

| | | | | |
|------------------|--------------------------|-----------|--------------------------------|----------------------------|
| Buy | Wertindikatoren: | EUR | Aktien Daten: | Beschreibung: |
| | DCF: | 41,00 | Bloomberg: | ACWN GR |
| EUR 41,00 | FCF-Value Potential 15e: | 30,00 | Reuters: | ACWNNn |
| (EUR 45,00) | | | ISIN: | DE000A1TNNN5 |
| Kurs | Markt Snapshot: | EUR Mio. | Aktionäre: | Risikoprofil (WRe): |
| EUR 26,60 | Marktkapitalisierung: | 73,3 | Freefloat: | 2014e |
| Upside | Aktienanzahl (Mio.): | 2,8 | Franz Jürgen Schneider: | Beta: |
| 54,1 % | EV: | 106,7 | Lins Wallpaer: | 1,3 |
| | Freefloat MC: | 26,8 | Karin Schneider: | KBV: |
| | Ø Trad. Vol. (30T; EUR): | 6,28 Tsd. | A.S. Creation Tapetenstiftung: | 0,8 x |
| | | | | EK-Quote: |
| | | | | 60 % |
| | | | | Net Fin. Debt / EBITDA: |
| | | | | 0,7 x |
| | | | | Net Debt / EBITDA: |
| | | | | 1,2 x |

Ergebniserholung wird länger dauern als erwartet

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Berichtete Kennzahlen Q2/2014: | | | | | | | | | | Kommentar zu den Kennzahlen: | | | | | | | | | |
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | Q2 14 | Q2 14e | Q2 13 | yoy | 6M 14 | 6M 14e | 6M 13 | yoy | | | | | | | | | | | |
| Umsatz | 45,2 | 49,0 | 50,2 | -10 % | 99,5 | 103,3 | 104,8 | -5 % | | | | | | | | | | | |
| EBIT | 2,9 | 2,5 | 4,2 | -33 % | 6,5 | 6,2 | 9,5 | -31 % | | | | | | | | | | | |
| Marge | 6,3 % | 5,1 % | 8,5 % | | 6,5 % | 6,0 % | 9,1 % | | | | | | | | | | | | |
| Nettoergebnis | 1,7 | 1,1 | 1,2 | 38 % | 2,7 | 2,1 | 4,2 | -36 % | | | | | | | | | | | |
| Marge | 3,8 % | 2,3 % | 2,5 % | | 2,7 % | 2,0 % | 4,0 % | | | | | | | | | | | | |
| EPS | 0,62 | 0,41 | 0,45 | 37 % | 0,96 | 0,75 | 1,52 | -36 % | | | | | | | | | | | |

Während der Umsatz in Deutschland in Q2 um 0,6% wuchs, ging die EU ohne Deutschland um 12,4% zurück (hohe Vergleichsbasis von +9,3%), was größtenteils auf einen schwachen französischen Markt zurückzuführen war. Osteuropa war weiterhin unter Druck, der Rückgang verlangsamte sich jedoch von 20,6% in Q1 auf 4,9% in Q2. Dies reflektiert die steigenden Volumina des russischen Produktions-JV.

Die Bruttomarge in % der Gesamtleistung ist sogar marginal auf 49,4% angestiegen.

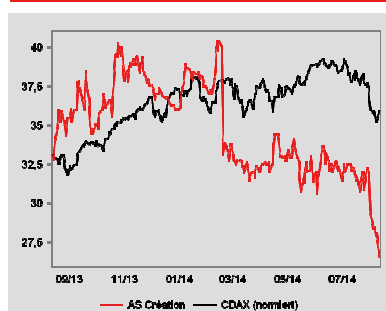
In Q2 gingen die operativen Aufwendungen (bereinigt um Wechselkurseffekte) um 11% und der Personalaufwand um 7,5% zurück. Da der russische Rubel in Q2 wieder stärker wurde, sind die berichteten operativen Aufwendungen sogar um 19,3% gesunken.

- Der Q2-Umsatz war in erster Linie aufgrund des schwachen Marktes in Frankreich deutlich niedriger als erwartet. Die Kombination aus schwächer werdenden westeuropäischen Märkten und die Unsicherheit in Russland haben das Management dazu veranlasst, seine Umsatzguidance von EUR 205-215 Mio. auf EUR 180-190 Mio. zu senken. Während wir bisher am unteren Ende der Guidance lagen, sehen wir das obere Ende des neuen Zielkorridors – unter der Annahme eines Rückgangs im mittleren einstelligen Bereich in der EU ohne Deutschland und einem stagnierenden Umsatz in Deutschland als realisierbar an. Unter der Annahme, dass die starke Verbesserung des Umsatzes aus der russischen Produktion anhält (signifikantes Umsatzwachstum im zweistelligen Bereich), erwarten wir für Osteuropa einen Umsatzrückgang im hohen einstelligen Bereich. Wir schätzen, dass das russische Joint Venture auf bereinigter Basis den Breakeven in Q2 erreicht hat. Unsere EPS-Schätzungen bleiben trotz der Senkung der Umsatzprognosen unverändert, da das Management die Kosten schneller gesenkt hat als wir prognostiziert hatten und die Performance des russischen Joint Ventures über unseren Erwartungen liegt (statt EUR 4,0 Mio. wir erwarten nun Verluste in Höhe von EUR 2,4 Mio.).
- Der wirtschaftliche Hintergrund eines schwächeren europäischen Wachstums und einer sich in H2 2014 vermutlich verstärkenden Rezession in Russland dämpft auch den Wachstumsausblick für 2015. Daher senken wir unser DCF-basiertes Kursziel von EUR 45 auf EUR 41. In Anbetracht der sich abzeichnenden Unsicherheiten gehen wir nicht davon aus, dass unser Kursziel schnell erreicht wird. Unsere Kaufempfehlung basiert auf unserer Überzeugung, dass A.S. Creation als innovativster Tapetenhersteller weiter Marktanteile gewinnt und daher in der Lage sein sollte, sein historisches Margenniveau langfristig zu erreichen.

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|---------|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Schätzungsänderungen: | | | | | | | Kommentar zu den Änderungen: | | | | | | | | | | | | |
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | 2014e (alt) | + / - | 2015e (alt) | + / - | 2016e (alt) | + / - | | | | | | | | | | | | | |
| Umsatz | 205,8 | -8,2 % | 216,0 | -12,5 % | 228,7 | -12,3 % | | | | | | | | | | | | | |
| EBIT | 12,2 | -17,8 % | 13,7 | -25,1 % | 15,5 | -28,0 % | | | | | | | | | | | | | |
| EPS | 1,30 | 0,0 % | 3,00 | -25,7 % | 3,85 | -27,5 % | | | | | | | | | | | | | |
| DPS | 0,60 | 0,0 % | 1,35 | -25,7 % | 1,70 | -28,0 % | | | | | | | | | | | | | |
| Nettoverschuld | 27,3 | -16,5 % | 20,8 | -28,8 % | 16,1 | -31,1 % | | | | | | | | | | | | | |

Schwache westeuropäische Märkte und die russische Rezession dürften auch H1 2015 beeinträchtigen. Daher rechnen wir nunmehr erst in H2 2015 mit einer Rückkehr zum Top-Line-Wachstum.

Das Fehlen weiterer Währungsverluste und die zugrundeliegende Verbesserung des russischen Joint Ventures sollten in 2015 dennoch zu einem starken Ergebniswachstum führen.

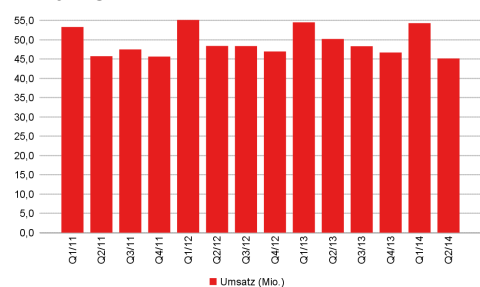


| | |
|----------------------------------|---------|
| Rel. Performance vs CDAX: | |
| 1 Monat: | -12,2 % |
| 6 Monate: | -30,1 % |
| Jahresverlauf: | -22,5 % |
| Letzte 12 Monate: | -27,6 % |

| | |
|-----------------------------|----|
| Unternehmenstermine: | |
| 10.11.14 | Q3 |

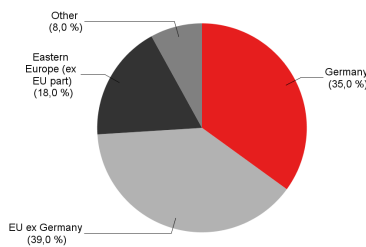
| | | | | | | | | | |
|-----------------------------|---------------|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (13-16e) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | |
| Umsatz | 0,1 % | 184,6 | 192,3 | 198,9 | 199,8 | 189,0 | 189,0 | 200,5 | |
| Veränd. Umsatz yoy | | 1,8 % | 4,1 % | 3,5 % | 0,5 % | -5,4 % | 0,0 % | 6,1 % | |
| Rohertragsmarge | | 49,0 % | 46,1 % | 49,8 % | 48,5 % | 48,4 % | 47,9 % | 47,4 % | |
| EBITDA | 1,9 % | 24,8 | 19,5 | 25,5 | 19,7 | 19,5 | 19,7 | 20,9 | |
| Marge | | 13,4 % | 10,2 % | 12,8 % | 9,9 % | 10,3 % | 10,4 % | 10,4 % | |
| EBIT | 3,0 % | 14,3 | 9,6 | 15,7 | 10,2 | 10,0 | 10,3 | 11,2 | |
| Marge | | 7,8 % | 5,0 % | 7,9 % | 5,1 % | 5,3 % | 5,4 % | 5,6 % | |
| Nettoergebnis | 79,8 % | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 1,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 | |
| EPS | 79,8 % | 3,05 | 1,69 | 2,67 | 0,48 | 1,30 | 2,23 | 2,79 | |
| EPS adj. | 32,3 % | 3,05 | 1,69 | 2,67 | 1,21 | 1,30 | 2,23 | 2,79 | |
| DPS | 70,0 % | 1,35 | 0,75 | 1,20 | 0,25 | 0,60 | 1,00 | 1,23 | |
| Dividendenrendite | | 4,5 % | 2,8 % | 4,2 % | 0,7 % | 2,3 % | 3,8 % | 4,6 % | |
| FCFPS | | 3,18 | -3,44 | 3,80 | 1,48 | 2,97 | 3,63 | 2,45 | |
| EV / Umsatz | | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,6 x | 0,5 x | 0,5 x | |
| EV / EBITDA | | 4,3 x | 5,7 x | 4,3 x | 6,9 x | 5,5 x | 5,0 x | 4,5 x | |
| EV / EBIT | | 7,4 x | 11,6 x | 7,0 x | 13,2 x | 10,7 x | 9,6 x | 8,5 x | |
| KGV | | 9,9 x | 15,9 x | 10,7 x | 79,8 x | 20,4 x | 11,9 x | 9,5 x | |
| KGV ber. | | 9,9 x | 15,9 x | 10,7 x | 31,8 x | 20,4 x | 11,9 x | 9,5 x | |
| FCF Yield Potential | | 12,1 % | 9,7 % | 14,6 % | 7,2 % | 9,0 % | 9,7 % | 10,6 % | |
| Nettoverschuldung | | 23,3 | 37,1 | 31,1 | 30,0 | 22,8 | 14,8 | 11,1 | |
| ROE | | 9,7 % | 5,2 % | 8,0 % | 1,4 % | 3,8 % | 6,2 % | 7,4 % | |
| ROCE (NOPAT) | | 8,7 % | 5,1 % | 8,1 % | 2,1 % | 4,2 % | 5,8 % | 6,6 % | |
| Guidance: | | Umsatz von 180 bis 190 Mio. EUR | | | | | | | |

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



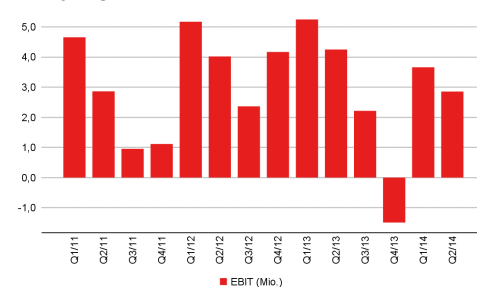
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

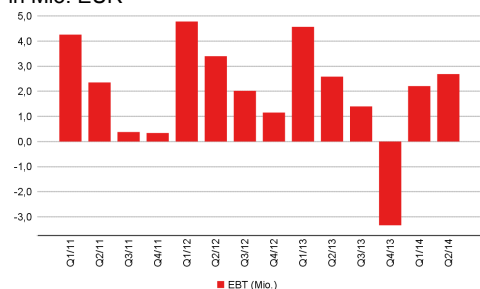
Unternehmenshintergrund

- A.S. Création, der führende Tapetenhersteller Europas, erwirtschaftet mehr als 30% des Umsatzes der deutschen Tapetenindustrie. Der Geschäftsbereich Dekorationsstoffe ergänzt das Sortiment.
- Die Produktpalette ist klar nach Preispunkten und Vertriebslinien segmentiert. Hauptmarken sind „A.S. Création“ und „living walls“ für das höherpreisige Marktsegment und "Innova" für das Einstiegssegment.
- Deutschland und Frankreich sind die wichtigsten Märkte und stehen zusammen für deutlich mehr als die Hälfte des Umsatzes. In der EU insgesamt werden mehr als 75% des Umsatzes erzielt.
- Die Produktion erfolgt bisher ausschließlich in Deutschland. Angesichts eines modernen Maschinenparks und der Nähe zu den Hauptabsatzmärkten ist die Produktion wettbewerbsfähig.

Wettbewerbsqualität

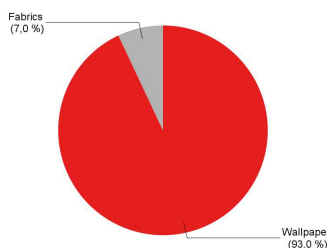
- A.S. Création setzt sich vor allem durch eine hohe Produktqualität und die Umsetzung hochwertigen Designs mit Hilfe anspruchsvoller Drucktechniken, wie bspw. Kombinationen aus Sieb- und Tiefdruck vom Wettbewerb ab.
- Das Unternehmen ist Pionier in der Entwicklung von Lizenzmarken außerhalb des Tapetenbereichs. Das Portfolio umfasst Esprit home, Avenzio, Schöner Wohnen, Versace, Porsche Design, Lars Contzen, Brigitte home und andere.
- Das Management ist sehr innovativ in der Entwicklung neuer Konzepte für den Point of Sales. Zudem wurde frühzeitig ein e-Shop gestartet und in 2014 wird eine mobile-Shopping Anwendung gestartet.
- Durch eine effiziente Logistik kann A.S. eine Lieferquote von mehr als 99% innerhalb von 24h garantieren. Zudem kann der Handel sogar das komplette Management der Tapetenabteilung an A.S. auslagern.
- Bereits in den neunziger Jahren wurden die osteuropäischen Märkte erschlossen. Um näher am Kunden zu sein investiert A.S. jetzt mit einem Partner in eine neue Fertigung in Russland.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



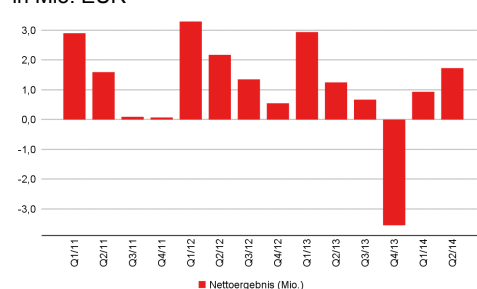
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

| Kennzahlen in EUR Mio. | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|------------------------------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | |
| Umsatz | 189,0 | 189,0 | 200,5 | 212,5 | 223,2 | 232,1 | 239,1 | 243,8 | 248,7 | 253,7 | 258,8 | 260,7 | 262,7 | |
| Umsatzwachstum | -5,4 % | 0,0 % | 6,1 % | 6,0 % | 5,0 % | 4,0 % | 3,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 0,8 % | 0,8 % | 1,0 % |
| EBIT | 10,0 | 10,3 | 11,2 | 15,5 | 16,7 | 17,4 | 17,9 | 18,3 | 18,7 | 19,0 | 19,4 | 19,6 | 19,7 | |
| EBIT-Marge | 5,3 % | 5,4 % | 5,6 % | 7,3 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | 7,5 % | |
| Steuerquote (EBT) | 35,0 % | 30,8 % | 32,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % | |
| NOPAT | 6,5 | 7,1 | 7,6 | 10,9 | 11,7 | 12,2 | 12,6 | 12,8 | 13,1 | 13,3 | 13,6 | 13,7 | 13,8 | |
| Abschreibungen | 9,5 | 9,4 | 9,7 | 8,5 | 8,5 | 8,4 | 8,1 | 7,8 | 7,7 | 7,6 | 7,5 | 7,0 | 6,6 | |
| Abschreibungsquote | 5,0 % | 5,0 % | 4,8 % | 4,0 % | 3,8 % | 3,6 % | 3,4 % | 3,2 % | 3,1 % | 3,0 % | 2,9 % | 2,7 % | 2,5 % | |
| Veränd. Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | -4,3 | -0,9 | 4,1 | 2,2 | 3,7 | 3,1 | 2,4 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 0,7 | 0,7 | |
| - Investitionen | 7,5 | 6,8 | 6,8 | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,3 | 6,2 | 6,3 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | |
| Investitionsquote | 4,0 % | 3,6 % | 3,4 % | 3,0 % | 2,9 % | 2,8 % | 2,7 % | 2,6 % | 2,5 % | 2,5 % | 2,5 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 12,8 | 10,6 | 6,4 | 10,8 | 10,0 | 10,9 | 11,8 | 12,6 | 12,8 | 12,8 | 12,8 | 13,5 | 13,1 | 13 |
| Barwert FCF | 12,4 | 9,5 | 5,2 | 8,1 | 6,9 | 7,0 | 6,9 | 6,8 | 6,3 | 5,8 | 5,4 | 5,2 | 4,6 | 58 |
| Anteil der Barwerte | 18,26 % | | | 42,39 % | | | | | | | | | | 39,34 % |

Modell-Parameter

| | | | |
|------------------------|---------------|------------------------|-------------|
| Herleitung WACC: | | Herleitung Beta: | |
| Fremdkapitalquote | 15,00 % | Finanzielle Stabilität | 1,00 |
| FK-Zins (nach Steuern) | 4,2 % | Liquidität (Aktie) | 1,00 |
| Marktrendite | 8,00 % | Zyklizität | 1,50 |
| Risikofreie Rendite | 2,50 % | Transparenz | 1,00 |
| | | Sonstiges | 2,00 |
| WACC | 8,83 % | Beta | 1,30 |

Wertermittlung (Mio.)

| | | | |
|----------------------------|------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2026e | 90 | | |
| Terminal Value | 58 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 27 | | |
| Pensionsrückstellungen | 10 | | |
| Hybridkapital | 11 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 6 | | |
| Liquide Mittel | 7 | Aktienzahl (Mio.) | 2,8 |
| Eigenkapitalwert | 114 | Wert je Aktie (EUR) | 41,40 |

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

| Beta | WACC | Ewiges Wachstum | | | | | | | Beta | WACC | Delta EBIT-Marge | | | | | | |
|------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|-------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 0,25 % | 0,50 % | 0,75 % | 1,00 % | 1,25 % | 1,50 % | 1,75 % | | | -1,5 pp | -1,0 pp | -0,5 pp | +0,0 pp | +0,5 pp | +1,0 pp | +1,5 pp |
| 1,51 | 9,8 % | 34,09 | 34,50 | 34,94 | 35,40 | 35,89 | 36,41 | 36,96 | 1,51 | 9,8 % | 25,40 | 28,74 | 32,07 | 35,40 | 38,74 | 42,07 | 45,41 |
| 1,41 | 9,3 % | 36,66 | 37,15 | 37,67 | 38,22 | 38,80 | 39,42 | 40,08 | 1,41 | 9,3 % | 27,62 | 31,15 | 34,68 | 38,22 | 41,75 | 45,29 | 48,82 |
| 1,35 | 9,1 % | 38,06 | 38,59 | 39,16 | 39,76 | 40,40 | 41,08 | 41,80 | 1,35 | 9,1 % | 28,83 | 32,47 | 36,11 | 39,76 | 43,40 | 47,05 | 50,69 |
| 1,30 | 8,8 % | 39,54 | 40,12 | 40,74 | 41,40 | 42,10 | 42,84 | 43,64 | 1,30 | 8,8 % | 30,11 | 33,87 | 37,64 | 41,40 | 45,16 | 48,92 | 52,68 |
| 1,25 | 8,6 % | 41,11 | 41,75 | 42,42 | 43,14 | 43,91 | 44,73 | 45,62 | 1,25 | 8,6 % | 31,49 | 35,37 | 39,26 | 43,14 | 47,03 | 50,91 | 54,80 |
| 1,19 | 8,3 % | 42,78 | 43,48 | 44,22 | 45,01 | 45,86 | 46,76 | 47,74 | 1,19 | 8,3 % | 32,96 | 36,97 | 40,99 | 45,01 | 49,03 | 53,04 | 57,06 |
| 1,09 | 7,8 % | 46,46 | 47,30 | 48,19 | 49,15 | 50,19 | 51,31 | 52,51 | 1,09 | 7,8 % | 36,21 | 40,53 | 44,84 | 49,15 | 53,47 | 57,78 | 62,09 |

- Wir unterstellen im DCF Modell eine EBIT-Marge von 7.5%; 70Bp unter dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.
- Diese niedrigere Marge reflektiert vor allem die Margenverwässerung durch das Joint Venture in Russland (ca 60 bp).
- Aufgrund der Reife der Tapetenbranche rechnen wir nur mit einem Umsatzwachstum von 1% im Endwert.
- Im Hybridkapital heben wir 10.5 Mio. EUR für potentielle Kartellstrafen berücksichtigt.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

| Angaben in EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 1,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 | |
| + Abschreibung + Amortisation | 8,2 | 9,9 | 10,5 | 9,9 | 9,8 | 9,5 | 9,5 | |
| - Zinsergebnis (netto) | -2,0 | -2,3 | -4,4 | -5,0 | -2,9 | -1,0 | 0,1 | |
| - Erhaltungsinvestitionen | 5,8 | 6,0 | 6,3 | 6,5 | 6,8 | 7,0 | 7,0 | |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| = Free Cash Flow Potential | 12,8 | 10,8 | 16,0 | 9,8 | 9,6 | 9,6 | 10,1 | |
| Free Cash Flow Yield Potential | 12,1 % | 9,7 % | 14,6 % | 7,2 % | 9,0 % | 9,7 % | 10,6 % | |
| WACC | 8,83 % | 8,83 % | 8,83 % | 8,83 % | 8,83 % | 8,83 % | 8,83 % | |
| = Enterprise Value (EV) | 106,3 | 111,0 | 109,5 | 135,6 | 106,7 | 98,6 | 94,9 | |
| = Fair Enterprise Value | 145,2 | 122,0 | 181,1 | 110,5 | 108,2 | 108,3 | 114,3 | |
| - Nettoverschuldung (Liquidität) | 20,3 | 20,3 | 20,3 | 20,3 | 12,8 | 4,5 | 0,5 | |
| - Pensionsverbindlichkeiten | 9,7 | 9,7 | 9,7 | 9,7 | 10,0 | 10,3 | 10,6 | |
| - Sonstige | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 10,5 | 10,5 | 10,5 | |
| - Marktwert Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| + Marktwert wichtiger Beteiligungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 6,0 | |
| = Faire Marktkapitalisierung | 115,2 | 92,0 | 151,1 | 80,5 | 74,9 | 83,0 | 98,7 | |
| Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.) | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | |
| = Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR) | 41,80 | 33,38 | 54,81 | 29,21 | 27,17 | 30,12 | 35,80 | |
| Premium (-) / Discount (+) in % | | | | | 2,1 % | 13,2 % | 34,6 % | |
| Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR) | | | | | | | | |
| | 11,83 % | 28,44 | 22,15 | 38,15 | 19,04 | 17,22 | 20,16 | 25,29 |
| | 10,83 % | 32,07 | 25,20 | 42,68 | 21,80 | 19,92 | 22,87 | 28,15 |
| | 9,83 % | 36,44 | 28,87 | 48,12 | 25,13 | 23,18 | 26,13 | 31,58 |
| WACC | 8,83 % | 41,80 | 33,38 | 54,81 | 29,21 | 27,17 | 30,12 | 35,80 |
| | 7,83 % | 48,52 | 39,03 | 63,19 | 34,32 | 32,18 | 35,14 | 41,10 |
| | 6,83 % | 57,22 | 46,33 | 74,04 | 40,94 | 38,66 | 41,63 | 47,94 |
| | 5,83 % | 68,90 | 56,14 | 88,60 | 49,83 | 47,37 | 50,34 | 57,13 |

- Das Management macht das Niveau der Erhaltungsinvestitionen, die bei rund EUR 6 Mio liegen, transparent.

| Wertermittlung | | | | | | | |
|--------------------------------------|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
| KBV | 0,9 x | 0,8 x | 0,8 x | 1,1 x | 0,8 x | 0,7 x | 0,7 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 28,66 | 29,22 | 31,43 | 30,94 | 31,92 | 33,48 | 35,20 |
| EV / Umsatz | 0,6 x | 0,6 x | 0,6 x | 0,7 x | 0,6 x | 0,5 x | 0,5 x |
| EV / EBITDA | 4,3 x | 5,7 x | 4,3 x | 6,9 x | 5,5 x | 5,0 x | 4,5 x |
| EV / EBIT | 7,4 x | 11,6 x | 7,0 x | 13,2 x | 10,7 x | 9,6 x | 8,5 x |
| EV / EBIT adj.* | 7,4 x | 11,6 x | 7,0 x | 11,1 x | 10,7 x | 9,6 x | 8,5 x |
| Kurs / FCF | 9,3 x | 18,8 x | 5,0 x | 15,3 x | 8,3 x | 7,6 x | 11,4 x |
| KGV | 9,9 x | 15,9 x | 10,7 x | 79,8 x | 20,4 x | 11,9 x | 9,5 x |
| KGV ber.* | 9,9 x | 15,9 x | 10,7 x | 31,8 x | 20,4 x | 11,9 x | 9,5 x |
| Dividendenrendite | 4,5 % | 2,8 % | 4,2 % | 0,7 % | 2,3 % | 3,8 % | 4,6 % |
| Free Cash Flow Yield Potential | 12,1 % | 9,7 % | 14,6 % | 7,2 % | 9,0 % | 9,7 % | 10,6 % |
| *Adjustiert um: | Wir haben die 2 Mio EUR Kartellrückstellung bereinigt, allerdings nicht die Rubel Abwertung. | | | | | | |

GuV

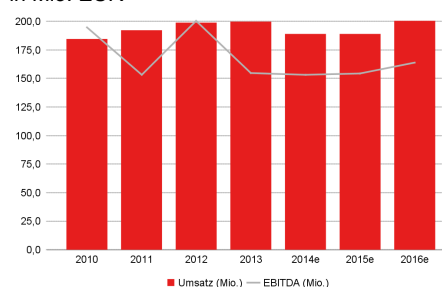
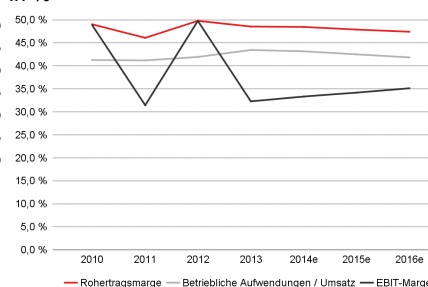
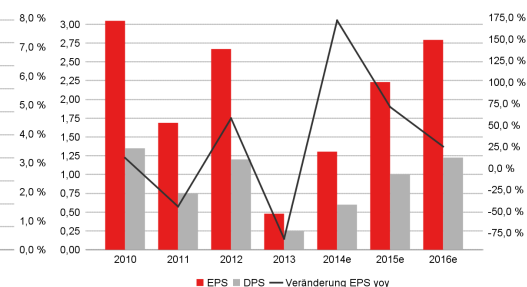
| In EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 184,6 | 192,3 | 198,9 | 199,8 | 189,0 | 189,0 | 200,5 |
| Veränd. Umsatz yoy | 1,8 % | 4,1 % | 3,5 % | 0,5 % | -5,4 % | 0,0 % | 6,1 % |
| Bestandsveränderungen | 2,0 | 1,2 | 0,0 | 1,0 | -1,5 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gesamterlöse | 186,6 | 193,5 | 198,9 | 200,8 | 187,5 | 189,0 | 200,5 |
| Materialaufwand | 96,1 | 104,9 | 99,9 | 103,8 | 96,0 | 98,5 | 105,5 |
| Rohertrag | 90,5 | 88,7 | 99,0 | 97,0 | 91,5 | 90,5 | 95,0 |
| <i>Rohertragsmarge</i> | <i>49,0 %</i> | <i>46,1 %</i> | <i>49,8 %</i> | <i>48,5 %</i> | <i>48,4 %</i> | <i>47,9 %</i> | <i>47,4 %</i> |
| Personalaufwendungen | 39,3 | 41,3 | 44,1 | 45,1 | 43,7 | 43,4 | 45,1 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 27,7 | 29,1 | 30,4 | 33,0 | 29,2 | 28,4 | 30,2 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 24,8 | 19,5 | 25,5 | 19,7 | 19,5 | 19,7 | 20,9 |
| <i>Marge</i> | <i>13,4 %</i> | <i>10,2 %</i> | <i>12,8 %</i> | <i>9,9 %</i> | <i>10,3 %</i> | <i>10,4 %</i> | <i>10,4 %</i> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 10,5 | 9,9 | 9,8 | 9,5 | 9,5 | 9,4 | 9,7 |
| EBITA | 14,3 | 9,6 | 15,7 | 10,2 | 10,0 | 10,3 | 11,2 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 14,3 | 9,6 | 15,7 | 10,2 | 10,0 | 10,3 | 11,2 |
| <i>Marge</i> | <i>7,8 %</i> | <i>5,0 %</i> | <i>7,9 %</i> | <i>5,1 %</i> | <i>5,3 %</i> | <i>5,4 %</i> | <i>5,6 %</i> |
| EBIT adj. | 14,3 | 9,6 | 15,7 | 12,2 | 10,0 | 10,3 | 11,2 |
| Zinserträge | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |
| Zinsaufwendungen | 2,0 | 2,2 | 3,9 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Sonstiges Finanzergebnis | -0,1 | -0,2 | -1,0 | -4,3 | -2,5 | -0,5 | 0,5 |
| EBT | 12,4 | 7,3 | 11,3 | 5,2 | 7,1 | 9,3 | 11,3 |
| <i>Marge</i> | <i>6,7 %</i> | <i>3,8 %</i> | <i>5,7 %</i> | <i>2,6 %</i> | <i>3,8 %</i> | <i>4,9 %</i> | <i>5,6 %</i> |
| Steuern gesamt | 4,0 | 2,7 | 4,0 | 3,9 | 3,5 | 3,2 | 3,6 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 1,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 1,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 |
| Minderheitenanteile | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoergebnis | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 1,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 |
| <i>Marge</i> | <i>4,5 %</i> | <i>2,4 %</i> | <i>3,7 %</i> | <i>0,7 %</i> | <i>1,9 %</i> | <i>3,3 %</i> | <i>3,8 %</i> |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,8 |
| EPS | 3,05 | 1,69 | 2,67 | 0,48 | 1,30 | 2,23 | 2,79 |
| EPS adj. | 3,05 | 1,69 | 2,67 | 1,21 | 1,30 | 2,23 | 2,79 |

*Adjustiert um: Wir haben die 2 Mio EUR Kartellrückstellung bereinigt, allerdings nicht die Rubel Abwertung.

Guidance: Umsatz von 180 bis 190 Mio. EUR

Kennzahlen

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 41,3 % | 41,1 % | 41,9 % | 43,4 % | 43,1 % | 42,5 % | 41,8 % |
| Operating Leverage | 3,7 x | -8,0 x | 18,5 x | -76,4 x | 0,4 x | n.a. | 1,5 x |
| EBITDA / Interest expenses | 12,7 x | 8,8 x | 6,6 x | 12,8 x | 15,0 x | 15,7 x | 17,4 x |
| Steuerquote (EBT) | 32,0 % | 36,5 % | 35,1 % | 74,7 % | 49,4 % | 33,9 % | 31,8 % |
| Ausschüttungsquote | 44,3 % | 44,4 % | 45,0 % | 52,0 % | 46,0 % | 45,0 % | 43,9 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 239.124 | 241.535 | 242.572 | 238.731 | 230.488 | 231.902 | 243.036 |

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

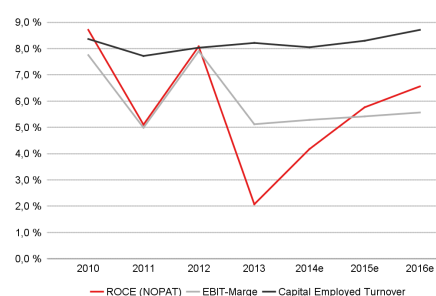
Quelle: Warburg Research

Bilanz

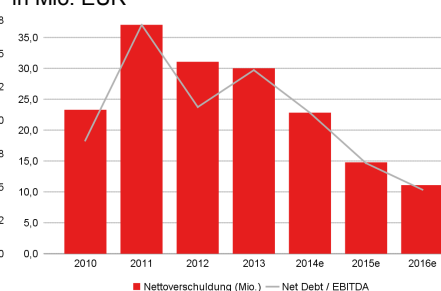
| In EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktiva | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 9,8 | 9,0 | 8,2 | 8,2 | 8,4 | 8,6 | 8,8 |
| davon übrige imm. VG | 2,1 | 1,3 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | -0,1 | -0,9 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 7,7 | 7,7 | 7,7 | 7,7 | 7,7 | 8,7 | 9,7 |
| Sachanlagen | 50,8 | 46,9 | 42,3 | 38,3 | 35,1 | 32,1 | 29,0 |
| Finanzanlagen | 1,3 | 8,2 | 15,2 | 13,9 | 14,9 | 14,9 | 14,9 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Anlagevermögen | 61,9 | 64,2 | 65,7 | 60,4 | 58,4 | 55,6 | 52,7 |
| Vorräte | 44,7 | 46,4 | 45,6 | 47,6 | 44,4 | 43,5 | 46,1 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 35,7 | 34,0 | 34,2 | 34,7 | 33,1 | 33,1 | 35,1 |
| Liquide Mittel | 10,8 | 2,4 | 7,2 | 6,6 | 14,1 | 22,5 | 26,5 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 8,5 | 10,4 | 9,1 | 9,7 | 11,7 | 11,7 | 11,7 |
| Umlaufvermögen | 99,7 | 93,2 | 96,0 | 98,6 | 103,3 | 110,7 | 119,3 |
| Bilanzsumme (Aktiva) | 161,6 | 157,3 | 161,7 | 159,1 | 161,8 | 166,3 | 172,1 |
| Passiva | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 9,0 | 9,0 | 9,0 | 9,0 | 9,0 | 9,0 | 9,0 |
| Kapitalrücklage | 13,8 | 13,8 | 13,8 | 13,8 | 13,8 | 13,8 | 13,8 |
| Gewinnrücklagen | 70,0 | 70,8 | 76,1 | 74,5 | 77,4 | 81,9 | 86,8 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | -4,0 | -4,0 | -4,0 | -3,8 | -3,8 | -3,8 | -3,8 |
| Buchwert | 88,8 | 89,6 | 94,8 | 93,5 | 96,4 | 100,9 | 105,8 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eigenkapital | 88,8 | 89,6 | 94,8 | 93,5 | 96,4 | 100,9 | 105,8 |
| Rückstellungen gesamt | 7,2 | 7,7 | 10,1 | 11,8 | 12,1 | 12,4 | 12,7 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 7,1 | 7,6 | 10,0 | 9,7 | 10,0 | 10,3 | 10,6 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 27,0 | 31,8 | 28,2 | 27,0 | 27,0 | 27,0 | 27,0 |
| davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 3,5 | 4,0 | 4,6 | 7,2 | 7,2 | 7,2 | 7,2 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 9,4 | 9,3 | 7,4 | 9,0 | 8,5 | 8,5 | 9,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 29,3 | 19,0 | 21,2 | 17,8 | 17,8 | 17,6 | 17,6 |
| Verbindlichkeiten | 72,8 | 67,8 | 66,9 | 65,6 | 65,4 | 65,5 | 66,3 |
| Bilanzsumme (Passiva) | 161,6 | 157,3 | 161,7 | 159,1 | 161,8 | 166,3 | 172,1 |

Kennzahlen

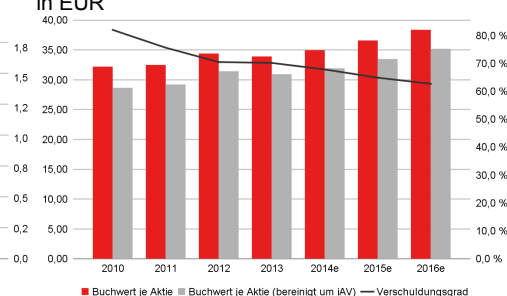
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Kapitaleffizienz | | | | | | | |
| Operating Assets Turnover | 1,5 x | 1,6 x | 1,7 x | 1,8 x | 1,8 x | 2,0 x | 2,1 x |
| Capital Employed Turnover | 1,6 x | 1,5 x | 1,6 x | 1,6 x | 1,6 x | 1,6 x | 1,7 x |
| ROA | 13,6 % | 7,3 % | 11,2 % | 2,2 % | 6,2 % | 11,1 % | 14,6 % |
| Kapitalverzinsung | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | 8,7 % | 5,1 % | 8,1 % | 2,1 % | 4,2 % | 5,8 % | 6,6 % |
| ROE | 9,7 % | 5,2 % | 8,0 % | 1,4 % | 3,8 % | 6,2 % | 7,4 % |
| Adj. ROE | 9,7 % | 5,2 % | 8,0 % | 3,5 % | 3,8 % | 6,2 % | 7,4 % |
| Bilanzqualität | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | 23,3 | 37,1 | 31,1 | 30,0 | 22,8 | 14,8 | 11,1 |
| Nettofinanzverschuldung | 16,3 | 29,4 | 21,1 | 20,3 | 12,8 | 4,5 | 0,5 |
| Net Gearing | 26,2 % | 41,4 % | 32,8 % | 32,1 % | 23,7 % | 14,7 % | 10,5 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA | 65,5 % | 150,8 % | 82,4 % | 103,1 % | 65,8 % | 22,8 % | 2,4 % |
| Buchwert je Aktie | 32,2 | 32,5 | 34,4 | 33,9 | 35,0 | 36,6 | 38,4 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 28,7 | 29,2 | 31,4 | 30,9 | 31,9 | 33,5 | 35,2 |

Entwicklung ROCE

Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie in EUR

Quelle: Warburg Research

Cash flow

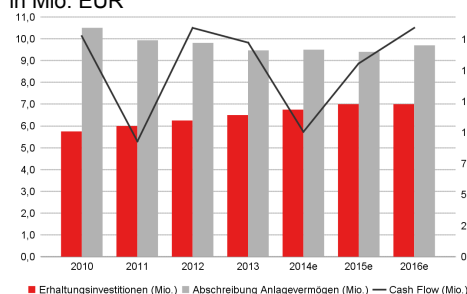
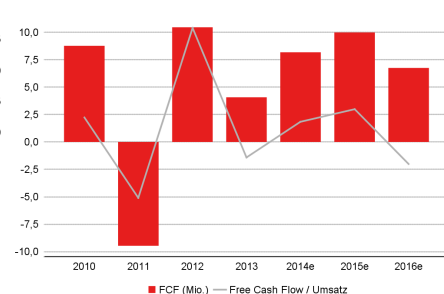
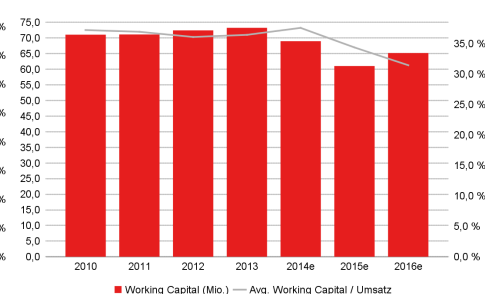
| In EUR Mio. | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 8,4 | 4,7 | 7,4 | 3,3 | 3,6 | 6,1 | 7,7 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 10,5 | 9,9 | 9,8 | 9,5 | 9,5 | 9,4 | 9,7 |
| Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -1,3 | -5,3 | 1,3 | 2,4 | -3,0 | 0,0 | 1,0 |
| Cash Flow | 17,8 | 9,3 | 18,4 | 17,2 | 10,1 | 15,5 | 18,4 |
| Veränderung Vorräte | 3,7 | 1,7 | -0,9 | 2,2 | -3,2 | -0,9 | 2,6 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | 0,1 | -1,7 | 0,2 | 0,6 | -1,6 | 0,0 | 2,0 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | -0,8 | -0,1 | -1,9 | 1,8 | -0,5 | 0,0 | 0,5 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | 3,0 | -0,1 | -2,5 | 4,7 | -5,3 | -0,9 | 5,2 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit | 14,8 | 9,4 | 21,0 | 12,6 | 15,4 | 16,5 | 13,3 |
| Investitionen in iAV | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Investitionen in Sachanlagen | 5,6 | 5,4 | 5,0 | 5,5 | 6,0 | 6,3 | 6,3 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 7,0 | 7,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | 1,0 | 14,2 | 7,9 | 3,0 | 1,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit | -5,7 | -5,3 | -4,9 | -5,5 | -6,5 | -6,8 | -6,8 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | -4,6 | 4,8 | -3,6 | -1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | 2,9 | 3,7 | 2,1 | 3,3 | 0,7 | 1,7 | 2,8 |
| Erwerb eigener Aktien | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,3 | 0,6 | 2,4 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit | -7,2 | 1,6 | -3,3 | -4,6 | -0,4 | -1,4 | -2,5 |
| Veränderung liquide Mittel | 0,9 | -8,4 | 4,8 | -0,5 | 7,5 | 8,3 | 4,0 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Endbestand liquide Mittel | 10,8 | 2,4 | 7,2 | 6,6 | 14,1 | 22,5 | 26,5 |

Kennzahlen

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kapitalfluss | | | | | | | |
| FCF | 8,8 | -9,5 | 10,5 | 4,1 | 8,2 | 10,0 | 6,8 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 4,8 % | 2,0 % | 8,0 % | 3,5 % | 4,7 % | 5,1 % | 3,2 % |
| Free Cash Flow Potential | 12,8 | 10,8 | 16,0 | 9,8 | 9,6 | 9,6 | 10,1 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 4,8 % | 2,0 % | 8,0 % | 3,5 % | 4,7 % | 5,1 % | 3,2 % |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 106,5 % | 84,7 % | 215,2 % | 522,0 % | 247,0 % | 157,7 % | 83,9 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 0,7 % | 2,8 % | 10,2 % | 12,2 % | 8,7 % | 4,4 % | 3,3 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 6,7 % | 7,5 % | 12,9 % | 5,6 % | 4,8 % | 4,6 % | 4,5 % |
| Verwaltung von Finanzmitteln | | | | | | | |
| Investitionsquote | 3,2 % | 2,8 % | 2,6 % | 2,8 % | 3,4 % | 3,6 % | 3,4 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 3,1 % | 3,1 % | 3,1 % | 3,3 % | 3,6 % | 3,7 % | 3,5 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 49,1 % | 48,3 % | 45,7 % | 55,8 % | 63,7 % | 39,8 % | 39,1 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 37,2 % | 37,0 % | 36,1 % | 36,5 % | 37,6 % | 34,4 % | 31,5 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 381,9 % | 367,0 % | 465,6 % | 384,4 % | 388,9 % | 388,9 % | 388,9 % |
| Vorratsumschlag | 2,1 x | 2,3 x | 2,2 x | 2,2 x | 2,2 x | 2,3 x | 2,3 x |
| Receivables collection period (Tage) | 71 | 64 | 63 | 63 | 64 | 64 | 64 |
| Payables payment period (Tage) | 36 | 32 | 27 | 32 | 32 | 32 | 31 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 167 | 158 | 168 | 165 | 166 | 132 | 132 |

Investitionen und Cash Flow

in Mio. EUR


Free Cash Flow Generation

Working Capital


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA.
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst oder ein Mitarbeiter der Warburg Gruppe **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

| Unternehmen | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate) |
|-------------|------------|---|
| AS Création | 3, 5, 6 | http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1TNNN5.htm |

ANLAGEEMPFEHLUNG

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. |

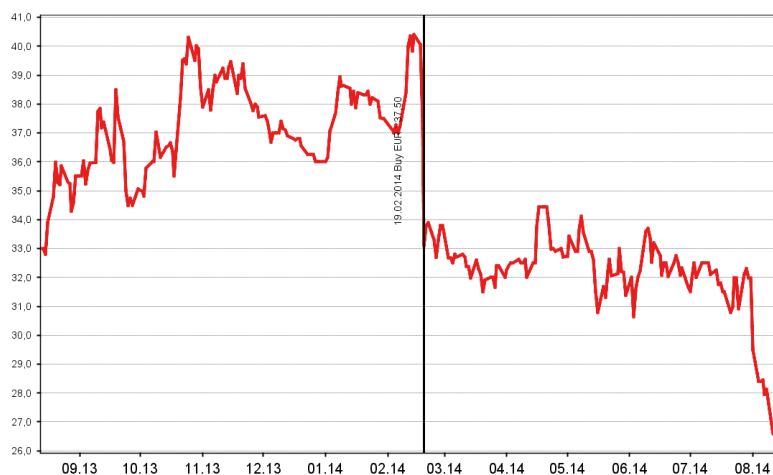
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen | 106 | 55 |
| Halten | 77 | 40 |
| Verkaufen | 7 | 4 |
| Empf. ausgesetzt | 3 | 2 |
| Gesamt | 193 | 100 |

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 | 82 | 58 |
| Halten | 54 | 38 |
| Verkaufen | 4 | 3 |
| Empf. ausgesetzt | 2 | 1 |
| Gesamt | 142 | 100 |

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [AS CRÉATION] AM [12.08.2014]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

RESEARCH

| | | | |
|--|--|---|--|
| Roland Rapelius Head of Research | +49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com | Andreas Pläsier Banks, Financial Services | +49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com |
| Henner Rüschemier Head of Research | +49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com | Malte Rätther Technology, Telco, Internet | +49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com |
| Christian Cohrs Engineering, Logistics | +49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com | Jochen Reichert Telco, Internet, Media | +49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com |
| Felix Ellmann Software, IT | +49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com | Christopher Rodler Utilities | +49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com |
| Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods | +49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com | Malte Schaumann Technology | +49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com |
| Harald Hof Medtech | +49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com | Susanne Schwartze Telco, Internet, Media | +49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com |
| Ulrich Huwald Health Care, Pharma | +49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com | Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture | +49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com |
| Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods | +49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com | Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers | +49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com |
| Torsten Klingner Real Estate | +49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com | Björn Voss Steel, Car Suppliers | +49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com |
| Eggert Kuls Engineering | +49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com | Andreas Wolf Software, IT | +49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com |
| Frank Laser Construction, Industrials | +49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com | Stephan Wulf Utilities | +49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com |

SALES

| | |
|--|--|
| Holger Nass Head of Equity Sales, USA | +49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com |
| Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER | +49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com |
| Christian Alisch Scandinavia, Spain | +49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com |
| Tim Beckmann United Kingdom | +49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com |
| Matthias Fritsch United Kingdom | +49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com |
| Marie-Therese Grübner France | +49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com |
| Ömer Güven Germany | +49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com |
| Michael Kriszun United Kingdom | +49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com |
| Marc Niemann Germany | +49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com |
| Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland | +49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com |
| Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom | +49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com |

SALES TRADING

| | |
|--|---|
| Oliver Merckel Head of Sales Trading | +49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com |
| Gudrun Bolsen Sales Trading | +49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com |
| Michael Ilgenstein Sales Trading | +49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com |
| Bastian Quast Sales Trading | +49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com |
| Thekla Struve Sales Trading | +49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com |
| Jörg Treptow Sales Trading | +49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com |
| Jan Walter Sales Trading | +49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com |
| Katharina Merkel Roadshow/Marketing | +49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com |

MACRO RESEARCH

| | |
|---|--|
| Carsten Klude Macro Research | +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com |
| Matthias Thiel Macro Research | +49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com |
| Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy | +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com |

Our research can be found under:

| | | | |
|------------------|--------------------------------------|------------|---------------------------|
| Warburg Research | research.mmwarburg.com/en/index.html | Thomson | www.thomson.com |
| Bloomberg | MMWA GO | Reuters | www.knowledge.reuters.com |
| FactSet | www.factset.com | Capital IQ | www.capitaliq.com |

For access please contact:

| | | | |
|---|--|---|---|
| Andrea Schaper Sales Assistance | +49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com | Kerstin Muthig Sales Assistance | +49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com |
|---|--|---|---|