

AS Creation Tapeten

Kaufen Kursziel: 37,00 €
Konsum
Update

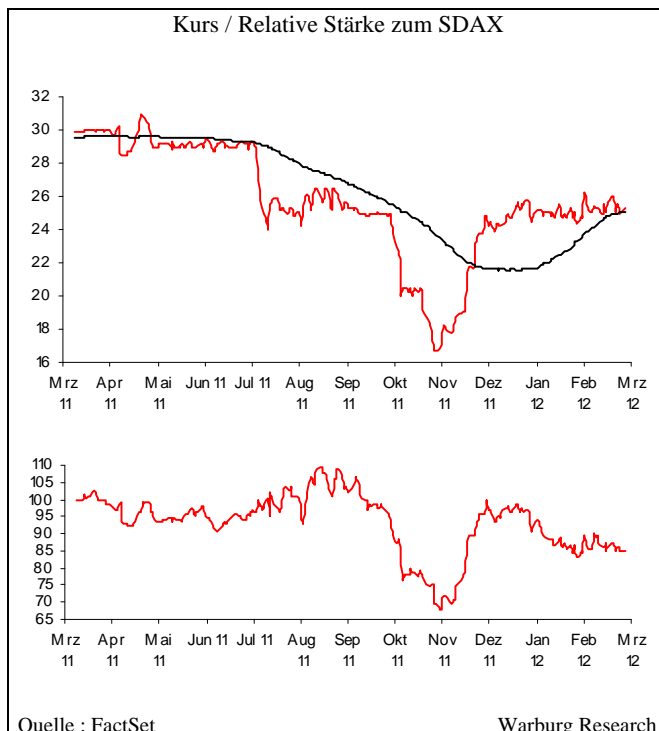
 Bloomberg Code: ACW
 ISIN: DE0005079909

 Kurs am 26.03.2012: 25,31 €
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 31,00/16,73 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	69,8 Mio €	Breit gestreut	St. 41,6%	03.05.2012 :	Q1 results/AGM
Anzahl Aktien	2,8 Mio	Franz J. Schneider	St. 29,5%	13.08.2012 :	Q2 results
Gez. Kapital	9,0 Mio €	Karin Schneider	St. 10,1%	06.11.2012 :	Q3 results
		Treasury Stock	St. 8,1%		
		A.S. Tapetenstiftung	St. 5,7%		
		Lins Wallpaper	St. 5,0%		

- **Q4-Ergebnisse etwas unter unseren Erwartungen**
- **Guidance 2012 eine positive Überraschung**
- **Deutlicher Ergebnissprung in 2013 erwartet**

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



in €	12/2011	12/2012e	12/2013e	12/2014e
EPS (neu)	1,69	2,18	3,67	4,30
EPS (alt)	1,81	2,09	3,67	---
CFPS	5,50	5,86	7,08	7,64
Dividende	0,75	0,98	1,66	1,95
in Mio €	12/2011	12/2012e	12/2013e	12/2014e
Umsatz	192,3	203,0	233,2	249,8
EBITDA	19,5	22,0	23,9	25,8
EBIT	9,6	12,2	14,8	16,9
Jahresüberschuss	4,7	6,0	10,1	11,9
Cash flow	15,1	16,2	19,5	21,1
ROCE (EBIT/CE)	7,6%	9,3%	10,6%	11,8%
	12/2011	12/2012e	12/2013e	12/2014e
KGV	15,9	11,6	6,9	5,9
KCFV	4,9	4,3	3,6	3,3
Div. rendite	2,8%	3,9%	6,6%	7,7%
EV/Umsatz	0,58	0,53	0,46	0,42
EV/EBITDA	5,7	4,9	4,5	4,1

Die Q4-Ergebnisse lagen leicht unter unseren Schätzungen, dennoch war die Guidance 2012 eine angenehme Überraschung. Wir haben daher unsere Ergebnisschätzungen 2012 um knapp 5% angehoben. Dabei sind sowohl 2011 als auch 2012 ohnehin Übergangsjahre, die massiv durch Einmalkosten verzerrt werden. Der Erfolg der wertsteigernden Investitionen in Russland zeigt sich erst im Jahr 2013. Da der Bau rechtzeitig für einen Produktionsbeginn im September 2012 fertig gestellt sein wird, bestätigen wir unsere 2013er-Schätzungen, die einen wesentlichen Ergebnissprung in jenem Jahr antizipieren. Trotz der höchstwahrscheinlich sehr volatilen Ergebnisse in den kommenden Quartalen, halten wir die Aktie auf DCF-Basis für deutlich unterbewertet. Wir bleiben daher bei unserer Kaufempfehlung und dem Kursziel von €37.

Q4-Ergebnisse etwas schwächer als erwartet

In Q4 lag der Umsatz von A.S. Creation mehr als €3 Mio. unter unseren Schätzungen. Darin spiegelt sich vor allem ein schwächer als erwarteter Umsatz in West- (-2,7% yoy) und Osteuropa (-13,6%) wider, während das Umsatzwachstum in Deutschland fortgesetzt (+4,4% in Q4) und im Rest der Welt sogar ein Umsatzsprung von 25% verzeichnet wurde.

Trotz des schwächeren Umsatzes, verfehlte das EBIT unsere Erwartungen nur um €0,07 Mio., da die Bruttomarge um 120BP besser ausfiel als angenommen. Die größere Abweichung beim EBT lässt sich auf eine weitere Reduzierung des Abzinsungsfaktors bei den Pensionsrückstellungen zurückführen, sodass diese € 0,3 Mio. höher als erwartet waren. Neben den Anlaufverlusten in Russland war auch die Steuerquote höher, was den Rest der Abweichung zu unserer Jahresüberschusschätzung erklärt.

Im Gegensatz zu den GuV-Zahlen entwickelte sich das Working Capital besser als erwartet, was zu einer um €3 Mio. besseren Nettoverschuldung führte (€29,4 Mio.) als wir erwartet hatten (€32,6 Mio.). Aufgrund der hohen

Investitionen in das russische JV (€7,2 Mio.) und den Erwerb der restlichen Minderheitsanteile an den französischen Töchtern (€7,0 Mio.), die noch zu den Erhaltungsinvestitionen in Höhe von €5,5 Mio. hinzukamen, war der Free Cashflow jedoch negativ (€-9,5 Mio. vor Dividende).

2011 und 2012 sind Übergangsjahre

Im 50:50-Joint Venture mit Kof Palitra errichtet das Unternehmen seit Anfang 2011 eine neue Tapetenfabrik in Nishny Nowgorod. Das Gebäude ist schon fast fertig gestellt. Die Produktion wird aber erst im September 2012 aufgenommen. Im ersten Schritt wird es rund 150 Mitarbeiter in der Produktion mit einer Kapazität von 6 bis 7 Mio. Rollen geben. Sobald die Fabrik voll in Betrieb genommen wurde, könnte sich der Umsatz somit um bis zu €40 Mio. erhöhen. Das Investitionsvolumen des Projekts wird derzeit mit €28-29 Mio. angesetzt (ursprüngliche Pläne €26 Mio.), davon wird die Hälfte durch A.S. Création getragen.

Dieses Projekt führt jedoch zu wesentlichen Anlaufverlusten in 2011 & 2012, da bereits mit der Ausbildung und Einstellung von Produktionsmitarbeitern begonnen werden muss, bevor die Anlage den Betrieb aufnimmt. Darüber hinaus muss A.S. ein eigenes Vertriebs- und Logistiknetzwerk in Russland aufbauen. Unglücklicherweise kann der größte Teil der damit verbundenen Kosten nicht direkt in der GuV überwacht werden. Nur die mit dem Produktions-JV verbundenen Kosten können im Finanzergebnis gesehen werden. Für 2011 konnte dem Joint Venture ein Verlust von €0,23 Mio. zugeordnet werden. Wir erwarten, dass sich diese Zahl in 2012 auf €1,25 Mio. erhöht, wenn der Großteil der Ausbildung und des Produktionsanlaufes realisiert wird. Darüber hinaus sprach das Management von knapp €1 Mio. für den Aufbau der Logistik und des Vertriebs für 2011 und wir rechnen für 2012 mit einer ähnlichen Zahl. Folglich gehen wir für Russland von Anlaufkosten in Höhe von insgesamt €1,2 Mio. bzw. €2,25 Mio. in 2011 und 2012 aus.

Abb.1: Q4 Zahlen

in EURm, except EPS	Q4 2011a	Q4 2011WRe	Q4 2010a	+/- in %	FY 2011	+/- in %
Sales	45,7	49,1	46,1	-0,9%	192,3	4,1%
Gross profit	20,4	21,3	22,1	-7,6%	88,7	
Gross margin	44,6%	43,4%	47,9%		46,1%	
EBIT	1,1	1,2	3,1	-63,7%	9,6	-33,0%
EBIT-Margin	2,4%	2,4%	6,7%		5,0%	
EBT	0,3	0,5	2,5	-86,4%	7,3	
Net income	0,1	0,4	1,6	-95,7%	4,7	
EPS, basic	0,03	0,15	0,60	-95,7%	1,69	-44,6%

Warburg Research

Mit dieser Investition erwartet das Management, mittelfristig höhere Margen als den derzeitigen Konzerndurchschnitt zu generieren. 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 Mio. erhöhen (A.S. Créations Anteil, zudem werden Vertriebskosten von 2% vom Umsatz für den nicht AS-Teil unterstellt). Dies würde einem ROCE von ca. 15% (vor Steuern) entsprechen (berichtetes Vorsteuer-ROCE in 2010: 12,8%). Damit sollten die russischen Einrichtungen selbst mit diesen Erwägungen die Rendite auf das eingesetzte Kapital erhöhen und deutlich wertsteigernd sein. Da Lins Wallpaper, das Unternehmen hinter Kof Palitra, dem JV-Partner von A.S. Création, kürzlich einen Anteil von mehr als 5% in A.S. Création aufgebaut hat, bestätigt dies die Perspektiven des Joint Venture sogar noch stärker.

Guidance 2012 eine positive Überraschung

Die Guidance des Managements sieht nun einen Umsatz zwischen € 195 Mio. und € 205 Mio. und einen Jahresüberschuss von € 6,0-7,0 Mio. für 2012 vor. Dies vergleicht sich mit unseren alten Schätzungen von €206,5 Mio. beim Umsatz und €5,75 Mio. beim Jahresüberschuss. Damit liegen unsere Ergebnisschätzungen sogar unter dem unteren Ende der Guidance.

Leichte Anhebung der Ergebnisschätzungen für 2012

Angesichts des schwächeren Q4-Umsatzes verringert sich unsere Umsatzschätzung 2012 auf €203 Mio., da wir bei unserer Wachstumsprognose von 5,6% bleiben, diese jedoch auf eine niedrigere Basis anwenden.

Haupttreiber des erwarteten Umsatzwachstums ist die eingeführte Preiserhöhung. Im Februar gab A.S. Creation eine Preiserhöhung von 5,5% bekannt. Wir sind uns zwar darüber bewusst, dass es einige Ausnahmen geben wird, allerdings sollte dies neben der Markteinführung weiterer vielversprechender Lizenzkolektionen (insbesondere Porsche Design sowie Versace in 2013) dennoch der wesentliche Treiber des Umsatzwachstums sein.

Da wir bisher von einer kleineren Preiserhöhung ausgegangen waren, haben wir auch unsere Jahresüberschusschätzungen auf € 6,0 Mio. (+25% yoy) erhöht, was am unteren Ende der Guidance liegt.

Deutliche Ergebnissteigerung in 2013 erwartet

Wir erwarten für 2013 einen Umsatzbeitrag von ca. €20 Mio. durch die russische Produktion und ein zugrunde liegendes Umsatzwachstum von 5%. Da das Unternehmen mit der lokalen Produktion neue Kundengruppen wie z.B. Baumärkte und auch ein etwas niedrigeres Preissegment adressieren kann, sind wir zuversichtlich, dass A.S. Creation das zusätzliche Volumen vermarkten kann. Wir erwarten daher, dass A.S. Création im Jahr 2013 Rekordumsätze und

-ergebnisse generieren kann. Buchungstechnisch sollte beachtet werden, dass A.S. Création die gesamte Produktion des russischen JV vertreibt, von diesem Umsatz aber nur eine kleine Vertriebsmarge erhält, während der größte Teil des Mehrwerts auf das Produktions-JV entfällt. Damit verringert sich die EBITDA-Marge technisch, wird jedoch durch eine Verbesserung bei den Investitionseinnahmen ausgeglichen. Darüber hinaus profitiert das Ergebnis 2013 von einem technischen Effekt, da €0,7 Mio. der negativen Effekte durch die PPA wegfallen.

Bei einer Analyse der von uns erwarteten EBT-Verbesserung von €5 Mio., sollen ca. €2,25 Mio. (bzw. 45%) auf den Ergebnisswing in Russland entfallen, weitere €0,7 Mio. (bzw. 14%) beziehen sich auf den PPA-Effekt und der Rest auf den operativen Leverage und eine Normalisierung der Bruttomarge (d.h. die Annahme eines Jahres ohne jegliche Rohmaterialkostenschocks). Damit ist die Visibilität für einen deutlichen Ergebnissprung in 2013 sehr hoch.

Keine Neuigkeiten zum Kartellfall

Bereits Mitte November hat A.S. Création die förmlichen Vorwürfe des Bundeskartellamts erhalten, während die französischen Behörden noch nicht entschieden haben, ob sie den Fall weiter verfolgen werden. Somit gibt es keine Neuigkeiten in dieser Angelegenheit und das Management kann noch nicht beurteilen, ob die Behörden ihre Meinung über den Fall teilen. Wir halten es jedoch noch immer für sehr unwahrscheinlich, dass A.S. Création für ein erhebliches Fehlverhalten haftbar ist und erachten es daher als höchst unwahrscheinlich, dass das endgültige Ergebnis auch nur in die Nähe der möglichen Maximalstrafe von 10% vom Konzernumsatz in 2010 je Fall liegt (d.h. €18 Mio. bzw. €6 je Aktie).

Jörg Philipp Frey



AS Creation Tapeten

JÖRG PHILIPP FREY, +49 40 309537 - 258

	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012e	12/2013e	12/2014e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	181,3	184,6	192,3	203,0	233,2	249,8	
Gesamtleistung	177,2	186,6	193,5	203,8	233,9	250,6	
Materialaufwand	-90,2	-96,1	-104,9	-108,4	-129,6	-139,1	
Personalaufwand	-37,7	-39,3	-41,3	-43,3	-46,0	-48,8	
Sonst. betriebl. Ergebnis	26,0	26,4	27,9	30,0	34,5	37,0	
EBITDA	23,3	24,8	19,5	22,0	23,9	25,8	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	-9,9	-10,5	-9,9	-9,9	-9,1	-8,9	
EBIT	13,4	14,3	9,6	12,2	14,8	16,9	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	13,4	14,3	9,6	12,2	14,8	16,9	
Finanzergebnis	-2,6	-2,0	-2,3	-3,0	-0,4	-0,1	
Ergebnis vor Steuern	10,8	12,4	7,3	9,2	14,3	16,8	
EE-Steuern	-3,3	-4,0	-2,7	-3,2	-4,2	-4,9	
(Steuerquote in %)	30,8	32,0	36,5	34,9	29,5	29,4	
Jahresüberschuss	7,5	8,4	4,7	6,0	10,1	11,9	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	7,5	8,4	4,7	6,0	10,1	11,9	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,72	3,05	1,69	2,18	3,67	4,30	
Wachstum (in%) CAGR (09/14)							
Gesamtleistung	7,2 %	-1,7	5,3	3,7	5,3	14,8	7,1
EBITDA	2,0 %	7,3	6,6	-21,4	12,9	8,3	8,0
EBIT	4,7 %	-0,5	6,6	-33,0	27,0	21,1	14,3
Jahresüberschuss	9,6 %	-16,0	11,9	-44,6	29,0	68,6	17,3
Kostenintensitäten (in % der Gesamtleistung)							
Materialaufwandsquote	50,9	51,5	54,2	53,2	55,4	55,5	
Personalaufwandsquote	21,3	21,1	21,3	21,2	19,7	19,5	
Abschreibungsquote	5,6	5,6	5,1	4,8	3,9	3,6	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	24,1	25,3	20,1	22,3	24,2	26,1	
Operativer Cash flow	28,0	14,8	9,4	13,6	8,4	14,2	
Investiver Cash flow	-5,8	-6,8	-19,7	-12,5	-6,0	-6,5	
Free Cash flow	22,3	8,0	-10,3	1,1	2,4	7,7	
Cash earnings	18,2	19,2	15,1	16,2	19,5	21,1	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	230,4	239,1	241,5	252,2	280,9	292,2	
Personalaufwand / Mitarbeiter	-47,9	-51,0	-51,9	-53,8	-55,4	-57,1	
EBIT / Mitarbeiter	17,1	18,5	12,0	15,1	17,8	19,7	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Gesamtleistung	13,1	13,3	10,1	10,8	10,2	10,3	
EBIT / Gesamtleistung	7,6	7,7	5,0	6,0	6,3	6,7	
Ergebnis v. Steuern / Gesamtleistung	6,1	6,6	3,8	4,5	6,1	6,7	
Jahresüberschuss / Gesamtleistung	4,2	4,5	2,4	2,9	4,3	4,7	
EK-Rendite	9,0	9,5	5,2	6,4	10,0	11,0	
GK-Rendite	4,6	5,2	3,0	3,7	6,0	6,9	
ROCE	12,1	12,8	7,6	9,3	10,6	11,8	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	54,7	50,8	46,9	43,0	39,7	37,1	
Firmenwert	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	
Working capital	52,0	57,3	66,7	69,0	79,8	86,4	
Umlaufvermögen	96,0	99,7	93,2	95,6	104,0	110,8	
Capital employed (CE)	111,3	112,1	126,6	131,5	139,3	143,4	
Eigenkapital	83,8	88,8	89,6	93,5	100,9	108,2	
Eigenkapitalquote in %	51,8	54,9	56,9	57,5	60,2	62,9	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	20,6	16,3	29,4	30,1	30,2	26,7	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	27,5	23,3	37,1	38,1	38,4	35,2	
Gearing in %	24,6	18,3	32,9	32,2	29,9	24,7	
Kurs St. am 26.03.2012: 25,31 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,72	3,05	1,69	2,18	3,67	4,30	
Cash Flow je Aktie (€)	6,61	6,97	5,50	5,86	7,08	7,64	
Aktienanzahl St. (Mio)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	
KGV St.	7,2	9,9	15,9	11,6	6,9	5,9	
KCFV	3,0	4,3	4,9	4,3	3,6	3,3	
EV / Umsatz	0,45	0,58	0,58	0,53	0,46	0,42	
EV / EBITDA	3,5	4,3	5,7	4,9	4,5	4,1	
EV / EBIT	6,1	7,4	11,6	8,9	7,3	6,2	

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	125	66%
Halten	56	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	190	

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	99	68%
Halten	42	29%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	145	

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungshistorie 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 28. März 2012

RESEARCH		
Geschäftsführung Research		
Christian Bruns	+49 40 309 537-253	cbruns@warburg-research.com
Henner Rüschmeier	+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
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		
Malte Räther	+49 40 309 537-185	mraether@warburg-research.com
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
Robert Conredel	+49 40 3282-2633	rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
Philippe Lorrain	+49 40 3282-2664	plorrain@mmwarburg.com
Marc Niemann	+49 40 3282-2660	mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@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		