

A.S. Création Tapeten

# Wieder aufgepäpelt: Gehöriges Wachstumspotenzial und Dividende hoch zwei

Den Marktführer in der heimischen Tapetenbranche begleiten wir seit Mai 2001, als der Kurs bei € 13 stand. Im Jahr 2007, also kurz vor Ausbruch der Finanzkrise, stand die Aktie nach einem kontinuierlichen Anstieg bei € 53.49. Dann gingen bis März 2009 sämtliche Gewinne verloren; die Börse war nur noch bereit, € 10.40 zu zahlen. Mit € 30.10 werden aktuell bereits 189 % mehr bewilligt, doch wir trauen der Aktie wieder ein noch höheres Kursniveau zu.

Bereits im April 2010, als wir der A.S. Création AG eine erste Titelgeschichte widmeten, wurden € 30.75 notiert. Vordergründig muss daher der Eindruck entstehen, dass außer Dividenden keine Einnahmen zu erzielen waren. Das wäre allerdings dann der Fall gewesen, wenn sich der damals erworbene Bestand nicht mehr verändert hätte. NJ-Leser wissen jedoch, dass wir dafür plädieren, eine Position in Schritten aufzubauen und es daher notwendig ist, das jeweils ausgewählte, ertrags- und substanzstarke Unternehmen, in diesem Fall A.S. Création, regelmäßig zu beobachten und bei Kursschwächen, sei es aus Gründen, die in der Unternehmensentwicklung lagen oder die aus der allgemeinen Börsenentwicklung stammen, einzusteigen bzw. aufzustocken. Von den Gummersbachern gab es im Laufe der vergangenen Jahre sowohl positive als auch negative Nachrichten, auf der einen Seite durch gute Geschäftsjahre und hohe Dividenden, auf der anderen Seite u. a. durch Kartellstrafen oder Entwicklungen in Russland. Stets blieben jedoch sowohl die gute Marktposition als auch die hervorragenden Bilanzverhältnisse erhalten.

### Kursschwankungen nutzen

Ein Blick in den Kursverlauf der vergangenen Jahre zeigt das Ausmaß der Volatilität und vermittelt einen Eindruck über mögliche Ausschläge in der Zukunft, die wir jedoch im unteren Bereich deutlich geringer erwarten. Nach unserer Titelgeschichte im NJ 4/10 erreichte die Aktie exakt zwei Jahre später mit € 44.65 ein Zwischenhoch. In den Jahren seit 2014 gab es Schwankungen zwischen zwei Tiefs (im März 2015 bei € 24.42 und im Februar 2016 bei € 24) und zwei Hochs (im Dezember 2014 bei € 32.50 und im Oktober 2015 bei € 33.60). Es ist verständlich, wenn kurzfristiger ausgerichtete Anleger versuchen, diese Schwankungen auszunutzen, doch leider wird nicht geklingelt, wenn die jeweiligen Hoch- und Tiefpunkte erreicht sind. Für den Aufbau eines kursoptimierten Bestands, der länger gehalten und durch wieder anzulegende Dividenden ergänzt wird, erscheinen Nachkäufe, wenn die Bewertungskriterien attraktiv werden, sinnvoller.

### Fortgesetzter Umsatzrückgang

Über das Geschäftsjahr 2015 haben wir im NJ 5/16 ausführlich berichtet. Die Rückkehr in die schwarzen Zahlen ist mit einem Jahresergebnis von € 3.3 (-9.3) Mio. bzw. € 1.19 (-3.39) je Aktie sowie die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung mit € 0.60 je Aktie von uns erwartet worden, fiel aber doch geringer aus als angenommen. Für das laufende Jahr rechneten wir zu diesem Zeitpunkt mit einem Ergebnis je Aktie von ca. € 2.-, so dass sich das KGV 2016e bei einem Kurs von € 29 auf 14.5 stellte und für 2017 weiter sinken würde. Gleichzeitig war das KBV auf unter 1 ge-

fallen. Daher endete unser Fazit mit der Aussage: „Mit dem inzwischen profitablen Joint Venture in Russland und nachhaltigen Effizienzsteigerungen ist der Fokus auf Gewinnoptimierung gerichtet, so dass sich der Mitte Februar begonnene Aufwärtstrend an der Börse fortsetzen sollte.“

### Q1-Gewinn toppt Ergebnis 2015

In das laufende Geschäftsjahr startete A.S. Création mit einem Umsatz von € 44.7 (47) Mio. im ersten Quartal. Das EBIT belief sich auf € 4.5 (4.7) Mio. und das Periodenergebnis auf € 3.9 (4.2) Mio. bzw. € 1.41 (1.52) je Aktie. Der Cashflow von € 4.8 (5.3) Mio. übertraf die Ausgaben für Investitionen von € 1.3 (0.7) Mio. deutlich. Die Abschreibungen gingen auf € 1.9 (2.2) Mio. zurück. Die Zahl der Mitarbeiter sank von 812 auf 770 Personen.

### Herausforderndes Umfeld

Im Zwischenbericht für das erste Halbjahr weist der Vorstand auf das mit 1.5 % nur geringe Wirtschaftswachstum in der Eurozone und in Deutschland hin, aber auch darauf, dass der private Konsum die wichtigste Konjunkturstütze in der gesamten Eurozone darstellt. Die wirtschaftliche Situation in Russland wird als weiterhin sehr angespannt beschrieben. Die tiefen Öl- und Gaspreise belasten ebenso wie die verhängten Sanktionen. Hinzu kommt die starke Abwertung des Rubels gegenüber dem Euro, der dazu führte, dass sich die Preise der importierten Güter innerhalb von drei Jahren fast verdoppelten und als Folge die Inflationsrate auf 8 % gestiegen ist. Angesichts dieser Rahmenbedingungen

A.S. Création Tapeten AG, Gummersbach  
Tel.: 02261/5420; Internet: www.as-creation.de  
Börsenwert: € 90.3 Mio.

Aktionäre: F. J. Schneider\* 29.52 %, A.S. Création Tapeten-Stiftung\* 5.67 %, F.J. Schneider-Stiftung\* 0.08 %, Lins Wallpaper Ltd. 15.01 %, K. Schneider 10.09 %, Quaero Capital S.A. (CH) 5.12 %, eigene Aktien 8.12 %, Streubesitz 26.39 %; \*35.27 % gegenseitig zuzurechnen

Kennzahlen	H1 2016	H1 2015
Umsatz	81.7 Mio.	87.2 Mio.
EBIT	5.4 Mio.	7.5 Mio.
Periodenergebnis	5.6 Mio.	7.3 Mio.
Ergebnis je Aktie*	2.04	2.64
EK-Quote	63.3 %	66.4 %**

\*bezogen auf 2 756 351 St.; \*\*31.12.2015

ISIN DE000A1TNNN5,  
3 Mio. Stückaktien, AK € 9 Mio.  
Kurs am 22.09.2016:  
€ 30.10 (Xetra), 34 / 23 T  
KGV 2016e 10, 2017e 9, KBV 1.06 (6/16)



Seit einem halben Jahr ist die Volatilität deutlich geringer geworden.

**FAZIT:** Die A.S. Création Tapeten AG, hier zu Lande Marktführer und in Russland zu 50 % an einem stark wachsenden Tapetenwerk beteiligt, musste in den Jahren nach der Finanzkrise herausfordernde Bedingungen meistern, große Investitionen stemmen und leider auch eine Kartellstrafe bewältigen. Dennoch ist es gelungen, mit einem umfangreichen, marktgerechten Sortiment den Markt zu überzeugen und gleichzeitig durch stetige Optimierung der Produktionsprozesse die Rohertragsmarge auf ein Höchstniveau zu steigern. Für das laufende Jahr und darüber hinaus gehen wir von einem Ergebnis je Aktie von mindestens € 3.- aus, so dass sich auch die Dividende auf € 1.20 verdoppeln könnte. Niedriges KGV und KBV sprechen somit für weiter steigende Kurse. KH

Chart: Ariva.de AG; Foto: A.S. Création Tapeten AG

verwundert es nicht, dass sich der Umsatz um 6.2 % auf € 81.7 (87.2) Mio. abschwächte. Nach 12 % im Vorjahr fiel der Rückgang zwar moderater aus; doch ging es im Q2 mit -7.8 % stärker zurück als im Q1 mit -4.9 %.

#### Sondereinflüsse beim EBIT

Bei der Betrachtung des um 28.2 % auf € 5.4 (7.5) Mio. gesunkenen EBIT sind Sondereffekte zu berücksichtigen:

- In den Sonstigen Erträgen des Vorjahres waren € 2.1 Mio. enthalten, die von den früheren Eigentümern der 2008 übernommenen französischen Gesellschaften als Anteil an der in Frankreich verhängten Kartellstrafe gezahlt wurden.
- In den Sonstigen betrieblichen Erträgen erfasste Währungsgewinne auf Grund von Gesellschafterdarlehen in Euro an das russische Joint Venture fielen mit € 0.4 um 0.8 Mio. geringer aus als im Vorjahr.
- Auf Grund von finanziellen Engpässen und Insolvenzen wurde im Vorjahr die Risikobewertung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen angepasst, so dass sich die Wertberichtigungen einmalig um € 1.1 Mio. erhöhten.
- Die Konzentration der deutschen Produktion auf den Standort Wiehl-Bornig führte 2016 zu Einmalaufwendungen von ca. € 1 Mio.

Bereinigt um die Sondereffekte lag das H1-EBIT mit € 6 Mio. um 13.2 % über dem Vorjahreswert von € 5.3 Mio. Die bereinigte EBIT-Marge erhöhte sich somit auf 7.3 (6.1) %.

#### Verbesserter Rohertrag hilft

Die entscheidende Größe für die trotz des Umsatzrückgangs verbesserte EBIT-Marge ist die Rohertragsmarge, die 53.9 (53.3) % erreichte. Hilfreich erwiesen sich neben einer erfolgreichen Sortimentspolitik die Effizienz-



Die A.S. Création Tapeten AG hat die Produktion erfolgreich am Standort Wiehl-Bornig konzentriert.

steigerungen in der Produktion sowie die leicht gesunkenen Rohstoff- und Energiepreise. Bei den Kosten wirkte sich der auf 767 gesunkene Personalstand bereits aus, allerdings ließ eine Tarifierhöhung aus November 2015 nur einen Abbau der Aufwandsquote beim Personal auf 25.8 (26.2) % zu. Die Abschreibungen lagen mit € 3.9 (4.3) Mio. unter dem Vorjahreswert. Erträge aus dem nach der Equity-Methode bilanzierten 50%igen Anteil an der russischen Gesellschaft werden im Finanzergebnis ausgewiesen und fielen mit € 2.2 (1.5) Mio. deutlich höher aus. Damit liegt das Gescheinschaftsunternehmen inzwischen in der Gewinnzone. Der unbereinigte Periodenüberschuss von A.S. Création betrug € 5.6 (7.3) Mio. bzw. € 2.04 (2.64) je Aktie.

#### Bilanzrelationen vorbildlich

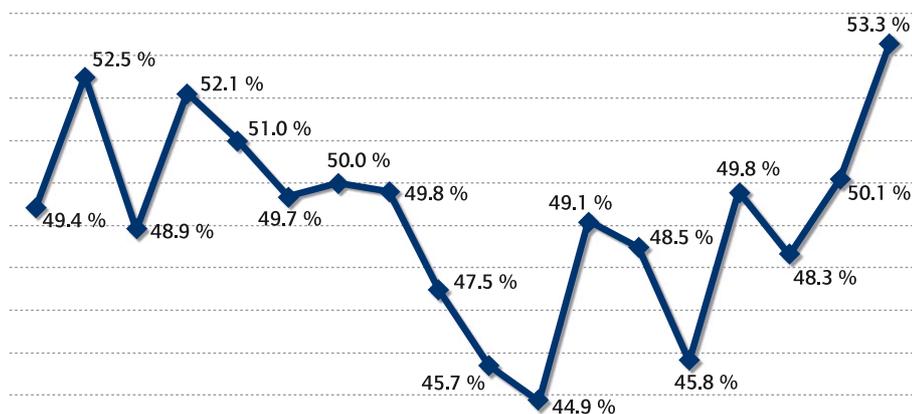
Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit blieb mit € 7.4 (8.8) Mio. auf hohem Niveau. Die französische Kartellbehörde hat auf Grund eines Revisionsurteils einen be-

reits gezahlten Betrag von € 2.9 Mio. zurücküberwiesen, gleichzeitig aber gegen das Urteil Revision eingelegt, über die vermutlich in diesem Jahr nicht mehr entschieden wird. Der Zufluss wird daher das Ergebnis bis zur endgültigen Entscheidung nicht beeinflussen. Den zum 30.06.2015 gegenüber dem Jahresende auf € 12.9 (16.2) Mio. abgebauten Finanzverbindlichkeiten standen flüssige Mittel und kurzfristige Finanzanlagen von € 16.6 Mio. gegenüber, so dass sich eine Nettoliquidität von € 3.7 Mio. errechnet. Bei einer Bilanzsumme von € 149.8 (140.4) Mio. entfällt auf das Eigenkapital von € 94.8 (93.2) Mio., das die langfristigen Vermögenswerte und alle Vorräte abdeckt, ein komfortabler Anteil von 63.3 (66.4) %.

#### Deutlich mehr Gewinn angestrebt

Nach dem Umsatzrückgang im ersten Halbjahr geht der Vorstand nicht mehr davon aus, im Gesamtjahr die ursprünglich angestrebte Größenordnung von € 160 bis 170 Mio. zu erreichen. Das Augenmerk wird darauf gerichtet, den Umsatz zu stabilisieren und bis zum Jahresende eine Trendwende zu schaffen. In Westeuropa wird auf Grund von Überkapazitäten ein Verdrängungswettbewerb erwartet. In Osteuropa gibt es eine Verschiebung der Nachfrage hin zu Tapeten aus lokaler Produktion. Vor diesem Hintergrund wird mit einem Jahresumsatz leicht unter € 160, aber über 150 Mio., gerechnet. Vordringlich ist daher die Anpassung der Kostenstrukturen, insbesondere der Personalaufwandsquote, sowie die weitere Optimierung der Produktions- und Logistikprozesse. Ohne die vorjährigen Sonderbelastungen und ohne zusätzliche Kartellstrafen sowie ohne extremen Rubelverfall wird ein deutlich verbessertes Ergebnis erwartet, zumal das Nettoergebnis des Vorjahres bereits zur Jahresmitte deutlich übertroffen wurde. **Klaus Hellwig**

### Die Rohertragsmarge befindet sich auf dem bisher höchsten Niveau



1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015

Quelle: A.S. Création Tapeten AG

A.S. Création Tapeten

## „Tapete ist nicht langweilig, sondern spannend und modern“

Nach der Jahrtausendwende verlief die Entwicklung des führenden Tapetenherstellers durchweg positiv – dies galt auch für die Aktie, die im Juli 2007 mit € 53.49 ihr bisheriges Allzeithoch erreichte. Es folgten, nicht nur mit der Finanzkrise, schwierige Jahre, in denen die durchgeführten Maßnahmen jedoch Ertragskraft und Substanz stärkten, so dass an der Börse u. E. wieder eine höhere Bewertung gerechtfertigt erscheint. Über die aktuelle Situation und die Aussichten in einem unverändert schwierigen Markt sprachen wir mit Vorstandschef Maik Krämer.

**NJ: Herr Krämer, provokant gefragt – die Tapete, ist das nicht ein langweiliges Produkt?**

**Krämer:** Gegenfrage: Kennen Sie ein interessanteres Produkt, wenn es um die Gestaltung Ihrer vier Wände geht? Auf Grund der vielfältigen Designs und Farben, die unser Produkt bietet, findet jeder eine Tapete, die zu dem eigenen persönlichen Geschmack passt. Natürlich gibt es auch noch die vielzitierte „Blümchentapete“. Daneben finden Sie aber eine ganze Bandbreite an verschiedenen Stilrichtungen. Nein. Tapete ist sicherlich nicht langweilig, sondern spannend und modern.

**NJ: Absatz und Umsatz in Westeuropa nehmen tendenziell ab. Wann erwarten Sie eine Trendwende?**

**Krämer:** Tapete wird überwiegend bei der Renovierung verwendet. D.h. der Verbrauch von Tapeten hängt neben den vorherrschenden Farb- und Designrends auch von den Renovierungszyklen ab. Der Innendekorationstrend scheint momentan nicht das Problem zu sein. Unverändert sind Muster und Strukturen en vogue. Da Tapete aber kein lebenswichtiges Produkt ist, kann die Neugestaltung eines Zimmers z. B. in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit ins nächste (oder übernächste) Jahr verschoben werden. Hier scheint momentan der Hauptgrund dafür zu liegen, dass wir 2016 nunmehr im dritten Jahr in Folge in Westeuropa Umsatzrückgänge verzeichnen. Wir tun sehr viel, um dem Endverbraucher Tapete näher zu bringen und ihn zum Tapezieren zu animieren. Wann es aber eine Trendwende geben wird, kann ich nicht seriös beantworten.

**NJ: Russland stellt weltweit den größten Tapetenmarkt. Ihr lokales Werk (Anteil 50 %) wird schon jetzt erweitert. Wie sehen dort Ihre Pläne aus?**

**Krämer:** Russland war für A.S. Création wie für viele andere westeuropäische Tapetenhersteller ein wichtiger Exportmarkt. Mit der Finanz- und Wirtschaftskrise, der Ukraine-Krise und der dramatischen Abwertung des russischen Rubels gegenüber dem Euro haben sich die Exportbedingungen deutlich verschlechtert. Parallel sind in Russland sehr gute Tapetenproduzenten entstanden, so dass

heute ein großer Teil der lokalen Tapetennachfrage durch lokale Hersteller befriedigt wird. Für die Tapetenexporte aus Westeuropa wird Osteuropa voraussichtlich eher ein Spezialitätenmarkt und kein Massenmarkt mehr sein. Um von den geschilderten Entwicklungen zu profitieren, bauen wir die Produktionskapazitäten in unserem russischen Gemeinschaftsunternehmen aus. Dort wurde gerade die dritte Produktionsanlage in Betrieb genommen. Aufgrund der At-Equity Bilanzierung schlägt sich die schöne Entwicklung des Unternehmens allerdings nicht in unseren Konzernumsätzen und dem operativen Ergebnis, sondern „lediglich“ in einem verbesserten Finanzergebnis nieder.

**NJ: Zurück nach Gummersbach. Ist die Standortkonzentration gelungen?**

**Krämer:** Ja. Mit der Konzentration der Produktion am Standort Wiehl-Bomig haben wir unsere Produktionskapazitäten in Deutschland an die stark gesunkenen Exportmengen angepasst.

**NJ: Wie könnte die Nachfrage nach Tapeten angekurbt werden und welche Effekte versprechen Sie sich von der Digitalisierung?**

**Krämer:** Die Nachfrage nach Tapeten kann nur angekurbt werden, indem wir den Endverbrauchern die Vielfalt unseres Produktes zeigen und diese von den Vorzügen einer Wandgestaltung mit Tapete überzeugen. Hier sind nicht nur die Hersteller, sondern auch der Handel und die Maler gefordert. Wir unterstützen unsere Partner dabei in vielfältiger Weise. Auch die Digitalisierung spielt in dieser Hinsicht eine große Rolle. Das Internet als Vertriebskanal hat sich inzwischen etabliert, und es bietet vielfältige Möglichkeiten, neue, insbesondere jüngere Kundengruppen anzusprechen. Weiterhin lassen sich Tapeten in Raumbildsimulationen digital sehr gut präsentieren. A.S. Création hat in den vergangenen Jahren viel in diesen Bereichen investiert.

**NJ: Gibt es Neuigkeiten aus den beiden Kartellverfahren in Deutschland und in Frankreich?**

**Krämer:** Nein. Im deutschen Verfahren liegt der Fall nach wie vor bei der Generalstaatsanwaltschaft in Düsseldorf, d. h. unser Einspruch gegen die Bußgelder ist noch nicht bearbeitet worden. Im französischen Verfahren hatte das Berufungsgericht unserem Einspruch gegen die Bußgeldbescheide entsprochen. Die französische Kartellbehörde hatte daraufhin die Revision dieses Urteils beantragt. Das Verfahren liegt unverändert bei dem französischen Revisionsgerichtshof. Die maximale Bußgeldhöhe, die aus den beiden Kartellverfahren resultiert, beläuft sich auf € 13.4 Mio. Hiervon wurden bislang € 4.9 Mio. ergebniswirksam als Risikovorsorge berücksichtigt. Sollten die beiden Kartellverfahren anders verlaufen als wir es erwarten, besteht noch ein Ergebnisrisiko von bis zu € 8.5 Mio. Das ist zwar ein nennenswerter



*Der Vorstandsvorsitzende Maik Krämer ist auch für Finanzen und Controlling zuständig.*

Betrag, allerdings ist die Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Worst-Case-Szenarios nach unserer Einschätzung eher gering, und selbst wenn es hierzu kommen würde, wäre A.S. Création nicht in seinen Grundfesten erschüttert.

**NJ: Cashflow und Bilanzstruktur sind vorbildlich. Wie sieht das Dreieck zwischen Liquidität, Schuldenabbau und Dividendenpolitik aus?**

**Krämer:** Unsere Dividendenpolitik ist klar definiert und seit vielen Jahren unverändert. Wir schütten 45 bis 50 % des Ergebnisses nach Steuern aus, sofern die finanzielle Situation von A.S. Création dieses zulässt. Unsere Finanzlage ist hervorragend: keine Netto-Finanzverschuldung, hohe Eigenkapitalquote und ein starker Cash-flow sprechen eine deutliche Sprache. Momentan spricht daher nichts gegen eine Abkehr von der bisherigen Dividendenpolitik, d. h. die für das laufende Geschäftsjahr zu erwartende Ergebnisverbesserung wird sich voraussichtlich in einer höheren Dividende niederschlagen.

**NJ: Zum Schluss unsere obligatorische Frage nach den Gründen aus Ihrer Sicht für langfristige Engagements.**

**Krämer:** Zum einen ist Tapete ein Produkt, das auch zukünftig nachgefragt werden wird, da sich die Frage nach der Gestaltung der eigenen vier Wände immer stellt. Zum anderen ist A.S. Création ein Unternehmen, das in der Vergangenheit immer wieder seine Anpassungsfähigkeit an schwierige Marktsituationen unter Beweis gestellt hat und das über eine hervorragende Finanzsituation und einen starken Cash-flow verfügt. Damit sind wir in der Lage, notwendige Investitionen sowie sinnvolle Akquisitionen zu tätigen. Last but not least ist die A.S. Création Aktie ein interessanter Dividendentitel, der aktuell günstig bewertet ist.

**NJ: Herr Krämer, wir danken Ihnen für das Gespräch.**

Das Interview führte Klaus Hellwig