

AS Creation Tapeten

Kaufen Kursziel: 37,00 €

Konsum

Update

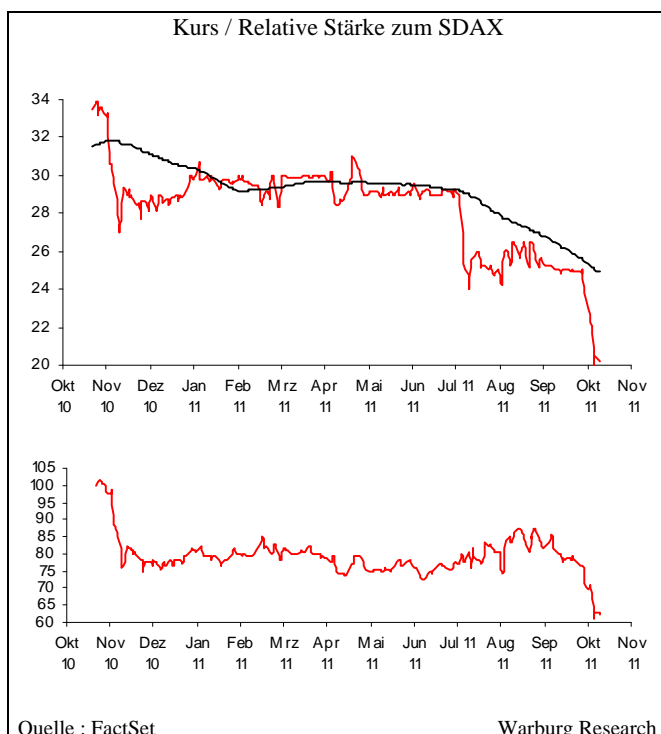
 Bloomberg Code: ACW
ISIN: DE0005079909

 Kurs am 04.11.2011: 20,50 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 34,00/20,02 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	56,5 Mio €	Breit gestreut	St. 46,5%	22.03.2012 :	FY 2011
Anzahl Aktien	2,8 Mio	Franz J. Schneider	St. 29,6%	03.05.2012 :	Q1 results/AGM
Gez. Kapital	9,0 Mio €	Karin Schneider	St. 10,1%	13.08.2012 :	Q2 results
		Treasury Stock	St. 8,1%	06.11.2012 :	Q3 results

- **Q3 enttäuscht aufgrund von Rohstoffpreisanstieg**
- **Preiserhöhungen sollen in 2012 Entlastung bringen**
- **Kaufempfehlung aufgrund der attraktiven Bewertung und wertsteigernder Investitionen in Russland beibehalten**

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



in €	12/2010	12/2011e	12/2012e	12/2013e
EPS (neu)	3,05	1,81	2,09	3,67
EPS (alt)	---	2,94	3,87	4,52
CFPS	6,97	5,70	6,00	7,55
Dividende	1,35	0,82	0,94	1,66
in Mio €	12/2010	12/2011e	12/2012e	12/2013e
Umsatz	184,6	195,7	206,5	236,9
EBITDA	24,8	20,1	22,4	25,0
EBIT	14,3	9,7	11,9	14,6
Jahresüberschuss	8,4	5,0	5,8	10,1
Cash flow	19,2	15,7	16,6	20,8
ROCE (EBIT/CE)	12,8%	7,2%	9,1%	10,9%
	12/2010	12/2011e	12/2012e	12/2013e
KGV	9,9	11,3	9,8	5,6
KCFV	4,3	3,6	3,4	2,7
Div. rendite	4,5%	4,0%	4,6%	8,1%
EV/Umsatz	0,58	0,49	0,45	0,38
EV/EBITDA	4,3	4,8	4,2	3,6

VERÖFFENTLICHT AM 10. NOVEMBER 2011

INVESTMENT RESEARCH

Aufgrund des deutlich höher als erwarteten Rohstoffpreisdruks (hauptsächlich bei Farben) fiel A.S. Creation's Q3 enttäuschend aus. Trotz des schwachen Ergebnisses erwarten wir, dass das Unternehmen die Ergebnisse in 2012 erneut steigert, da Preiserhöhungen und geringere Rohstoffpreise die steigenden Anlaufkosten der neuen russischen Produktionsanlage überkompensieren sollten. Aufgrund dessen sind sowohl 2011 als auch 2012 Übergangsjahre, die durch Einmalaufwendungen erheblich verzerrt werden. Der Erfolg der wertsteigernden Investitionen in Russland wird erst in 2013 visibel werden. Das bedeutet, dass die Ergebnisse in den kommenden Quartalen relativ niedrig und schwankend bleiben werden. Die Aktie ist unserer Meinung nach auf Basis eines DCF-Modells eindeutig unterbewertet. Dementsprechend bleiben wir trotz fehlendem kurzfristigen Ergebnismomentum bei unserer Kaufempfehlung. Aufgrund der Gewinnwarnung und einer antizipierten Verschiebung des Produktionsstarts in Russland in H2 2012 (statt vorher H1 2012), reduzieren wir unsere Ergebnisprognosen. Folglich sinkt unser DCF-basiertes Kursziel von €42 auf €37.

Q3 Ergebnisse musste Rohstoffpreisschock verdauen

A.S.Creation kündigte bereits im Vorfeld schwache Q3 Zahlen an. Während die Umsätze mit €47,5 Mio. (+6%) weiterhin ungefähr unseren Prognosen (€48,9 Mio.) entsprachen, lag der Nettogewinn mit nur €0,1 Mio. im Quartal deutlich unter unserer Schätzung (€1,5 Mio.) und dem Vorjahreswert (€1,9 Mio.). Die Hauptgründe für diesen Rückgang liegen im Wesentlichen höher als erwarteten Rohstoffpreisen, die eine Bruttomarge von lediglich 41% in Q3 ergaben (unsere Prognose: 48,5%). Das Management erwartet seine bisherige Gesamtjahresguidance von €6,5 – €7,5 Mio. Jahresüberschuss zu verfehlen. Jedoch wird erwartet, dass die Umsätze die Zielspanne von €195 bis €205 Mio. erreichen.

Eine Analyse von Q3 ergibt eindeutig, dass mit Ausnahme des Materialaufwands alle anderen Positionen den

Erwartungen entsprachen. Von den wichtigsten Aufwandspositionen stiegen sowohl die Personalaufwendungen, als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nur um jeweils 2,1% und 3,8%, d.h. weniger als die Umsatzsteigerung von 6,1%.

Zudem sollte unbedingt berücksichtigt werden, dass Q3 durch höhere Anlaufkosten für die neue Fabrik in Russland belastet wird. Insgesamt schätzen wir, dass in dem Quartal der Aufbau der Produktion und des Vertriebs in Russland negative Auswirkungen von ca. €0,6 Mio. hatte (davon ca. €0,2 Mio. direkte Verluste des Produktions-Joint Venture, ca. €0,3 Mio. für den Aufbau des Vertriebs und ungefähr €0,1 Mio. an zusätzlichen Zinsaufwendungen).

2011 und 2012 sind Übergangsjahre

In seinem Joint Venture (50:50) mit Kof Palitra baut das Unternehmen seit Anfang 2011 eine neue Tapetenfabrik in Nishny Nowgorod. Aktuell ist der Rohbau bereits fertig, der Produktionsstart wird jedoch erst für H2 2012 erwartet (in unserem Bericht Anfang 2011 waren wir optimistischer und erwarteten ein Anlaufen der Aktivitäten bereits in H1 2012). Als erstes wird es ca. 150 Angestellte in der Produktion mit einer Kapazität von 6-7 Mio. Rollen geben. Demzufolge könnte die Fabrik bei voller Auslastung die Umsätze um bis zu €40 Mio. steigern. Das Investitionsvolumen des Projekts wird bei ca. €26 Mio. liegen, wobei die Hälfte davon durch A.S. Création getragen wird.

Das Projekt wird jedoch in 2011 & 2012 zu erheblichen Anlaufverlusten führen, da die Ausbildung und Einstellung der Angestellten im Bereich Produktion bereits vor den Anlauf der Anlage stattfinden muss. Des Weiteren muss A.S. ein eigenes Vertriebs- und Logistiknetzwerk in Russland aufbauen. Unglücklicherweise können die meisten der damit verbundenen Kosten nicht direkt in der G&V identifiziert werden. Nur Aufwendungen die mit dem Produktions-Joint Venture verbunden sind können im Finanzergebnis gesehen werden. Für 2011 rechnen wir mit einem Verlust von ca. €0,6 Mio. im Joint Venture (welches

Abb.1: Q3 Zahlen und Schätzungen

in EURm, except EPS	Q3 2011a	Q3 2011WRe	Q3 2010a	+/- in %	9M2011a	+/- in %
Sales	47.5	48.9	44.8	6.1%	146.6	5.8%
Gross profit	19.5	23.7	21.4	-9.0%	68.3	
Gross margin	41.0%	48.5%	47.8%		46.6%	
EBIT	1.0	3.1	3.2	-70.2%	8.5	-24.7%
EBIT-Margin	2.0%	6.2%	7.1%		5.8%	
EBT	0.4	2.3	2.8	-86.6%	7.0	
Net income	0.1	1.5	1.9	-95.3%	4.6	
EPS, basic	0.03	0.55	0.71	-95.3%	1.66	-32.1%

Teile der Finanzierungskosten wie auch die ersten Aufwendungen für die Ausbildung der Angestellten in der Produktion beinhaltet). Diese Zahl sollte sich in 2012 auf € 1,25 Mio. erhöhen, wenn der Großteil der Ausbildung und des Produktionsanlaufs stattfinden. Außerdem erwarten wir ca. €1 Mio. für den Aufbau der Logistik und des Vertriebs sowohl in 2011 als auch 2012. Darüber hinaus rechnen wir mit ca. €0,1 Mio. und €0,25 Mio. an Finanzierungskosten für den Eigenkapitalanteil im Joint Venture. Folglich antizipieren wir jeweils € 1,7 Mio. und € 2,5 Mio. an Anlaufkosten in 2011 und 2012. Da wir nun den Produktionsstart für H2 2012 erwarten, sind nun unsere Schätzungen für 2011 um € 0,9 Mio. niedriger als ursprünglich erwartet, wobei unsere vorherigen Annahmen einer roten Null für 2012 in Russland zu optimistisch ausgefallen ist.

Mit dieser Investition will das Management mittelfristig höhere Margen generieren als im aktuellen Konzerndurchschnitt. Geht man von einer EBIT-Marge von 10% für 2014 aus, d.h. das zweite volle Betriebsjahr in Russland, wird das Joint Venture das EBIT um ca. €2 Mio. erhöhen (A.S. Création's Anteil, bei zusätzlicher Annahme einer Vertriebsgebühr von 2% der Umsätze für den AS-fremden Bereich). Das würde einem ROCE von ca. 15% (vor Steuern) entsprechen (berichteter ROCE vor Steuern in 2010: 12,8%). Demzufolge sollten die Anlagen in Russland selbst bei dieser Annahme die Kapitalrenditen erhöhen und deutlich wertsteigernd sein.

Preiserhöhungen in 2012 erwartet

Wir erwarten keine schnelle Erholung der Ergebnisse in Q4, nichtsdestotrotz erwarten wir, dass A.S. Création in der Lage ist einen geringen Nettogewinn in dem Quartal zu verzeichnen. Wir reduzieren daher unsere Gesamtjahresprognose für den Jahresüberschuss 2011 von vormals €7,15 Mio. auf €5,0 Mio.

In 2012 erwarten wir, dass das Management eine generelle Preiserhöhung durchsetzt. Im Durchschnitt rechnen wir folglich mit einem positiven Preiseffekt von 3 Prozentpunkten für das Jahr. Da unser Basisszenario für 2012 ein rezessives Umfeld erwartet, antizipieren wir unveränderte Volumen. Darüber hinaus sollte das russische Joint Venture in 2012 ca. €5 Mio. an Umsätzen generieren. Basierend auf diesen Zahlen, sollten die Umsätze in 2012 um 5,6% steigen. In solch einem Umfeld können wir keine weitere Erhöhung der Rohstoffpreise erwarten und rechnen demzufolge mit einer Steigerung der Bruttomarge von 100 Bp (in 2009 generierte das Management sogar eine Erhöhung der Bruttomarge um 200 Bp und bestätigte damit, dass die Preise selbst während einer schweren Rezession gehalten werden können).

Trotz Einbeziehung der erwähnten höheren Anlaufkosten in unserem Model 2012, erwarten wir weiterhin eine Steigerung der EBIT-Marge von 80 Bp in 2012 und eine Erhöhung des Nettogewinns von 15% auf €5,75 Mio.

Deutliche Steigerung der Ergebnisse in 2013 erwartet

Im Jahr 2013 erwarten wir Umsätze von ca. €20 Mio. aus der Produktion in Russland und ein Umsatzwachstum von 5% im bestehenden Geschäft. Daher wird A.S. Création unserer Ansicht nach in 2013 Rekordgewinne generieren. Im Rahmen der Rechnungslegung sollte berücksichtigt werden, dass A.S. Création die gesamte Produktion des russischen Joint Venture vertreibt, jedoch nur eine geringe Vertriebsmarge auf diese Umsätze erhält, wobei der Großteil des Wertzuwachses im Produktions-Joint Venture entsteht. Somit wird sich die EBIT-Marge technisch gesehen verringern, jedoch wird dies durch ein verbessertes Beteiligungsergebnis ausgeglichen. Zusätzlich haben wir unsere EPS-Definition verändert, vorher wurden die Aufwendungen für Kaufpreisallokationen aus der französischen Akquisition hinzugerechnet. Um jedoch ein EPS in Übereinstimmung mit dem Management zu berichten, wechseln wir zum berichteten EPS. Das führt zu einem Rückgang unserer EPS-Zahlen um €0,35.

Keine Neuigkeiten hinsichtlich des Kartellverfahrens

Das Management hat noch immer keine formelle Anklageschrift seitens der Kartellbehörden erhalten. Somit gibt es zu diesem Thema keine Neuigkeiten. Wir betrachten es jedoch weiterhin als unwahrscheinlich, dass A.S. Création für materielle Verstöße verantwortlich ist und betrachten es damit als höchst unwahrscheinlich, dass die endgültige Entscheidung im Bereich der Höchststrafe von 10% der Konzernumsätze 2010 je Fall liegt (d.h. €18 Mio. oder €6 je Aktie).

Jörg Philipp Frey



AS Creation Tapeten

	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e	12/2013e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	176,2	181,3	184,6	195,7	206,5	236,9	
Gesamtleistung	180,3	177,2	186,6	196,4	207,3	237,6	
Materialaufwand	-99,3	-90,2	-96,1	-106,9	-110,7	-131,6	
Personalaufwand	-36,2	-37,7	-39,3	-41,1	-43,2	-45,6	
Sonst. betriebl. Ergebnis	23,1	26,0	26,4	28,4	30,9	35,3	
EBITDA	21,7	23,3	24,8	20,1	22,4	25,0	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	-8,2	-9,9	-10,5	-10,4	-10,5	-10,4	
EBIT	13,5	13,4	14,3	9,7	11,9	14,6	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	13,5	13,4	14,3	9,7	11,9	14,6	
Finanzergebnis	-0,6	-2,6	-2,0	-2,2	-3,1	-0,5	
Ergebnis vor Steuern	12,9	10,8	12,4	7,4	8,9	14,2	
EE-Steuern	-3,9	-3,3	-4,0	-2,4	-3,1	-4,0	
(Steuerquote in %)	30,6	30,8	32,0	32,8	35,0	28,5	
Jahresüberschuss	8,9	7,5	8,4	5,0	5,8	10,1	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	8,9	7,5	8,4	5,0	5,8	10,1	
Ergebnis je Aktie (St.)	3,22	2,72	3,05	1,81	2,09	3,67	
Wachstum (in%)	CAGR (08/13)						
Gesamtleistung	5,7 %	4,6	-1,7	5,3	5,3	5,5	14,6
EBITDA	2,9 %	-7,2	7,3	6,6	-19,2	11,7	11,6
EBIT	1,6 %	-10,0	-0,5	6,6	-32,5	23,2	22,7
Jahresüberschuss	2,5 %	-10,6	-16,0	11,9	-40,4	15,0	75,9
Kostenintensitäten (in % der Gesamtleistung)							
Materialaufwandsquote	55,1	50,9	51,5	54,4	53,4	55,4	
Personalaufwandsquote	20,1	21,3	21,1	20,9	20,9	19,2	
Abschreibungsquote	4,6	5,6	5,6	5,3	5,1	4,4	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	21,4	24,1	25,3	20,4	22,7	25,3	
Operativer Cash flow	8,7	28,0	14,8	9,1	15,2	12,3	
Investiver Cash flow	-23,9	-5,8	-6,8	-22,0	-10,0	-6,0	
Free Cash flow	-15,2	22,3	8,0	-12,9	5,2	6,3	
Cash earnings	16,9	18,2	19,2	15,7	16,6	20,8	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	245,1	230,4	240,7	246,1	251,9	282,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	-50,3	-47,9	-51,3	-51,7	-52,7	-54,3	
EBIT / Mitarbeiter	18,8	17,1	18,7	12,2	14,5	17,4	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Gesamtleistung	12,0	13,1	13,3	10,2	10,8	10,5	
EBIT / Gesamtleistung	7,5	7,6	7,7	4,9	5,7	6,1	
Ergebnis v. Steuern / Gesamtleistung	7,1	6,1	6,6	3,8	4,3	6,0	
Jahresüberschuss / Gesamtleistung	5,0	4,2	4,5	2,5	2,8	4,3	
EK-Rendite	10,7	9,0	9,5	5,6	6,1	9,9	
GK-Rendite	5,4	4,6	5,2	2,9	3,3	5,6	
ROCE	10,6	12,1	12,8	7,2	9,1	10,9	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	51,3	54,7	50,8	46,9	42,5	38,0	
Firmenwert	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	
Working capital	66,7	52,0	57,3	63,6	64,6	72,8	
Umlaufvermögen	101,8	96,0	99,7	101,1	102,0	111,9	
Capital employed (CE)	126,9	111,3	112,1	133,9	130,4	134,2	
Eigenkapital	83,1	83,8	88,8	90,1	93,6	102,1	
Eigenkapitalquote in %	50,7	51,8	54,9	51,6	53,5	56,2	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	37,8	20,6	16,3	32,5	29,2	25,2	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	43,8	27,5	23,3	39,9	36,9	33,2	
Gearing in %	45,5	24,6	18,3	36,1	31,3	24,7	
Kurs St. am 04.11.2011: 20,50 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	3,22	2,72	3,05	1,81	2,09	3,67	
Cash Flow je Aktie (€)	6,08	6,61	6,97	5,70	6,00	7,55	
Aktienanzahl St. (Mio)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
KGV St.	9,8	7,2	9,9	11,3	9,8	5,6	
KCFV	5,2	3,0	4,3	3,6	3,4	2,7	
EV / Umsatz	0,75	0,45	0,58	0,49	0,45	0,38	
EV / EBITDA	6,1	3,5	4,3	4,8	4,2	3,6	
EV / EBIT	9,7	6,1	7,4	10,0	7,8	6,1	

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.
- 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 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.

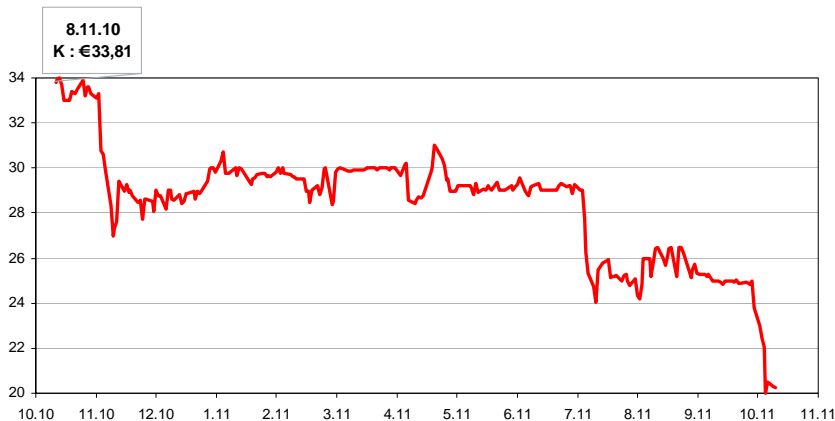
Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	129	70%
Halten	50	27%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	185	

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	109	75%
Halten	35	24%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	146	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
AS Creation Tapeten (ACWG.DE) am 4.11.11



Quellen: Factset (Kurse) / Warburg Research

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.mmwarburg.com

Aktien Research Report © Warburg Research GmbH

abgeschlossen am 10. November 2011

RESEARCH		
Geschäftsführung Research		
Christian Bruns	+49 40 309 537-253	cbruns@warburg-research.com
Henner Rüschemeyer	+49 40 309 537-270	hrueschmeier@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	aplasier@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		
Christian Cohrs	+49 40 309 537-175	cchors@warburg-research.com
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		
Christopher Rodler	+49 40 309 537-290	crodlar@warburg-research.com
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		
INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN		
Holger Nass	+49 40 3282-2669	hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch	+49 40 3282-2667	calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon	+49 40 3282-2630	cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conreder	+49 40 3282-2633	rconreder@mmwarburg.com
Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann	+49 40 3282-2660	mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@mmwarburg.com
Marc 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
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
Kerstin Tscherner	+49 40 3282-2703	ktscherner@mmwarburg.com
ROADSHOW / MARKETING		
Katharina Bruns	+49 40 3282-2694	kbruns@mmwarburg.com
Adresse: M.M. Warburg & CO, Ferdinandstr. 75, 20095 Hamburg		