburg-research.com



in €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	3,43	3,39	2,94	3,87
EPS (alt)	---	3,62	3,83	4,63
CFPS	6,61	6,97	6,51	7,43
Dividende	1,20	1,35	1,17	1,58
in Mio €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Umsatz	181,3	184,6	198,4	218,4
EBITDA	23,3	24,8	23,9	25,5
EBIT	13,4	14,3	13,4	15,0
Jahresüberschuss	7,5	8,4	7,2	9,7
Cash flow	18,2	19,2	18,0	20,5
ROCE (EBIT/CE)	12,1%	12,8%	9,9%	11,2%
	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
KGV	5,8	8,9	9,6	7,3
KCFV	3,0	4,3	4,4	3,8
Div. rendite	6,1%	4,5%	4,1%	5,6%
EV/Umsatz	0,45	0,58	0,61	0,51
EV/EBITDA	3,5	4,3	5,1	4,4

A.S. Créations 4. Quartal fiel eher schwach aus, allerdings sind wir angesichts eines Auftragswachstums von 7-8% in den letzten zwei Monaten und einem Anstieg von 20% bei neuen Produkteinführungen überzeugt, dass das Umsatzwachstum in 2011 zunehmen wird. Leider dürfte sich der berichtete Jahresüberschuss in 2011 deutlich verringern, allerdings ist dieser Rückgang nur auf Anlaufkosten für die neue Produktion in Russland zurückzuführen. Ab dem zweiten vollen Betriebsjahr rechnen wir damit, dass die Produktion einen ROCE liefert, der den aktuellen Konzerndurchschnitt um zwei Prozentpunkte übertrifft, selbst unter Berücksichtigung aller Anlaufkosten. Daher stufen wir das Projekt als eindeutig wertschaffend ein und der Ergebnisrückgang sollte nur als Buchungseffekt gesehen werden, da die Kosten von A.S.Créations organischer Wachstumsstrategie leider nicht aktiviert werden können (wie es der Fall wäre, wenn stattdessen eine bestehende Produktion mit entsprechendem Goodwill akquiriert worden wäre). Daher wird 2011 ein Jahr der Investitionen und des Übergangs. Die zunehmende Umsatzdynamik, die wir bereits für 2011 erwarten, sollte aber die Glaubwürdigkeit von A.S. Créations Investitionsstrategie erhöhen. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €42.

Abb. 1: Auftragsentwicklung der europ. Tapetenbranche



Warburg Research

Ein Quartal etabliert noch keinen Trend

Mit einem Rückgang von rund 0,4% fiel der Umsatz in Q4 für A.S. Création schwach aus (verglichen mit unserer Schätzung eines 5%-Wachstums). Trotz dieser recht enttäuschenden Umsatzzahl sollte nicht allzu viel in ein einziges Quartal gelesen werden, da die Erholung der Tapetenindustrie recht unsterk verlaufen ist und die Aufträge

für die europäische Tapetenindustrie in Q4 leicht rückläufig waren. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass die Vergleichsbasis für das 4. Quartal sehr hoch war. Da die Aufträge in der Branche im Dezember und Januar wieder um 7-8% gewachsen sind, würden wir uns über den Umsatzausblick für A.S. Création nicht allzu viel Sorgen machen und die Management-Guidance mit einem Umsatz von € 195-€ 205 Mio. bestätigt unsere Einschätzung (dies entspricht einem Anstieg von 5.5% bis 11%). Wir bleiben daher bei unserer Umsatzschätzung von €198 Mio.

Besonders ermutigend war die starke Umsatzverbesserung in Osteuropa, wo A.S. nach 16% in Q3 ein Wachstum von 31% erzielt hat und damit in dieser Region wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt ist (entspricht 16% vom Konzernumsatz). Dieser positive Trend ist besonders wichtig, da sich damit die Glaubwürdigkeit in die Fähigkeit des Managements erhöht, das zusätzliche Produktionsvolumen der neuen sich derzeit im Aufbau befindlichen Anlage in Russland zu vermarkten. Der einzige Grund für den schwachen Umsatz in Q4 war damit die Performance im europäischen Ausland, wo sich der Umsatz um 15% verringerte.

Q4-Ergebnis: Vergleich mit einem Rekordquartal

A.S. Créations Q4 2010 musste sich mit einem Rekordquartal vergleichen lassen, daher war die Vergleichsbasis äußerst anspruchsvoll, insbesondere vor dem Hintergrund, dass das Unternehmen die Kombination aus langsamerem Umsatz und steigenden Rohstoffpreisen zu verarbeiten hatte, daher sollte der starke Ergebnisrückgang in Q4 keine Überraschung sein (EBIT -33%). Die Abweichung von €0,4 Mio. zu unserer Schätzung lässt sich im Wesentlichen durch ein niedrigeres Umsatzvolumen und höher als erwartete Abschreibungen erklären.

Unterhalb der EBIT-Linie gab es einige zusätzliche Kosten, die wir nicht antizipiert hatten. Erstens wurde der Abzinsungssatz für Pensionsrückstellungen um 10 Basispunkte auf 4,9% gesenkt (Belastung von €0,14 Mio. in Q4) und der Steuersatz lag rund 300 Basispunkte über unserer Schätzung, damit verringerte sich der Jahresüberschuss in Q4 sogar noch mehr als das EBIT.

Blick auf ein stärkeres Umsatzwachstum in 2011

Wie bereits erwähnt, stellt A.S. ein beschleunigtes Umsatzwachstum in Aussicht und diese Guidance wird nicht nur durch stärkere Aufträge, sondern auch durch steigende Investitionen in die Produktentwicklung im Laufe des Jahres 2010 gestützt (womit sich die höheren Abschreibungen erklären). Während A.S. Création üblicherweise 1.900 neue Designs pro Jahr auf den Markt bringt, erhöhte sich diese Anzahl für 2011 auf 2.300. Zudem wird im laufenden Jahr die "Jette" (Joop) Lizenz sowie ab April eine allgemeine Preissteigerung von bis zu 5,5% eingeführt. Auf Basis dieser Maßnahmen erwarten wir, dass A.S. Création in 2011 ein Umsatzwachstum von 7,5% erreicht.

Abb.2: Q4 Zahlen und Schätzungen

in EURm, except EPS	Q4 2010a	Q4 2010e	Q4 2009	+/- in %	FY 2010a	+/- in %
Sales	46.1	48.6	46.3	-0.4%	184.6	3.2%
Gross profit	22.1	22.9	24.4	-9.6%	90.5	
Gross margin	47.9%	47.2%	52.8%		49.0%	
EBIT	3.1	3.5	4.6	-33.3%	14.3	11.2%
EBIT-Margin	6.7%	7.3%	9.9%		7.8%	
EBT	2.5	3.3	3.7	-33.1%	12.4	
Net income	1.6	2.3	3.4	-51.6%	8.4	
EPS, basic	0.60	0.82	1.23	-51.6%	3.05	23.2%

Warburg Research

Ergebnisguidance des Managements erzählt nur die Hälfte der Geschichte

Das Management erwartet für 2011 einen Jahresüberschuss von €6,5 bis 7,5 Mio., d.h. einen Rückgang von €0,9 bis €1,9 Mio. oder 11 bis 22%. Auf den ersten Blick sieht das in Anbetracht eines 6%-Ergebniswachstums, das wir bisher prognostiziert haben, recht enttäuschend aus. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass wir die neue Anlage in Russland bisher noch nicht vollständig abgebildet haben, was der Hauptgrund für die starke Abweichung zu unserer alten Ergebnisprognose ist.

Im 50:50 Joint Venture mit Kof Palitra, hat das Unternehmen derzeit mit dem Bau einer neuen Tapetenfabrik in Nishny Nowgorod begonnen. Gerade wurden die ersten Arbeiten abgeschlossen (wie z.B. die Einebnung des Grundstücks) und die Fertigstellung des Gebäudes wird für Jahresende erwartet. Somit sollte in H1 2012 mit der Produktion begonnen werden. In einem ersten Schritt gibt es 150 Mitarbeiter in der Produktion und eine Kapazität von 6 bis 7 Mio. Rollen. Damit könnte der Umsatz, sobald die Fabrik voll funktionsfähig ist, um bis zu €40 Mio. gesteigert werden. Das Investitionsvolumen des Projektes beläuft sich auf ca. €26 Mio., wobei die Hälfte von A.S. Création getragen wird.

Allerdings führt dieses Projekt zu wesentlichen Anlaufverlusten in 2011, da noch vor Inbetriebnahme der Anlage mit der Ausbildung und Einstellung der Produktionsmitarbeiter begonnen werden muss. Darüber hinaus muss A.S. ihr eigenes Vertriebs- und Logistiknetz in Russland aufbauen. Leider gab das Management keine detaillierte Prognose zu den Anlaufverlusten. In unseren Berechnungen ermitteln wir rund €0,5 Mio. für die Ausbildung der Produktionsmitarbeiter (da dies im Joint Venture stattfindet, muss A.S. Création nur 50% der Gesamtkosten von €1 Mio. tragen). Ferner erwarten wir rund €1 Mio. für den Aufbau von Logistik und Vertrieb und weitere €0,6 Mio. an zusätzlichen Finanzierungskosten für die Investition, während es noch keine damit verbundenen

Einnahmen gibt. Insgesamt zieht das russische JV im Anlaufjahr daher Kosten in Höhe von €2,6 Mio. nach sich. Mittelfristig rechnet das Management damit, mit dieser Investition höhere Margen zu generieren als der aktuelle Konzerndurchschnitt. Unter der Annahme einer EBIT-Marge von 10% für 2014, d.h. dem zweiten vollen Betriebsjahr in Russland, wird das JV das EBIT um ca. €2,4 Mio. steigern (A.S. Créations Anteil, unter der zusätzlichen Annahme einer Vertriebsmarge von 2% vom Umsatz für den nicht-A.S.-Teil). Dies würde einem ROCE von 15% (Vorsteuer) entsprechen, selbst wenn die Anlaufkosten von ca. €3,5 Mio. aktiviert werden (berichteter Vorsteuer-ROCE in 2010: 12,8%). Damit sollten die russischen Einrichtungen selbst unter diesem Aspekt die Rendite auf das eingesetzte Kapital erhöhen und eindeutig wertschaffend sein.

Neben den Anlaufkosten für Russland erwartet A.S. Création einen weiteren Anstieg der Rohstoffkosten. Die meisten Input-Kosten haben allerdings derzeit ihr Maximum erreicht und sollten sie für den Rest des Jahres auf diesem Niveau verharren, würde der Anstieg gegenüber 2010 nur bei 2% liegen und damit wesentlich geringer sein, als der 5,5%-Anstieg im Jahr 2010. Da das Unternehmen außerdem versucht, Preiserhöhungen von bis zu 5,5% durchzusetzen, erwarten wir für 2011 nur eine kleine Belastung der Bruttomarge. Entsprechend erhöhen wir unsere Bruttomargenschätzung von 47,3 auf 47,8% (2010: 48,5%). Lassen wir die zuvor erwähnten Anlaufverluste in unser Modell einfließen, führt dies dennoch zu einem Rückgang unserer Schätzung des Jahresüberschusses auf €7,15 Mio. (bisher €9,6 Mio.). Unsere neuen bereinigten EPS, die die zusätzliche Abschreibung aus der PPA ausschließen, verringern sich auf €2,94 von zuvor €3,83.

Im Jahr 2011 sollten die Investitionen deutlich steigen, da zum einen der 50% Anteil des russischen JV mit €13 Mio. zu Buche schlägt, zum anderen für den Buyout der Minderheiten in Frankreich weitere €7 Mio. zusätzlich zu den „normalen“ Investitionen von €6 Mio. anfallen. Wir erwarten daher einen Mittelabfluss von €26 Mio. aus der Investitionstätigkeit und einen negativen Free Cash flow.

allerdings im Jahr 2012 substanziell verbessern und wir erwarten, dass A.S. Création dann wieder einen Free Cash Flow von über 4 € pro Aktie erzielen wird (2010: 3,16 €), d.h. eine Rendite von mehr als 13%.

Jörg Philipp Frey

Signifikanter Ergebnisanstieg in 2012 erwartet

Bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt verpflichtete sich das Management zum Erreichen eines neuen Rekordumsatzes in 2012 sowie eines Jahresüberschusses über dem Niveau von 2010. Wir bilden ein halbes Betriebsjahr für die russische Anlage ab, die zu einem zusätzlichen Umsatz von €10 Mio. führen sollte. Für das restliche Geschäft unterstellen wir ein Umsatzwachstum von 5%. Dies sollte in 2012 zu einem Umsatzwachstum von 10% führen. A.S. Création vertreibt die gesamte Produktion des russischen JV, erhält aber nur eine kleine Vertriebsmarge auf diesen Umsatz, während der größte Teil des Mehrwerts im Produktions-JV anfallen wird. Damit wird sich die EBIT-Marge technisch verringern, eine Verbesserung der Investitionseinnahmen sollte dies allerdings kompensieren. Dennoch unterstellen wir eine deutliche Verbesserung des Jahresüberschusses auf €9,7 Mio. in 2012 (+32%) und einen weiteren zweistelligen Anstieg in 2013.

Keine Neuigkeiten zum Thema Kartellrecht

Abb. 3 Estimate changes

WR estimates in €m	2011	2012	Comment
Sales new	198.4	218.4	€10m from Russian JV
Sales old	198.4	208.3	
EBIT new	13.4	15.0	start-up costs for Russia
EBIT old	15.5	17.7	
Net income new, reported	7.15	9.69	start-up costs for Russia
Net income old, reported	9.60	11.77	

Warburg Research

Das Management hat noch keine offizielle Anklageschrift seitens der Kartellbehörden erhalten. Daher gibt es zu dieser Angelegenheit keine Neuigkeiten. Wir halten es nach wie vor für unwahrscheinlich, dass A.S. Création für ein wesentliches Fehlverhalten haftbar ist und halten es daher für höchst unwahrscheinlich, dass das endgültige Ergebnis auch nur annähernd an der maximal möglichen Geldbuße von 10% vom Konzernumsatz heranreicht (d.h. aktuell ca. €20 Mio. oder €7 je Aktie).

Bewertung hochattraktiv

Auf unseren Schätzungen handelt die Aktie auf einem KGV 2012 von unter 8 (vor Kaufpreisallokation) und selbst die unvorteilhafteste Bewertungskennzahl, das berichtete KGV des Übergangsjahres 2011 liegt lediglich bei 11. Zwar sind sowohl die Gewinndynamik als auch der Free Cash Flow des Jahres 2011 nicht gerade attraktiv, dies sollte sich

AS Creation Tapeten

JÖRG PHILIPP FREY, +49 40 309537 - 258

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	167,6	176,2	181,3	184,6	198,4	218,4	
Gesamtleistung	172,3	180,3	177,2	186,6	199,2	219,1	
Materialaufwand	-93,6	-99,3	-90,2	-96,1	-104,0	-118,3	
Personalaufwand	-34,8	-36,2	-37,7	-39,3	-41,8	-43,7	
Sonst. betriebl. Ergebnis	20,5	23,1	26,0	26,4	29,5	31,7	
EBITDA	23,4	21,7	23,3	24,8	23,9	25,5	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	-8,4	-8,2	-9,9	-10,5	-10,5	-10,5	
EBIT	15,0	13,5	13,4	14,3	13,4	15,0	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	15,0	13,5	13,4	14,3	13,4	15,0	
Finanzergebnis	-0,4	-0,6	-2,6	-2,0	-2,9	-1,2	
Ergebnis vor Steuern	14,6	12,9	10,8	12,4	10,5	13,8	
EE-Steuern	-4,6	-3,9	-3,3	-4,0	-3,4	-4,1	
(Steuerquote in %)	31,4	30,6	30,8	32,0	32,0	29,6	
Jahresüberschuss	10,0	8,9	7,5	8,4	7,2	9,7	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	10,0	8,9	7,5	8,4	7,2	9,7	
Ergebnis je Aktie (St.)	3,18	3,22	3,43	3,39	2,94	3,87	
Wachstum (in%)	CAGR (07/12)						
Gesamtleistung	4,9 %	11,4	4,6	-1,7	5,3	6,8	10,0
EBITDA	1,7 %	7,7	-7,2	7,3	6,6	-3,6	6,4
EBIT	---	9,2	-10,0	-0,5	6,6	-6,3	11,5
Jahresüberschuss	---	-1,9	-10,6	-16,0	11,9	-14,8	35,5
Kostenintensitäten (in % der Gesamtleistung)							
Materialaufwandsquote	54,3	55,1	50,9	51,5	52,2	54,0	
Personalaufwandsquote	20,2	20,1	21,3	21,1	21,0	19,9	
Abschreibungsquote	4,9	4,6	5,6	5,6	5,3	4,8	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	23,0	21,4	24,1	25,3	24,2	25,8	
Operativer Cash flow	15,6	12,1	35,5	20,7	16,9	23,3	
Investiver Cash flow	-11,2	-23,9	-5,8	-6,8	-26,0	-6,0	
Free Cash flow	4,3	-11,8	29,7	13,9	-9,1	17,3	
Cash earnings	18,0	16,9	18,2	19,2	18,0	20,5	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	248,3	245,1	230,4	240,7	248,1	266,3	
Personalaufwand / Mitarbeiter	-51,5	-50,3	-47,9	-51,3	-52,2	-53,3	
EBIT / Mitarbeiter	22,2	18,8	17,1	18,7	16,8	18,2	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Gesamtleistung	13,6	12,0	13,1	13,3	12,0	11,6	
EBIT / Gesamtleistung	8,7	7,5	7,6	7,7	6,7	6,8	
Ergebnis v. Steuern / Gesamtleistung	8,5	7,1	6,1	6,6	5,3	6,3	
Jahresüberschuss / Gesamtleistung	5,8	5,0	4,2	4,5	3,6	4,4	
EK-Rendite	13,0	10,7	9,0	9,5	7,8	9,8	
GK-Rendite	8,0	5,4	4,6	5,2	4,0	5,4	
ROCE	15,4	10,6	12,1	12,8	9,9	11,2	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	49,3	51,3	54,7	50,8	46,9	42,5	
Firmenwert	2,8	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	
Working capital	48,4	66,7	52,0	57,3	64,8	67,2	
Umlaufvermögen	73,8	101,8	96,0	99,7	99,5	107,9	
Capital employed (CE)	97,2	126,9	111,3	112,1	135,0	133,0	
Eigenkapital	76,9	83,1	83,8	88,8	92,2	98,7	
Eigenkapitalquote in %	61,7	50,7	51,8	54,9	52,1	54,6	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	14,5	37,8	20,6	16,3	35,5	26,7	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	20,3	43,8	27,5	23,3	42,8	34,3	
Gearing in %	18,9	45,5	24,6	18,3	38,5	27,0	
Kurs St. am 28.03.2011: 28,35 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	3,18	3,22	3,43	3,39	2,94	3,87	
Cash Flow je Aktie (€)	6,47	6,08	6,61	6,97	6,51	7,43	
Aktienanzahl St. (Mio)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
KGV St.	14,1	9,8	5,8	8,9	9,6	7,3	
KCFV	6,9	5,2	3,0	4,3	4,4	3,8	
EV / Umsatz	0,87	0,75	0,45	0,58	0,61	0,51	
EV / EBITDA	6,2	6,1	3,5	4,3	5,1	4,4	
EV / EBIT	9,7	9,7	6,1	7,4	9,0	7,5	



Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH 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 der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse 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 oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse 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.

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 und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen 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.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen 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.

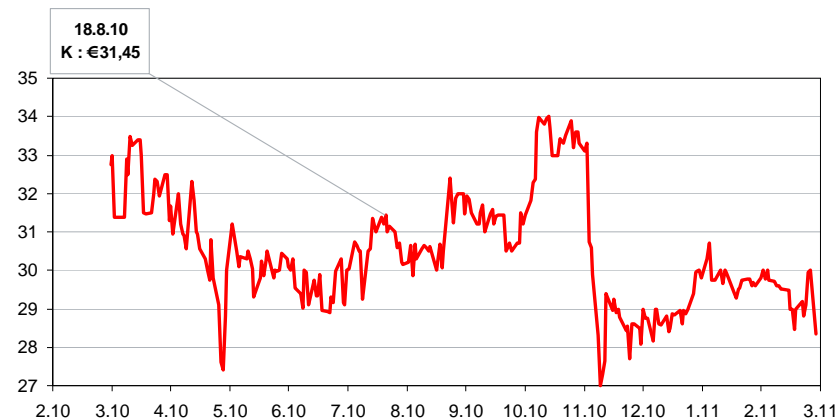
Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	63%
Halten	61	34%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	180	

Warburg 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	74	66%
Halten	37	33%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	112	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
AS Creation Tapeten (ACWG.DE) am 28.3.11



Quellen: Factset (Kurse) / Warburg Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch Warburg Research GmbH 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.



WARBURG RESEARCH

Warburg Research GmbH
 20095 Hamburg – Hermannstraße 9
 Tel.: (0) 40 / 309 537 – 0
 Fax: (0) 40 / 309 537 – 110
 Internet: www.warburg-research.com



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M. Warburg & CO
 20095 Hamburg – Ferdinandstraße 75
 Tel.: (0) 40 / 32 82 – 0
 Fax: (0) 40 / 36 18 – 11 24
 Internet: www.mmmwarburg.com

Aktien Research Report © Warburg Research GmbH

abgeschlossen am 30. März 2011

RESEARCH		
Geschäftsführung Research		
Christian Bruns	+49 40 309 537-253	cbruns@warburg-research.com
Henner Rüschemier	+49 40 309 537-270	hrueschmeier@warburg-research.com
Agrar, Logistik		
Henning Breiter	+49 40 309 537-230	fbreiter@warburg-research.com
Automobil, Zulieferer, Stahl, Bau		
Frank Laser	+49 40 309 537-235	flaser@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309 537-259	mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309 537-254	bvoss@warburg-research.com
Banken, Finanzdienst., Immobilien		
Torsten Klingner	+49 40 309 537-260	tklingner@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309 537-246	aplaesier@warburg-research.com
Chemie, Gesundheit, Pharma		
Ulrich Huwald	+49 40 309 537-255	uhuwald@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309 537-250	oschwarz@warburg-research.com
Handel, Konsum		
Jörg Philipp Frey	+49 40 309 537-258	jfrey@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309 537-257	tkleibauer@warburg-research.com
Maschinenbau		
Eggert Kuls	+49 40 309 537-256	ekuls@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309 537-220	trau@warburg-research.com
Software, IT		
Felix Ellmann	+49 40 309 537-120	fellmann@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309 537-140	awolf@warburg-research.com
Technologie		
Malte Schaumann	+49 40 309 537-170	mschaumann@warburg-research.com
Telekom., Internet, Medien		
Jochen Reichert	+49 40 309 537-130	jreichert@warburg-research.com
Susanne Schwartze	+49 40 309 537-155	sschwartze@warburg-research.com
Versorger, Erneuerbare Energien		
Stephan Wulf	+49 40 309 537-150	swulf@warburg-research.com
Produktion		
Daniel Bonn	+49 40 309 537-205	dbonn@warburg-research.com
Markus Pähler	+49 40 309 537-221	mpaehler@warburg-research.com
Adresse: Warburg Research GmbH, Hermannstr. 9, 20095 Hamburg		

EQUITIES		
Head of Equities		
Barbara C. Launer-Effler	+49 40 3282-2636	blauner-effler@mmwarburg.com
INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN		
Holger Nass	+49 40 3282-2669	hnass@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon	+49 40 3282-2630	cchavanon@mmwarburg.com
Christian Alisch	+49 40 3282-2667	calisch@mmwarburg.com
Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann	+49 40 3282-2665	mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube	+49 40 3282-2666	jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger	+49 40 3282-2635	pstumpfegger@mmwarburg.com
Andreas Wessel	+49 40 3282-2663	awessel@mmwarburg.com
SALES TRADING		
Oliver Merckel	+49 40 3282-2634	omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve	+49 40 3282-2668	tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen	+49 40 3282-2679	gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast	+49 40 3282-2701	bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann	+49 40 3282-2700	pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow	+49 40 3282-2658	jtreptow@mmwarburg.com
SALES ASSISTENZ		
Andrea Carstensen	+49 40 3282-2632	acarstensen@mmwarburg.com
Wiebke Möller	+49 40 3282-2703	wmoeller@mmwarburg.com
ROADSHOW / MARKETING		
Katharina Bruns	+49 40 3282-2694	kbruns@mmwarburg.com
Adresse: M.M. Warburg & CO, Ferdinandstr. 75, 20095 Hamburg		