

A.S. Création Tapeten

Ertragskraft und Substanz sprechen für weiter anziehende Kurse

Die Schlussfolgerung in unserem Bericht über A.S. Création Tapeten in NJ 12/09 lautete: „Bei einem KGV 2009e von 8.2 bietet die gegenwärtige Konsolidierungsphase nochmals Einstiegschancen.“ Inzwischen verbesserte sich der Kurs von damals € 23.90 um weitere 28.7 % auf € 30.75.

Am Tag vor der diesjährigen Analystenkonferenz, am 16.03.2010, wurden bereits € 32.63 notiert. Angesichts eines Tiefkurses von € 10.40 am 09.03.2009 hatten wir bereits in NJ 7/09 bei einem Kurs von € 17.15 angemerkt, dass die „Strafaktion“ der Börse übertrieben ausgefallen war. Immerhin kam es binnen Jahresfrist nach einem Höchstkurs von € 53.49 zu einem massiven Einbruch um 80 %.

Bei diesem Kursverlust hätte ein unbedarfter Beobachter vermuten können, dass der führende Tapetenhersteller aus Gummersbach befürchten musste, tief in die Verlustzone zu rutschen. Das war natürlich nicht der Fall. Die Gründe für die massiven Abgaben waren vielmehr bei den Verkäufern zu suchen, die mit ihren eigenen finanziellen Nöten dafür sorgten, dass es Gelegenheiten für günstige Neu- und Nachkäufe gab.

Gewinnrückgang verunsichert

Der Kursrückgang am Tag der Präsentation in Frankfurt war nicht nur auf Gewinnminderungen, sondern auch auf die „nackte“ Meldung zurückzuführen, dass der Gewinn im Geschäftsjahr 2009 um 16 % auf € 7.5 (8.9) Mio. bzw. € 2.72 (3.22) je Aktie gesunken ist und dass die Dividende gemäß Vorschlag an die Hauptversammlung am 07.05.2010 auf € 1.20 (1.40) zurückgenommen wird.

Allerdings lohnt sich ein Blick in das umfangreiche Zahlenwerk, in dem die Auswirkungen der Bilanzierung nach IFRS-Regeln allein zwanzigminütige Erläuterungen durch Finanzvorstand Maik Krämer erforderten und aus denen hervorgeht, dass sich das operative Ergebnis (EBITDA) verbessert hat und der Gewinnrückgang allein buchhalterischen Vorschriften nach IFRS geschuldet ist.

Bis Mitte 2008 steigende Nachfrage und dann massiver Rückgang

Vor Erläuterung des Abschlusses gab der Vorstandsvorsitzende Jörn Kämper einen Überblick über den Markt und dessen Entwicklung. Bis Mitte 2008 führte die steigende Nachfrage im In- und Ausland nach Tapeten zu Engpässen in der Produktion und anschließend zu Investitionen in die Kapazitätserweiterung.

Mit dem Aufkommen der Finanz- und Wirtschaftskrise verschlechterte sich das Marktumfeld innerhalb kürzester Zeit: Die Nachfrage sank zunächst in West-, dann auch in Osteuropa, dessen Währungen zusätzlich unter Abwertungen litten. Plötzlich konnten die großen Tapetenhersteller ihre Kapazitäten nicht mehr auslasten und es setzte ein Preiswettbewerb auf der Absatzseite ein, dessen „Handlungsspielraum“ von sinkenden Rohstoff- und Energiekosten ebenso beeinflusst war wie von negativen Prognosen für den privaten Konsum.

Marktanteil beträgt ca. 31 %

Nach der letzten Konsolidierungsphase kämpften jetzt stärkere Wettbewerber als in der Vergangenheit um Marktanteile. Da alle deutschen Tapetenhersteller dem VDT angehören, liegen verlässliche Zahlen vor, die im

Export einen Umsatzrückgang auf € 246.9 (332.4) Mio. zeigen, während im Inland mit € 148.2 (144.8) Mio. etwas mehr umgesetzt wurde; saldiert schrumpfte der gesamte Umsatz um 17.2 % auf € 395.1 (477.2) Mio. Unter den deutschen Wettbewerbern verfügt A.S. Création über einen Marktanteil von ca. 31 % und liegt nach Umsatz gerechnet um 27 % vor dem zweitgrößten Hersteller.

Gründe für die starke Marktposition

Mit vier Marken deckt der Bereich Tapeten unterschiedliche Marktsegmente ab, hinzu kommt der Handel mit Dekorationsstoffen. Eine Erfolgsstory schrieben innerhalb des Unternehmens die Lizenzmarken wie „Esprit“ oder „Schöner Wohnen“, die mittlerweile über einen Anteil von 30 % verfügen. Als weitere Gründe für den Erfolg nannte der Vorstandsvorsitzende die überdurchschnittliche Lieferfähigkeit mit Zustellgarantie für den nächsten Tag, innovative POS-Konzepte („Point of Sale“) und flexible Mitarbeiter, die immer wieder für Lieferantenauszeichnungen sorgen. Hinzu kommt der immer wichtiger werdende Verkauf im Internet mit einem eigenen Online-Tapeten-shop, der den Handel einbindet und nicht ausschließt.

Stabiler Umsatz innerhalb der EU

Die Akquisition von zwei Vertriebsgesellschaften in Frankreich, die € 36.5 Mio. umsetzten, fing einen 17.8%igen Umsatzrückgang auf und ermöglichte mit € 181.3 (176.2 ohne Frankreich) Mio. den höchsten Umsatz seit der Firmengründung im Jahr 1974. Auf Grund eines 50%igen Umsatzeinbruchs auf € 29.4 (58.9) Mio. in den osteuropäischen Ländern außerhalb der EU

A.S. Création Tapeten AG, Gummersbach

Internet: www.as-creation.de

ISIN DE0005079909,

3 Mio. Stückaktien, AK € 9 Mio.

Börsenwert: € 92 Mio.

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Aktionäre: Franz Jürgen Schneider 29.60 %, Karin Schneider 10.09 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung 5.67 %, Royce & Associates LLC 6.38 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 40.14 %

Kurs am 19.03.2010:

€ 30.75 (Xetra), 32.63 H / 10.40. T

KGV 2009 11.3, 2010e 10, KBV 1.1 (12/09)



Der Abschluss 2009 „schmeckte“ nicht allen Aktionären, doch der Aufwärtstrend ist intakt.

FAZIT: Zwar hat sich der Kurs der A.S. Création Tapeten AG seit dem vorjährigen Tiefstand fast verdreifacht, doch sehen wir auf dem aktuellen Niveau eine fundamental immer noch niedrige Bewertung. Operativ ist es gelungen, im Krisenjahr 2009 das Ergebnis und die Bilanzrelationen zu verbessern. Der ausgewiesene Ergebnisrückgang ist ausschließlich IFRS-Regeln geschuldet. Die Zukäufe in Frankreich erwiesen sich als richtig und mit dem geplanten Einstieg in Russland wird ein künftig wieder wachsender Markt erschlossen. Das Unternehmen hat bisher mit seinen Ergebnissen nie enttäuscht, dagegen lag die Börse bei ihrem vorjährigen Ausverkauf kräftig daneben. Die Aktie bleibt für konservative Anleger geeignet, die auf Ertrag und Substanz setzen. KH

entfällt auf diese Region nur noch ein Anteil von 15 (31) %. Innerhalb der EU blieb der Umsatz (ohne Übernahmen) mit einem leichten Anstieg um 0.2 % stabil.

A.S. Création verbesserte 2009 die Rohtragsmarge kräftig auf 49.1 (44.9) % und erwirtschaftete, bezogen auf die Gesamtleistung, € 7.4 Mio. mehr als im Vorjahr. Da der Vorstand den Nachfragerückgang nicht als strukturell bedingt einstufte, ging die Zahl der Mitarbeiter zum Jahresende nur unterproportional um 7.4 % auf 767 (828) zurück.

Zwang zu höheren Abschreibungen

Als Saldo verbleibt eine Erhöhung des operativen Ergebnisses vor Abschreibungen (EBITDA) auf € 23.3 (21.7) Mio., das 12.8 (12.3) % des Umsatzes ausmacht und auf das der Vorstand auf Grund der komplexen IFRS-Regeln, die den Überschuss negativ beeinflussen, bei diesem Abschluss besonders hinweist. In den Abschreibungen von € 9.9 (8.2) Mio. sind € 1.4 Mio. aus Kaufpreiszuordnungen für die Übernahmen in Frankreich enthalten, so dass sich das EBIT leicht auf € 13.4 (13.5) Mio. und die EBIT-Marge auf 7.4 (7.7) % verschlechterte.

Hinter dem Stichwort „Kaufpreiszuordnung“ verbirgt sich die Erstkonsolidierung zum 31.12.2008 mit einer Neubewertung aller Aktiva, die künftig zu höheren Abschreibungen führt, und aller Verbindlichkeiten zu Zeitwerten. Die Kaufpreiszuordnung wird 2009 und in den kommenden zehn Jahren das Konzernergebnis vor Steuern unabhängig von der Ertragslage der französischen Töchter kumuliert mit ca. € 11 Mio. belasten.

Bereinigtes Ergebnis im Plus

Das auf € -2.6 (-0.7) Mio. verschlechterte Finanzergebnis ist nur mit € 0.6 Mio. auf die nach Kaufpreiszahlung erhöhte Verschuldung zurückzuführen; die übrigen € 1.3 Mio. resultieren aus dem gesunkenen Abzinsungsfaktor zur Berechnung der Pensionsrückstellungen. Das Ergebnis vor Steuern sank um 15.7 % auf € 10.8 (12.9) Mio. und hätte, bereinigt um die beschriebenen Effekte

bei den Pensionsrückstellungen und bei der Kaufpreisallokation, auf € 13.6 (12.3) Mio. gelautet – ein Plus von 10.6 %.

Der Jahresüberschuss von € 7.5 (8.9) Mio. führt zu einem unbereinigten Ergebnis je Aktie von € 2.72 (3.22). Da A.S. Création die Ausschüttungen stets an dem ausgewiesenen Jahresüberschuss ausrichtet, ist es konsequent, dass bei fast unveränderter Ausschüttungsquote von 44 (43) % die Dividende auf € 1.20 (1.40) je Aktie zurückgenommen wird.

Bilanzanpassung per 31.12.2008

Da vertraglich vereinbart wurde, die Restanteile in Frankreich bis 2011 zu übernehmen, besteht nach IFRS eine Passivierungspflicht durch die Vorwegnahme des zukünftigen Erwerbs, dessen Höhe mit ca. € 7.4 Mio. angesetzt wird. Ohne Minderheitenanteile sinkt das Eigenkapital. Da nach IFRS Vergleichbarkeit ein zwingendes Gebot ist, musste die Bilanz zum 31.12.2008 angepasst werden: Die Bilanzsumme wuchs auf € 171.7 (bisher 163.9) Mio., auf der Aktivseite vor allem durch höhere Sachanlagen und auf der Passivseite durch höheres Fremdkapital. Die EK-Quote ging auf 46.8 (bisher 50.7) % zurück.

Die Nettofinanzverschuldung ist von € -37.8 Mio. per Ende 2008 auf € -20.6 Mio. per Ende 2009 vermindert worden. Der Abbau der Vorräte und der Forderungen schlägt sich in einem Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit von € 28.9 (8.5) Mio. nieder. Nach Ausgaben für Investitionen von nur noch € 5.8 (23.9) Mio. verbleiben nach Dividenden und € 9.8 Mio. für Tilgungen € 7.4 (-0.3) Mio., so dass sich die liquiden Mittel auf € 11 (3.6) Mio. erhöhten. Bei einer Bilanzsumme von € 161.8 (171.7) Mio. entfällt auf das Eigenkapital von € 83.8 (80.3) Mio. ein Anteil von 51.8 (46.8) %.

JV in Russland vor dem Start

Neben „normalen“ Investitionen von € 4.6 (5.6) Mio. wurden für € 1.1 Mio. Grundstücke zur Arrondierung erworben. € 0.5 Mio. wurden für das Joint Venture in Russland ausgegeben, dessen Realisierung zunächst ver-



Tapeten von A.S. Création sind nicht nur ästhetisch, sondern auch stets schnell lieferbar.

schohen wurde. Nunmehr ist mit dem Baubeginn der Produktionsanlagen im Frühsommer 2010 zu rechnen. Generell sieht der Vorstand in Osteuropa und hier speziell in Russland einen interessanten Markt, der gemeinsam mit einem langjährig bekannten russischen Produzenten bearbeitet werden soll.

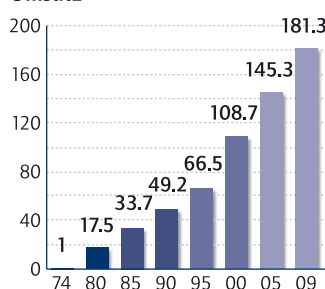
Rahmenbedingungen etwas besser

Beim Ausblick hielt sich der Vorstand mit der Angabe konkreter Ziele noch zurück, zeigte aber die aus seiner Sicht zu erwartenden Tendenzen auf: Bei einer noch unsicheren Konjunkturlage, die sich aber voraussichtlich positiver darstellt als 2009, dürfte ein moderates Wirtschaftswachstum mit einer Stagnation der privaten Konsumausgaben einhergehen; die Exportvoraussetzungen nach Osteuropa werden noch als ungewiss eingeschätzt. Auf der Einsatzseite wird mit höheren Preisen für Rohstoffe und Energie gerechnet, während die Unterauslastung den schon eingesetzten Wettbewerbsdruck noch erhöhen wird.

A.S. Création verzeichnete nach fünf Quartalen mit Umsatzrückgängen von bis zu 21.9 % (Q2 2009) in den Monaten Januar und Februar 2010 einen Anstieg um ca. 7 %. Entlastungen beim Jahresergebnis gibt es durch geringere Belastungen aus der Kaufpreiszuordnung und aus dem vermutlich nicht weiter sinkenden Abzinsungsfaktor bei den Pensionsrückstellungen. Klaus Hellwig

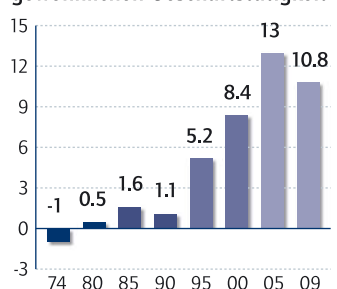
Obwohl erst 1974 gegründet, ist A.S. Création zum Marktführer aufgestiegen

A.S. Création 1974 bis 2009 Umsatz¹

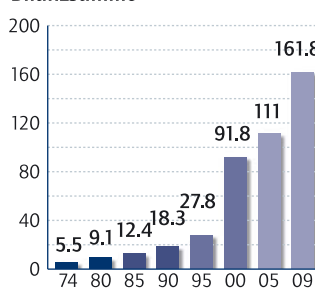


¹Angaben in Mio. €

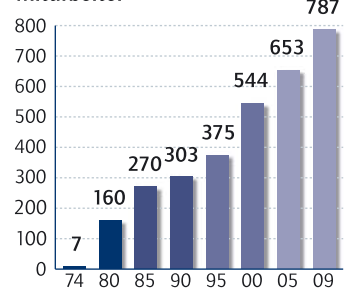
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit¹



Bilanzsumme¹



Mitarbeiter



A.S. Création Tapeten

„Mit Innovationen und Markenkonzepthen wollen wir die Marktführerschaft ausbauen“

Als führender Tapetenproduzent beweist A.S. Création Stärke – auch in schwierigen Zeiten. Das war schon in der Vergangenheit so und brachte das stets solide geführte und auf stabilem finanziellen Fundament stehende Unternehmen mittlerweile an die europäische Spitze. Nachdem sich die jüngste Konjunkturschwäche offenbar ihrem Ende nähert, sprachen wir mit dem Vorstandsvorsitzenden Jörn Kämper über die aktuelle Situation und die Aussichten der Gruppe.

NJ: Herr Kämper, warum war der Erwerb der zwei französischen Vertriebsgesellschaften SCE und MCF kurz vor Jahresende 2008 so wichtig und richtig?

Kämper: Frankreich ist der größte Tapetenmarkt in Westeuropa. Hier waren wir bislang über unsere Tochtergesellschaft A.S. Création France präsent. Zwischen den Kundenstrukturen von A.S. Création France auf der einen Seite und SCE/MCF auf der anderen Seite gibt es kaum Überschneidungen. Damit haben wir unsere Position in diesem wichtigen Tapetenmarkt deutlich ausgebaut. Das endgültige Urteil, ob die Übernahme „richtig“ war, wird man erst in ein paar Jahren fällen können. Aus unserer Sicht hat aber bereits das Geschäftsjahr 2009 die grundsätzliche Logik der Übernahme bestätigt.

NJ: Gibt es noch weiße Flecken auf der Landkarte, die von Ihnen mit Neugründungen oder Akquisitionen besetzt werden können?

Kämper: Die regionale Umsatzverteilung von A.S. Création hat sich 2009 durch die Übernahme der beiden französischen Unternehmen und dem gleichzeitigen Umsatzeinbruch in den osteuropäischen Märkten verdeutlicht. Mit unserer aktuellen Organisation sehen wir uns für Westeuropa gut aufgestellt.

NJ: Obwohl die Integration der Übernahmen in Frankreich noch nicht abgeschlossen ist, planen Sie den Aufbau einer Produktion in Russland. Ist der Zeitpunkt richtig und welche Investitionen sind notwendig?

Kämper: Die grundsätzliche Entscheidung hierfür wurde bereits im Sommer 2008 getroffen, als wir zusammen mit dem führenden russischen Tapetenhersteller, Kof Palitra, das Gemeinschaftsunternehmen A.S. & Palitra gegründet haben. Wir befinden uns momentan in der Detailplanung für dieses Projekt. Aus unserer Sicht ist der Zeitpunkt, dieses Projekt zu forcieren richtig, da sich die Wettbewerbssituation in den osteuropäischen Märkten deutlich verändert hat. Die lokalen Tapetenher-

steller haben sich weiter entwickelt. Auf Grund der Abwertung der osteuropäischen Währungen gegenüber dem Euro sind die westeuropäischen Tapeten für die Verbraucher vor Ort teurer geworden. In der Konsequenz haben Produkte aus lokaler Produktion Marktanteile gewonnen. Diese Entwicklung wird sich nach der Krise nicht mehr vollständig zurückdrehen lassen. A.S. Création wird auch zukünftig hochwertige Tapeten nach Osteuropa exportieren, aber Sortimentsteile, die wir bis 2008 noch liefern konnten, werden inzwischen vor Ort produziert. Wir denken, dass wir dieses Marktsegment für A.S. Création mit einer Produktion vor Ort wieder gewinnen können.

NJ: Sie haben auf den Absatzzrückgang mit eher moderatem Personalabbau reagiert, da Sie nicht an ein strukturelles Problem glauben. Sind Sie damit bei anziehender Nachfrage ausreichend besetzt?

Kämper: Wir haben nur moderat Personal abgebaut, weil wir keine qualifizierten Kräfte verlieren wollten. Wenn die Umsätze wieder anziehen, haben wir die richtige Mannschaft an Bord, um die anstehenden Aufgaben zu bewältigen. Darüber hinaus werden wir unsere Mannschaft gezielt weiter verstärken.

NJ: Sie sprechen von „starken Wettbewerbern“, die vermutlich Preiskämpfe bei nicht ausgelasteten Kapazitäten durchhalten können. Wie bedrohlich ist diese Thematik?

Kämper: Diese Thematik sehe ich nicht als bedrohlich für A.S. Création. Wir haben uns in den vergangenen Jahren eine exzellente Ausgangsposition erarbeitet, um aus einem solchen Preiswettbewerb als Gewinner hervorgehen zu können. Unsere Finanzstruktur ist sehr robust und gesund.

NJ: Können Sie sich mit Innovationen, die u. a. in Ihrem Online-Auftritt zu finden sind, einen Vorsprung vor Wettbewerbern durch Alleinstellungsmerkmale erarbeiten?

Kämper: Wir haben uns stark auf Innovationen konzentriert, was die Kunden heute honorieren. Zwei Beispiele: Zum einen hat A.S. Création als erster Tapetenhersteller in Deutschland mit www.tapetenshop.de einen eigenen Online-Shop installiert. Im Mai 2010 wird die neue Version 2.0 online gehen. Von diesem Konzept profitieren unsere Handelspartner und A.S. Création gleichermaßen. A.S. verkauft nämlich nicht „am Handel vorbei“, sondern bezieht diesen in die neue Vertriebs-schiene mit ein. Wir sehen, dass der Online-Handel mit Tapeten kontinuierlich wächst. Durch unseren



Jörn Kämper will kurzfristig die Produktionskapazitäten wieder voll auslasten.

bereits etablierten Shop haben wir einen Vorsprung vor unseren Wettbewerbern, den wir ausbauen wollen. Zum anderen haben wir im Januar 2009 ein neues Beratungsmodul für den POS vorgestellt, unseren „tapeten-bestellshop“. Das Ganze ist so gut angekommen, dass wir nach nur einem Jahr bereits rund 300 Geräte im Einsatz haben.

NJ: Wäre eine größere Akquisition in Deutschland oder im Ausland unter Einsatz Ihres Anteils von 8.1 % eigener Aktien denkbar?

Kämper: Natürlich. Das ist unser bevorzugter Verwendungszweck für die eigenen Aktien. Allerdings ist diese Verwendung bei dem derzeitigen Aktienkurs, der A.S. Création unterhalb des ausgewiesenen Eigenkapitals bewertet, nicht attraktiv.

NJ: Geben Sie uns eine Hilfestellung: Unsere Leser sind überwiegend fundamental ausgerichtet und langfristig orientiert. Wo sehen Sie Ihr Unternehmen in drei Jahren?

Kämper: Es gibt keinen Grund dafür, unser erfolgreiches Geschäftsmodell grundlegend zu verändern. A.S. Création wird auch zukünftig ein auf Produkt- und Marketinginnovationen fokussiertes Unternehmen sein, das die Kunden mit der eigenen Leistungsfähigkeit überzeugt. Wir werden unser Portfolio an attraktiven Lizenzmarken wie „Esprit home“ und „Schöner Wohnen“ weiter ausbauen, um unsere Alleinstellung auch im Sortimentsbereich voranzutreiben.

Unser kurzfristiges Ziel muss lauten, die Vollauslastung der Produktionskapazitäten wieder herzustellen. Gleichzeitig werden wir unseren eher konservativen Finanzierungsgrundsätzen treu bleiben, um die notwendige Stabilität zu gewährleisten.

NJ: Herr Kämper, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig