

Aktienanalyse
A.S. Creation AG



Zusammenfassung

Dieses Dokument enthält eine kurze Analyse des Unternehmens A.S. Creation AG (WKN: 507990 | ISIN: DE0005079909) nebst einer Bewertung und Ausblick.

12-03-2009 Umsatz leicht unter den Erwartungen, sinnvolle Zukäufe in Frankreich, aber vor allem in Osteuropa ungewisse Aussichten.

A.S. Creation

Fair Value: 19,25 Euro

WKN: 507990 | ISIN: DE0005079909 - Preis: 12,86 Euro

(EUR)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E*	2010E*
EPS	2.37	2.78	3.65	3.59	3.22	0.98	X.YZ
KGV	9.90	10.2	9.90	12.7	5.60	13.12	X.YZ
KBV	1.14	1.22	1.49	1.62	0.56	0.43	X.YZ
KUV	0.51	0.52	0.68	0.74	0.26	0.19	X.YZ
GKR(%)	6.25	7.15	8.84	9.27	7.09	1.70	X.YZ
EKR(%)	11.0	11.9	14.2	12.9	10.7	3.34	X.YZ
Div(%)	4.5	4.4	4.6	3.5	7.8	2.7	X.YZ

* Unter Berücksichtigung des erweiterten Konsolidierungskreises

Überblick über das Unternehmen

A.S. Création produziert Tapeten und Bordüren in allen Materialqualitäten und für alle Anwendungsbereiche. Der Geschäftsbereich Dekorationsstoffe handelt darüber hinaus mit hochwertigen Dekostoffen. Beide Produktgruppen haben viel mit Einrichten, Lifestyle und Mode zu tun und ergänzen sich daher. Innerhalb der deutschen Tapetenbranche nimmt das Unternehmen die Spitzenposition ein. Der inländische Marktanteil stangnierte im Verlauf des Jahres 2008 bei 32 Prozent. Das Produktspektrum erstreckt sich auf mehrere Tausend verschiedene Tapeten in allen wesentlichen Materialqualitäten und Anwendungsbereichen. Jährlich werden deutlich mehr als 1.000 neue Tapeten entwickelt. Die Palette umfasst Papier-, Struktur-, Satin- und Vliestapeten sowie Bordüren. Neben Tapeten ist A.S. Création mit der Entwicklung und dem Vertrieb von Dekorationsstoffen engagiert. Federführende Gesellschaften in diesem Bereich sind die Indes Wohntextil GmbH und die FUGGERHAUS Stoffe GmbH.

Der 10-Jahreschart verdeutlicht den starken Anstieg der Aktie nach der Branchenkonsolidierung und den ebenso ausgeprägten Absturz der Aktie in Folge der Finanzkrise.



Abbildung 1: Logarithmischer Langfristchart

Das Unternehmen gliedert sich wie folgt:

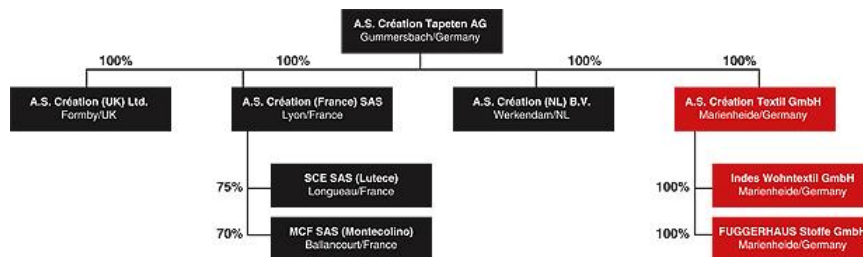


Abbildung 2: Struktur des Unternehmens

Die Grafik zeigt die Tapetenproduzenten (schwarz) welche in Deutschland, Großbritannien, Frankreich und den Niederlanden ihren Sitz haben, sowie die beiden kürzlich übernommenen Tapetenhändler in Frankreich. Nicht aufgeführt ist ein Joint Venture in Russland an welchem das Unternehmen 50 Prozent hält und das ab 2010 bis zu 6 Mio. Rollen Tapeten pro Jahr produzieren soll. Die margenschwächeren Textilunternehmen (rot) haben allesamt ihren Sitz in Deutschland und tragen mit rund 10 Prozent zum Umsatz bei.

Inhaltsverzeichnis

1	Der Tapetenmarkt	5
2	Überblick über das Unternehmen	7
2.1	Geschichte	8
2.2	Produkte	9
2.3	Aktionärsstruktur	9
3	Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika	10
3.1	Papierzellstoff	10
3.2	Energie, PVC und Farbe	11
3.3	Kunden	12
3.4	Konkurrenz	12
4	Umsatz	13
4.1	Umsatz in Europa	16
4.2	Osteuropa, insbesondere Russland	16
4.3	Währungseffekte	17
5	Jahresabschluss	18
5.1	GuV	18
5.2	Bilanz	19
5.3	Cashflow	20
6	Die Aktien und ihre Bewertung	22
6.1	KGV	22
6.2	KBV	22
6.3	KUV	23
6.4	Fair Value	23
7	Ausblick	24
7.1	Umsatztrend	24
7.2	Prognose	25
7.3	Fazit	26

1 Der Tapetenmarkt

Der Tapetenmarkt beschränkt sich hauptsächlich auf Asien und den europäischen Raum. Besonders hervorzuheben ist, dass die Verbreitung und Verwendung von Tapeten nichts mit dem Wohlstand eines Landes zutun hat. So sind Tapeten in den USA weitgehend unbekannt oder kommen nur in bestimmten Zimmern wie z.B. Esszimmern zur Verwendung. Ebenso bilden die skandinavischen Ländern nur einen geringen Absatzmarkt, da dort viele Häuser aus Holz gebaut werden, was eine Tapete obsolet macht.

Wichtige Märkte sind in Westeuropa vor allem Frankreich und Großbritannien. Dahinter folgen Deutschland sowie die meisten osteuropäischen Staaten, insbesondere die Ukraine stellt einen wichtigen Absatzmarkt dar. Der insgesamt größte Markt stellt Russland dar. Daneben stellte das Deutsche Tapeten Institut 2007 eine Absatzverdopplung in China fest, was auch Asien als kommenden wichtigen Absatzmarkt hervorhebt.

Tapeten existieren in verschiedenen Arten und Formen, dabei macht die Vliestapete etwa die Hälfte des Umsatzes der deutschen Tapetenindustrie aus. Daneben sind Raufasertapeten, Kunststofftapeten sowie Fototapeten von Bedeutung. Neuere Entwicklungen stellen zum Beispiel Kunststofftapeten mit organischen LEDs dar, diese sind Tapeten die beliebig die Farbe wechseln können. Diese neuen Produkte haben jedoch noch keine Marktreife erreicht.

Die deutschen Tapetenhersteller setzten im Jahr 2007 rund 110 Mio. Rollen ab, was einer Steigerung von 6 Prozent entspricht, Wachstumstreiber war dabei vor allem das Ausland. Die Preise konnten 2007 ebenfalls erhöht werden, was einen Gesamtumsatz von 400 Mio. Euro zur Folge hatte.

Der Vertrieb bestand in 2007 wie in den Vorjahren hauptsächlich über die Baumärkte (1/3) gefolgt von verschiedenen Vertriebsstufen des Großhandels sowie dem Fach- und Einzelhandel.

Die Tapetenbranche weist im Gegensatz zu anderen Industrien wie z.B. dem Maschinenbau keine langfristigen Auftragseingänge ein, womit eine Prognose erheblich erschwert wird. Generell kann man festhalten, dass die Branche weniger von technischen Neuentwicklungen (wie oben angesprochener OLED Tapeten) sondern eher vom richtigen Design und Preis leben. Der Markenname macht beim Großteil der Kunden keinen Ausschlag über die Kaufentscheidung, lediglich die Architekten- und Designerkunden greifen hier zu den hochpreisigen Modellen. Die kaum vorhandene Markendifferenzierung schlägt sich auch in den relativ niedrigen Umsatzrenditen nieder - jedoch bietet diese Branchenart auch Vorteile: Durch den harten Wettbe-

werb mussten seit 2004 bereits sechs nennenswerte Konkurrenten mit einem Umsatz von zusammen über 300 Mio. Euro Insolvenz anmelden. Nach dem Enden dieser Konsolidierungsphase in 2005 scheint nun eine neue Runde der Marktneuordnung eingetreten zu sein. Besonders kapitalschwache Unternehmen werden hier Marktanteile einbüßen. Dies zeigt sich auch im Marktanteil von AS Creation welche in eben genannter Konsolidierungsphase von 26 auf 32 Prozent anstieg, danach allerdings auf diesem Niveau verharrte. In den nächsten Jahren ist zwar mit einem nachlassenden Umsatz, jedoch mit einem zunehmenden Marktanteil zu rechnen, was die langfristigen Aussichten als sehr attraktiv erscheinen lässt. Im deutschen Raum ist AS Creation der klare Marktführer mit 32 Prozent Marktanteil beziehungsweise einem Anteil von 32 Mio. an insgesamt 120 Mio. Rollen. Das Unternehmen Rasch folgt mit einem Marktanteil von rund 25 Prozent auf Rang zwei.

Gemäß dem deutschen Tapeteninstituts werden 85 Prozent aller Tapeten aus Renovierungsgründen und lediglich 15 Prozent für Neubauten, damit ist die problematische Entwicklung auf den Immobilienmärkten zum Großteil kein Problem für die Tapetenbranche, da mehr Menschen in ihren eigenen vier Wänden weiterwohnt, als neue Häuser zu kaufen - damit sollten im Endeffekt die Renovierungen steigen. Dies soll aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der überwiegende Effekt, nämlich der wirtschaftliche Abschwung, einen sehr viel größeren Einfluss auf das Konsumverhalten hat. Deshalb ist der Ausblick für die Branche im allgemeinen für die nächsten drei Jahre als negativ zu bewerten.

Die Situation der Absatzländer verschlechterte sich im Jahresverlauf dramatisch, Russland geht inzwischen offiziell von einem schrumpfen des realen BIPs um 2,2 Prozent aus, eine ähnliche Situation zeigt sich ebenfalls in Westeuropa: Frankreich geht beispielsweise von einem sinken des realen BIPs um 1,5 Prozent aus.

Auf Qualitätsebene zeichnet sich ein Trend in Richtung von *filigranen, linearen Ornamenten sowie vermehrt grafischen Elementen. Gleichzeitig sorgten Metallic-Farben und Gold-, Silber- sowie Bronzetöne für eine ausdrucksstarke Wandgestaltung. Daneben erzielte die Kombination von glänzenden, matten oder beflockten Oberflächen ungewohnte Effekte.*

2 Überblick über das Unternehmen

Das Unternehmen stellt jährlich ungefähr 35 Mio. Rollen Tapeten her wobei das Sortiment über 6000 verschiedene Tapeten und Bordüren umfasst. Mit einem Umsatz von 175 Mio. Euro ist das Unternehmen Europas größter Tapetenproduzent, der Marktanteil in Deutschland beträgt 32 Prozent.

Das Unternehmen besteht aus folgenden Sparten:

- Tapeten
- Dekorationsstoffe
- Joint Venture Russland (verschoben)
- Tapetenhändler Frankreich

Abbildung 3 verdeutlicht die Stärken und Schwächen des Unternehmens in Form einer BCG-Portfolio.

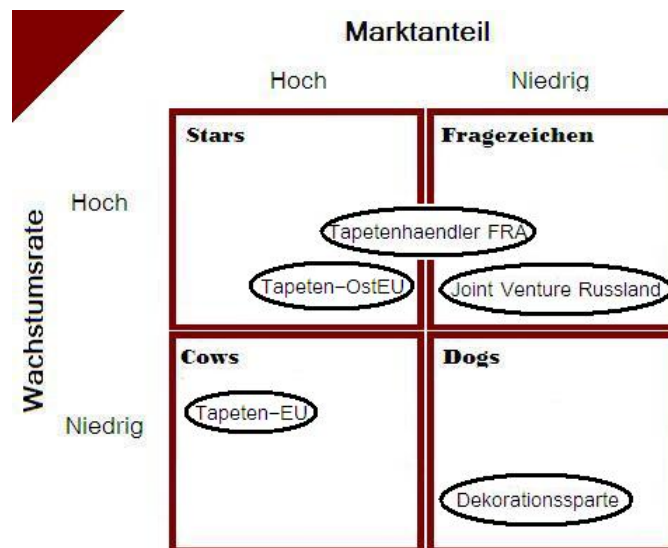


Abbildung 3: BCG-Matrix des Unternehmens

Auf Abbildung 3 erkennt man, dass das Unternehmen für übermäßiges Wachstum auf eine sich bessernde Wirtschaft angewiesen ist, da zwar mit dem klassischen Tapetengeschäft eine Cash-Cow, also ein Geschäftsbereich der wenig Investitionen benötigt, dabei aber viel Cash generiert, im Unternehmen befindet, jedoch kein Star im Unternehmen ist, welcher für hohe Wachstumsraten sorgen könnte. Hierzu sind allerdings die beiden Fragezeichen fähig,

insbesondere das Joint-Venture könnte außerordentliches Wachstum erreichen und zu einem Star aufsteigen, sofern die Wirtschaft in Russland keinen langfristigen Schaden aus der Finanzmarktkrise nimmt, jedoch wurde der Bau der Fabrik verschoben, da das Unternehmen die Investitionen in den nächsten zwei Jahren stark drosseln wird, um mehr Geld zur Tilgung der Verbindlichkeiten und Erhöhung der Flexibilität zu haben. Daher ist vor 2012 nicht mit nennenswerten Erfolgen aus diesem Bereich zu rechnen. Die französischen Großhändler gehen nach meinem Kenntnisstand der Zahlen bereits den Weg in Richtung Stars, jedoch mit eher geringem Wachstum, da auch dieser Markt größtenteils gesättigt ist. Kritisch ist dagegen die Dekorationsstoffesparte zu sehen, zwar benötigt dieser Bereich keine hohen Investitionen, jedoch weist diese Sparte eine unterdurchschnittliche Rentabilität auf, die Umsatzrendite liegt beispielsweise bei mageren 2,1 Prozent, was ein Abrutschen in den Verlustbereich während der folgenden Rezession durchaus möglich macht, deshalb wären hier weitere Schritte nötig.

2.1 Geschichte

- 1974 - Gründung von A.S. Création mit 4 Mitarbeitern
- 1975 - Inbetriebnahme der ersten Tiefdruckrotationsmaschine
- 1990 - Management-Buy-out durch F.-J. Schneider und 3i
- 1996 - Inbetriebnahme des zweiten Standortes Wiehl-Bomig
- 1997 - Erwerb der Indes Wohntextil aus Lemgo - Gründung der A.S. Création (UK) Ltd.
- 1998 - Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und der Börsengang - Großbrand im Fertigwarenlager in Gummersbach-Derschlag
- 2001 - Übernahme des Augsburger Stoffverlags Fuggerhaus
- 2004 - Erwerb von drei Tapetengroßhändlern: in Frankreich und in den Niederlanden
- 2008 - Joint Venture in Russland und Übernahmen in Höhe von 14 Mio. Euro in Frankreich

2.2 Produkte

Folgende Produktmatrix gibt die wichtigsten Marken und deren Preisklasse wider.

Marktsegment	gehoben		
	mittel		
	preisbewußt		
		Tapete	Dekorationsstoffe
		Geschäftsbereich	

Abbildung 4: Produktportfolio

2.3 Aktionärsstruktur

Abbildung 5 zeigt die Verteilung der Anteilseigner sowie den Freefloat der Aktie. Das Diagramm zeigt, dass das Unternehmen zu einem großen Teil in Familienhand ist, Franz J. Schneider besitzt zudem einen Platz im Aufsichtsrat. Zum anderen Teil gehört das Unternehmen diversen Fonds, hier ist vor allem die Entwicklung im Geschäftsjahr 2008 interessant, da Ratio Asset Management sein Anteil geringfügig unter die Schwelle von 5 Prozent gesenkt hat, Royce & Associates LLC hingegen seinen Anteil auf 8,2 Prozent aufgestockt hat, was einem durchaus bedeutenden Einfluss zufolge hat. Daraus ergibt sich ein relativ geringer Freefloat von 33,45 Prozent, welcher auch, neben der geringer Marktkapitalisierung, das geringe Handelsvolumen der Aktie erklärt.

Als Langfristinvestor ist diese Konstellation zu begrüßen, da zum einen der Einstieg eines großen kurzfristig orientierten Hedgefonds ausgeschlossen ist und zum anderen durch den langfristigen Charakter der Familienanteile sichergestellt ist, dass das Unternehmen sinnvoll und wirtschaftlich geführt wird.

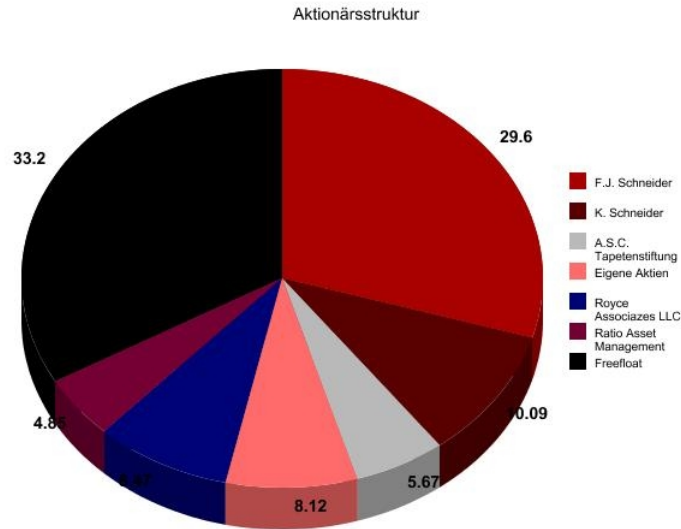


Abbildung 5: Anteilseigner

3 Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika

3.1 Papierzellstoff

Der Papierpreis, bzw. der Preis für die Zellstoffe sind für die Tapetenherstellung essenziell. In den letzten Jahren stieg der Papierpreis stark an, wobei der Preis in den letzten zwei Jahren wieder nachgab und in 2009 wahrscheinlich auf diesem Niveau bleiben wird.



Abbildung 6: Papierpreisentwicklung

3.2 Energie, PVC und Farbe

Einen weiteren bedeutenden Einfluss haben die Energiepreise. Untenstehend ist die Entwicklung der Energiepreise anhand der Preises für Erdgas dargestellt. Dabei ist anzumerken, dass andere Energiepreisindikatoren, wie beispielsweise Steinkohle bereits durch die sinkende Nachfrage im Preis nachgeben. Ähnliches ist auch für die Gaspreise zu erwarten. Daher ist für das Geschäftsjahr eher mit einer geringeren Energiepreisbelastung zu rechnen, jedoch sollte man nicht vergessen, dass die Preise dennoch hoch sind.

Da sowohl PVC als auch Farbe auf Basis von Erdöl hergestellt werden, ist in diesem Bereich mit nachlassenden Preisen zu rechnen. Somit wäre es zu begrüßen, wenn das Unternehmen die Hilfsstoffe über das normale Volumen aufstocken würde, um die niedrigen Preis auch zu nutzen. Auf jedenfall ergibt sich aus dieser Entwicklung eine Verbesserung der Materialaufwandsquote.



Abbildung 7: Energiepreisentwicklung

3.3 Kunden

Die Kundschaft des Unternehmens stammt aus jeder Gesellschaftsschicht, da ein Großteil der Kunden aufgrund von Renovierungen neue Tapeten kaufen, ist das Einkommen der Kunden und somit die konjunkturelle Lage von größter Bedeutung für das Unternehmen.

Die, teilweise noch bevorstehenden, Anstiegsraten der Arbeitslosigkeit in Europa und insbesondere Osteuropa wird ebenfalls das Unternehmen vor ein schwieriges Jahr stellen. Dies erkennt man daran, dass das Unternehmen in Deutschland noch gewachsen ist, während die Nachfrage in Osteuropa teilweise drastisch eingebrochen ist, da dort die Finanzkrise sehr viel früher und stärker in eine Rezession geführt hat.

3.4 Konkurrenz

Der Markt für Tapeten erlebte in den letzten Jahren eine Konsolidierungsphase, da viele Tapetenunternehmen finanziell angeschlagen waren. Neben AS Creation ist die Rasch GmbH aus Deutschland mit einem Umsatz von 165 Mio. Euro sowie Graham & Brown aus England (107 Mio. Euro) und Grandeco aus Belgien (75 Mio. Euro) mit nennenswerten Marktanteilen im Tapetengeschäft vertreten.

4 Umsatz

Der Umsatz konnte im Geschäftsjahr 2008 um 5,1 Prozent auf 176,2 Mio. Euro gesteigert werden, womit das Unternehmen nach einem starken ersten Halbjahr erwartungsgemäß eine Umsatzrückgang im zweiten Halbjahr hinnehmen musste. Allein im vierten Quartal sank der Umsatz um vier Prozent.

Wie schon in den Vorjahren, wuchs der Kernbereich 'Tapete' mit 5,6 Prozent stärker als der meiner Meinung nach zu margenschwache Bereich 'Dekorationsstoffe' welcher lediglich um 1,9 Prozent zulegen konnte. Auffällig ist, dass im Gegensatz zu den Vorjahren der Umsatz in Deutschland mit 7 Prozent ähnlich stark wie in Osteuropa wuchs, was auch auf die durch die Finanzkrise ausgelösten Probleme zurückzuführen ist. Während in Westeuropa die Auswirkungen der Rezession bisher kaum beim Endkonsumenten angekommen ist, steckt Osteuropa in einer ernsten Krise, welche auch für das Unternehmen nicht ohne Folgen bleiben wird. Ein weiteres Problem stellen die abwertenden Osteuropäischen Währungen dar, welche die Produkte für die Händler teurer machen, womit Preiserhöhungen im Geschäftsjahr 2009 ausgeschlossen sind.

Durch den Kauf zweier Französischer Tapetengroßhändler welche zusammen einen Umsatz von über 40 Millionen Euro erwirtschafteten wird der Umsatz trotz Krise leicht zulegen können, wobei das organische Wachstum deutlich unter dem diesjährigen Niveau zu erwarten ist. Der Kauf der französischen Unternehmen erfolgte meiner Meinung nach zu einem guten Zeitpunkt, da die Tapetengroßhändler zu einem fairen Preis in einer weiteren Konsolidierungsphase der Branche gekauft wurden. Die Aquisition wurde nahezu komplett mit Bankkrediten zu 4,1 Prozent Zinsen finanziert und wird die Stellung des Unternehmens im größten westeuropäischen Markt (Frankreich) ausbauen. Die beiden übernommenen Unternehmen erzielten 2008 einen (nicht konsolidierten) Umsatz von 41.7 Mio. Euro und einen Vorsteuergewinn von 3.6 Mio. Euro, dies entspricht einer Umsatzrendite von 8,6 Prozent und liegt damit über der Rendite, der bisher vorhandenen Tapetensparte. Dies liegt vorallem daran, dass einer der Großhändler auf Tapetent im gehobenen Preissegment spezialisiert ist, was die hohen Margen erklärt. Bisher besteht das Sortiment der Großhändler lediglich zu 10 Prozent aus A.S. Creation Produkten. Ich erwarte, dass diese Quote in den nächsten Jahren deutlich erhöht wird. Alles in allem ist der Kauf als äußerst gelungen einzustufen vor allem wenn man beachtet, dass der Kauf zu einem KGV von ungefähr 6 stattgefunden hat. Zudem hat das Unternehmen einige Kooperationen mit namenhaften Einrichtungszeitschriften abgeschlossen, welche den Bekanntheitsgrad des Unternehmens auf dem deutschen Markt weiterhin stärken sollten.

Wie bereits angesprochen, besteht das Unternehmen aus den beiden Bereichen 'Tapete' und 'Dekorationsstoffe' die Umsatzverteilung stellt sich wie folgt dar:

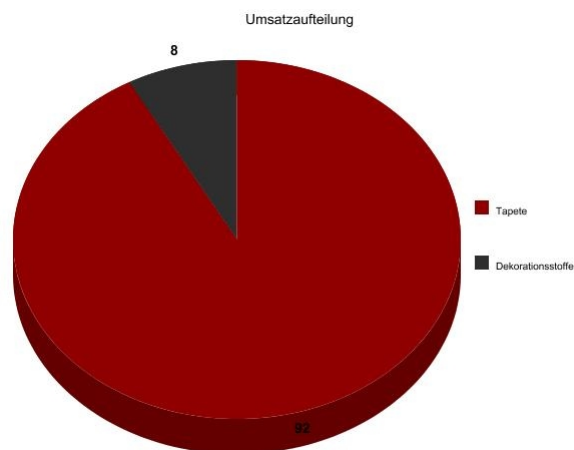


Abbildung 8: Umsatzaufteilung

Wie man erkennt, macht der Bereich 'Tapete' den Großteil der Umsätze aus, im Gegensatz zum Vorjahr hat sich die Bedeutung des Tapetenbereichs noch verstärkt.

Das Unternehmen konnte den Umsatz in den letzten 5 Jahren um durchschnittlich 5,9 Prozent steigern, diese Entwicklung wird im Jahr 2009 allerdings gestoppt werden.

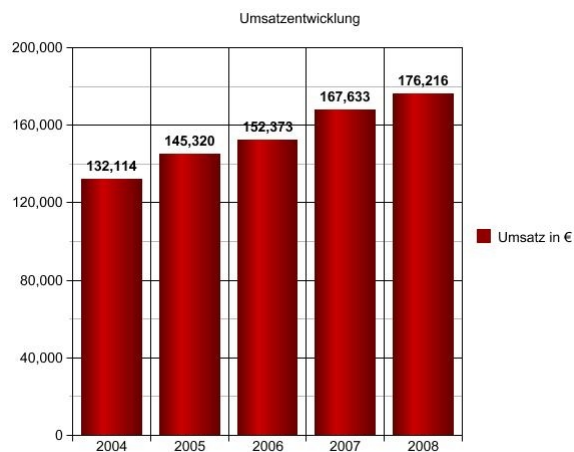


Abbildung 9: Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2008 verfügte das Unternehmen über 719 Mitarbeiter, was einem Umsatz je Mitarbeiter von 245.084 Euro im Gegensatz zu 248.345 Euro im Vorjahr entspricht, hier erkennt man die Fehleinschätzung des Managements Mitte des Jahres einen 4-Schicht-Betrieb zu lancieren. Über die Jahre entwickelte sich die Mitarbeiterproduktivität wie folgt:

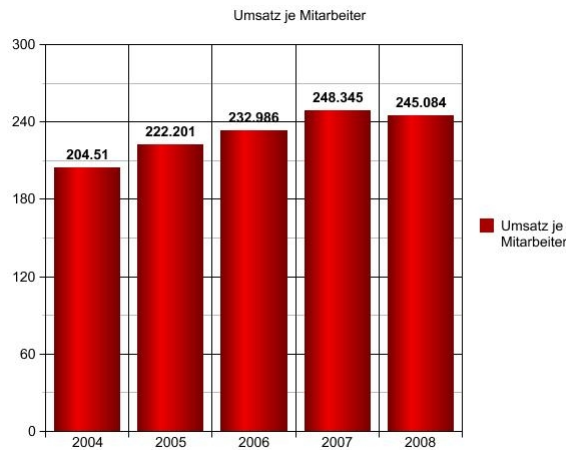


Abbildung 10: Mitarbeiterproduktivität

Das Unternehmen ist hauptsächlich in Europa und Russland tätig, die folgende Grafik gibt einen Aufschluss über die Verteilung der Umsätze.

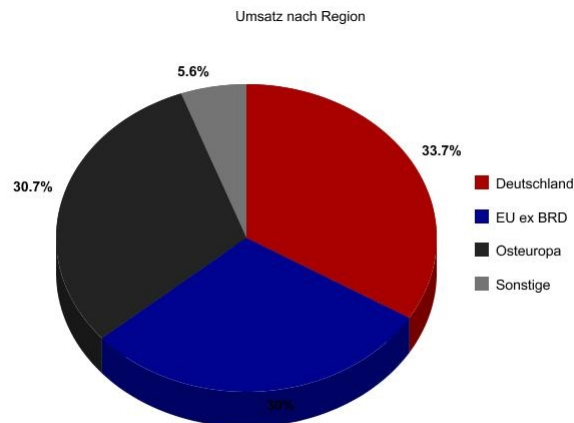


Abbildung 11: Regionale Umsatzaufteilung

4.1 Umsatz in Europa

Die Eurozone bildet das wichtigste Absatzgebiet des Unternehmens, der Bruttoumsatz im Bereich Tapete legte um 3,3 Prozent zu, während das Dekorationsstoffsegment einen Umsatzrückgang um 0,4 Prozent hinnehmen musste.

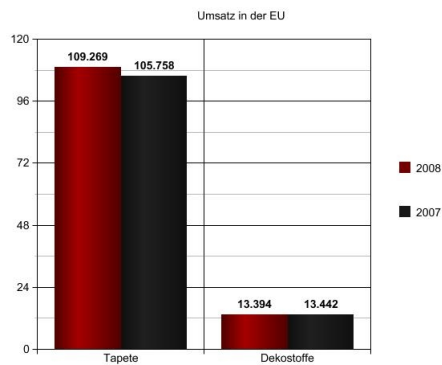


Abbildung 12: Umsatz Europa

4.2 Osteuropa, insbesondere Russland

Osteuropa und insbesondere Russland macht rund ein Drittel der Umsätze aus, im Geschäftsjahr 2008 stieg der Bruttoumsatz im Bereich Tapete um 16,1 Prozent sowie im Bereich Dekostoffe um 9,4 Prozent. Diese Zahlen sind insgesamt positiv zu werten, wobei der Ausblick negativ bleibt.

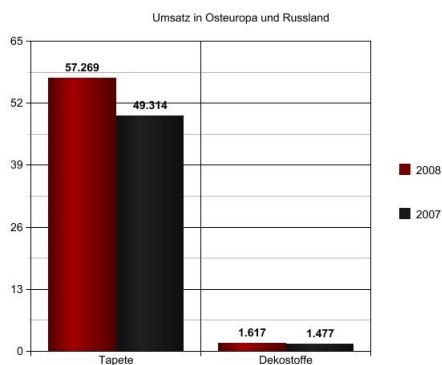


Abbildung 13: Umsatz Osteuropa

4.3 Währungseffekte

Das Unternehmen macht 63 Prozent seiner Umsätze in der Eurozone, wodurch keine negativen Währungseinflüsse entstehen. Dagegen ist vor allem der Kurs des Euro zum russischen Rubel von Bedeutung, da das Unternehmen dort etwa ein Drittel seiner Umsätze generiert.



Abbildung 14: Euro/Rubel

Man sieht deutlich, dass die russische Währung gegenüber dem Euro deutlich an Wert eingebüßt hat, was zum einen die Umsätze für die AS Creation Gruppe mindert und zum einen die Kaufkraft der Händler in Russland einschränkt. Die russische Zentralbank hat angekündigt mit bis zu 380 Mrd. Dollar zu intervenieren, sollte der Rubel weiter abwerten. Angesichts anstehender Zinssenkungen in der EU-Zone rechne ich mit einem Kurs zwischen 40 und 45 Rubel für die erste Hälfte 2009.

5 Jahresabschluss

5.1 GuV

Die Gesamtleistung des Unternehmens nahm im Geschäftsjahr 2008 um 4,6 Prozent zu. Die Materialaufwandsquote nahm um 0,7 Prozent auf 55,06 Prozent zu, was die höheren Energie und Rohstoffkosten widerspiegelt, welche zwar gegen Ende des Jahres zurückgingen, allerdings kaum noch Einfluss auf das Ergebnis hatten. Durch einen Versicherungsertrag im Vorjahr sanken die sonstigen betrieblichen Ertäge von 2.2 auf 0.7 Mio. Euro, welche sich hauptsächlich aus dem Abgang von Anlagevermögen zusammensetzten. Die Personalaufwandsquote sank auf 20,0 Prozent gegenüber 20,1 Prozent im Vorjahr, dies ist vor allem beachtlich, wenn man bedenkt, dass das Unternehmen im Geschäftsjahr 2008 44 neue Mitarbeiter eingestellt hat. Für das nächste Jahr ist mit einer geringeren Mitarbeiteranzahl zu rechnen, da einige Zeitarbeitsverträge aufgrund der wegfallenden Nachfrage nicht verlängert werden können. Dies wird den Personalaufwand weiter verbessern. Besonders positiv zeigten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche Kosten für Werbung, Instandhaltung und ähnliches beinhalten, diese wuchsen unterproportional um 4,4 Prozent was die straffe Kostendisziplin des Unternehmens verdeutlicht.

Insgesamt sank das operative Ergebnis damit um 10 Prozent, was vor allem auf die gestiegenen Rohstoffkosten zurückzuführen ist.

Durch den geringeren Cashbestand sank der Zinsertag wobei gleichzeitig durch die Aufnahme von Fremdkapital zur Finanzierung der Übernahmen der Zinsaufwand leicht anstieg. Zudem wird das Joint-Venture in Russland im Finanzergebnis ausgewiesen, was zu einer weiteren Belastung um 30.000 Euro führt, da diese Sparte das operative Geschäft erst im nächsten Jahr aufnehmen wird.

Insgesamt stand somit ein negatives Finanzergebnis von fast 650.000 Euro zu Buche, was deutlich über dem Vorjahreswert lag. Somit ergibt sich ein Vorsteuerergebnis von 12.855.782 Euro was einem Rückgang von fast 12 Prozent entspricht. Durch die gewöhnlichen Steuern auf den Ertrag sowie latente Steuern in Höhe von fast einer Million Euro betrug die Steueraufwandsquote 30,5 Prozent gegenüber 31,4 Prozent im Vorjahr. Beide Quoten wurden durch die Steuerreform positiv beeinflusst.

Letztendlich erzielte das Unternehmen einen Jahresüberschuss in Höhe von 8.9 Mio. Euro was einem Rückgang von 11 Prozent gegenüber dem Vorjahr entspricht. Somit sank die Umsatzrendite auf 5,0 Prozent nach 5,9 Prozent im Vorjahr. Das Ergebnis je Aktie ging von 3,59 auf 3,22 Euro zurück. Die

Eigenkapitalrendite sank auf 10,7 Prozent (12,8 Prozent) die Gesamtkapitalrendite gab ebenfalls von 8,3 Prozent im Vorjahr auf 5,8 Prozent, wobei diese Zahl negativ übertreibt, da die französischen Gesellschaften bereits in der Bilanz, nicht aber in der GuV berücksichtigt wurden.

5.2 Bilanz

Durch die Zukäufe in Frankreich und deren Erstkonsolidierung zum 31. Dezember 2008 erhöhte sich die Bilanzsumme um 36 Prozent auf 163.9 Mio. Euro, dabei stiegen vor allem die Immateriellen Vermögensgegenstände um das 10-fache, was kritisch zu bewerten ist, da mit über 90 Prozent der Großteil aus Goodwill besteht. Diese drastische Erhöhung des Goodwills kann sich vor allem im nächsten Jahr rächen, wenn die Cashflows der einzelnen Bereiche signifikant nachgeben werden. Dies würde das Ergebnis zusätzlich belasten, gleichwohl kein Geld aus dem Unternehmen fließen würde.

Jedoch ist diese Situation nicht derart besorgniss erregend wie sie scheint, da ein Großteil des ausgewiesenen Goodwills aus Bilanzierungsregeln entstanden ist, die mit der Kaufpreisallokation zusammenhängen. Innerhalb des nächsten Geschäftsjahres wird somit ein Großteil des neu hinzugekommenen Goodwills (ca. 8 Mio. von 9 Mio. Euro) abgebaut und in andere Vermögenswerte umgewandelt werden. Dies entschärft die Problematik gewaltig.

Die Eigenkapitalquote liegt mit 50,1 Prozent deutlich unter dem Vorjahreswert (62,0) stellt jedoch immernoch eine komfortable Kapitalstruktur dar. Diese Entwicklung liegt zum einen an den Zukäufen, welche vor allem die immateriellen Bilanzpositionen aufgebläht haben und zudem am Aktienrückkaufprogramm unter welchen Aktien im Wert von fast 1 Mio. Euro zurückgekauft wurden. Insgesamt nahm das Eigenkapital um 8 Prozent zu, was die Abnahme der EKQ weiter relativiert.

Das Gearing verschlechterte sich von 18,72 auf 45,36 Prozent womit das Gearing nichtmehr im guten Bereich liegt, das Management hat aber bereits angekündigt, dass in den nächsten Jahren das Investitionsvolumen wieder auf bzw. unter das Niveau der letzten Jahre gesenkt wird und gegebenenfalls die Ausschüttungsquote gesenkt wird, da die finanzielle Stabilität oberste Priorität hat. Mit dem Gearing von 45 ist die finanzielle Stabilität in 2009 auf jedenfall garantiert.

Zudem ist auf der Passivseite eine starke Zunahme der Finanzverbindlichkeiten zu erkennen, welche zur Finanzierung der Investitionen in Frankreich

und Russland aufgenommen wurden. Hierbei handelt es sich um klassische Bankkredite welche zu einem vernünftigen Zinssatz von 4,2 Prozent aufgenommen werden konnten. Insgesamt stiegen die verzinslichten Verbindlichkeiten von 18,5 auf 41,3 Mio. Euro.

Durch den 4-Schicht-Betrieb im ersten Halbjahr und der sich sehr schnell eintrübenden Wirtschaft haben sich die Vorratsbestände des Unternehmens um 37 Prozent erhöht, ein ähnliches Bild bietet sich bei den Forderungen welche um 46 Prozent anstiegen, was natürlich auch auf die Erstkonsolidierung der Französischen Händler zurückzuführen ist. Da diese noch nicht in der GuV berücksichtigt sind, stellen sich die Anstiege übertrieben dar. Bereingt man die GuV so wäre der Umsatz um 30 Prozent gestiegen, somit erkennt man auch den Anstieg der Vorräte und Forderungen als nicht so dramatisch. Unter Ausschluss der Aquisitionen stieg der Vorrat lediglich um 3.3 Mio. Euro was vertretbar ist. Dennoch ist in 2009 mit einem deutlichen Umsatzrückgang zu rechnen, wodurch weiterhin viel Geld in den Vorräten gebunden sein wird. Bei der Forderungsstruktur hat das Unternehmen überraschenderweise eine Verbesserung im Gegensatz zum Vorjahr verbucht, so sind sowohl absolut als auch relativ weniger Forderungen im kritischen Überfälligen Bereich von 180 Tagen oder mehr.

Die Liquidität 1. Grades lag mit 9,7 im grünen Bereich, dagegen fiel die Liquidität 2. Grades mit 139 schon fast zuhoch aus und die Liquidität 3. Grades schließlich mit 264 deutlich über dem Zielwert von 150. Die Anstiege sind vor dem Hintergrund der Kaufzurückhaltung der Händler nicht überraschend und das Unternehmen reagierte bereits mit Kurzarbeit auf die Nachfrageveränderung.

Die Debitoren- und Kreditorenlaufzeiten machen dieses Jahr, aufgrund der bereits angesprochenen Problematik der Erstkonsolidierung keinen Sinn.

5.3 Cashflow

Wie im letzten Jahr belastete auch in diesem der Aufbau an Vorräten den operativen Cashflow. Zudem wurden deutlich mehr Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen getilgt, was ebenfalls negativ auf den Cashflow einwirkt. Untrem strich flossen 8,4 Mio. Euro in das Unternehmen nach 11,4 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum.

Der Cashflow aus der Investitionstätigkeit stieg durch die Zukäufe in Frankreich deutlich um über 100 Prozent an, insgesamt verwendete das Unternehmen 23,8 Mio. Euro gegenüber 11,0 Mio. Euro in 2007. Für das nächste Jahr ist wieder mit einem deutlich positiven Freecashflow zu rechnen, da das Unternehmen keine größeren Investitionen in naher Zukunft plant.

Finanziert wurden diese Ausgaben durch Aufnahme von 21,6 Mio. Euro an Krediten, zudem wurden Aktien im Wert von 0,9 Mio. Euro zurückgekauft und Dividenden im Wert von 4,4 Mio. Euro ausgezahlt, was ungefähr dem Vorjahresniveau entspricht.

Unter Strich beläuft sich der Mittelabfluss auf 0,3 Mio. Euro was vor allem auf die hohen Kreditaufnahmen zurückzuführen ist. Dem Unternehmen stehen damit weiterhin 3,6 Mio. Euro an flüssigen Mitteln zur Verfügung. Damit befindet sich auch die Liquidität 1. Grades, wie bereits angesprochen, im grünen Bereich.

Im nächsten Jahr ist mit einer deutlichen Erhöhung des Freecashflows zu rechnen, da zum einen der operative Cashflow vom Abbau der Vorräte profitieren wird, sowie der Cashflow aus Investitionstätigkeit mit einem Wert von 5-6 Mio. Euro sehr gering ausfallen wird. Daher ist auch mit einer schnellen Erholung des Gearingswertes zu rechnen, was im Endeffekt auch dem Cashflow zugute kommt.

6 Die Aktien und ihre Bewertung

Im folgenden werden die verschiedenen Bewertungsmaßstäbe der Aktie dargestellt und erläutert sowie die Berechnung des Fair Values dargelegt.

6.1 KGV

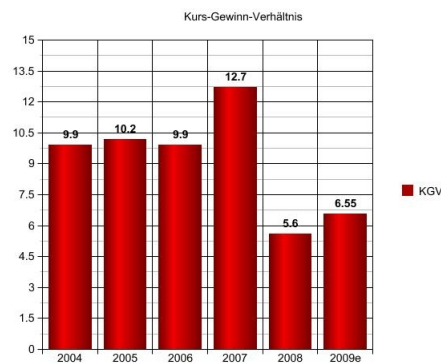


Abbildung 15: Kurs-Gewinn-Verhältnis Entwicklung

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist deutlich zurückgekommen. Da allerdings die Aussichten für 2009 sowie 2010 äußerst ungewiss sind, kann sich dieses auch schnell wieder erhöhen. Ein faires KGV sehe ich zur Zeit im Bereich von 10 bis 11 an. Durch die veränderte Gewinnprognose hat sich das erwartete KGV auf 13 erhöht. In den nächsten beiden Jahren sollte sich dieser Wert aber wieder ins einstellige bewegen.

6.2 KBV

Abbildung 16 zeigt, dass auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis ein neuen Tiefpunkt markiert, da ein Verlustjahr in naher Zukunft nicht zu erwarten ist und das Unternehmen angekündigt hat, gegebenenfalls die Ausschüttungsquote zu verringern, ist damit zu rechnen, dass der Buchwert in den nächsten Jahren weiter wächst. Aufgrund der schwachen Eigenkapitalrendite ist ein faires KBV von 1 bis 1,1 angebracht.

6.3 KUV

Das historisch niedrige KUV vollzieht den gleichen Trend wie KBV und KGV. Aufgrund des Zukaufes sowie einer soliden Marktposition, ist ein KUV

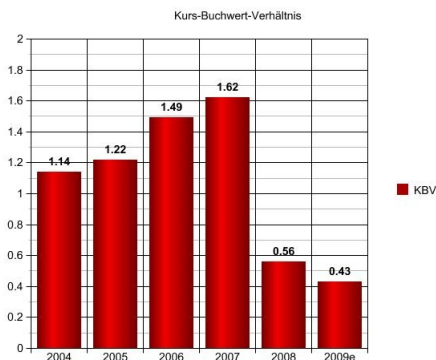


Abbildung 16: Kurs-Buchwert-Verhältnis Entwicklung

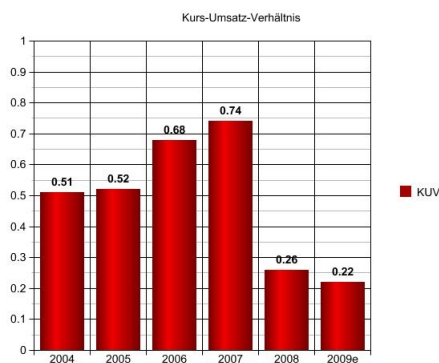


Abbildung 17: Kurs-Umsatz-Verhältnis Entwicklung

über 0,6 jedoch sicherlich gerechtfertigt. Auch hier kann sich das geschätzte KUV in diesem Jahr noch stark erhöhen, da der Umsatz stärker als erwartet einberechnen kann.

6.4 Fair Value

Durch den erwarteten Gewinn je Aktie (siehe 7.2) sowie die beizulegenden Fair Values, welche sich wiederum aus Marktposition, Bilanz, Ertragslage, Liquiditätsstärke und Zukunftsaussichten errechnen, ergibt sich für mich ein Fair Value von 19,25 Euro für das Jahr 2009. Dabei ist ein Unsicherheitsfaktor bereits eingerechnet, welcher einem Umsatzrückgang von 10 Prozent über den Erwarteten impliziert. Dies ergibt eine 75 prozentige Unterbewertung des Unternehmens.

Für das Jahr 2010 ist es aufgrund der wirtschaftlichen Lage nicht möglich einen Fair Value oder gar vertretbare Prognosen abzugeben, ich rechne mit einem stagnierenden bis leicht rückläufigem Ergebnis, womit sich der Fair

Value tendenziell leicht sinken wird.

7 Ausblick

7.1 Umsatztrend

Die Umsätze wuchsen zwar in allen Bereichen im Gegensatz zum Vorjahr, jedoch erwiesen sich die Umsatztrends als äußerst negativ. Jediglich die Umsätze in Deutschland wiesen eine leicht steigende Tendenz an, Westeuropa gab binnen des Jahres leicht nach, zeigte sich jedoch ebenfalls konstant auf einem niedrigen Niveau. Daran erkennt man, dass die Krise in Westeuropa, inklusive Deutschland noch nicht beim Endverbraucher angekommen ist, was eine deutliche Verschlimmerung der Situation sehr wahrscheinlich macht. In Osteuropa begann das Unternehmen mit einem sehr starken Wachstum von fast 40 Prozent, welches dann, annualisiert, bis auf 16 Prozent nachlief. Dies sind ansich noch gute Zahlen, jedoch zeigt der Trend steil bergab.

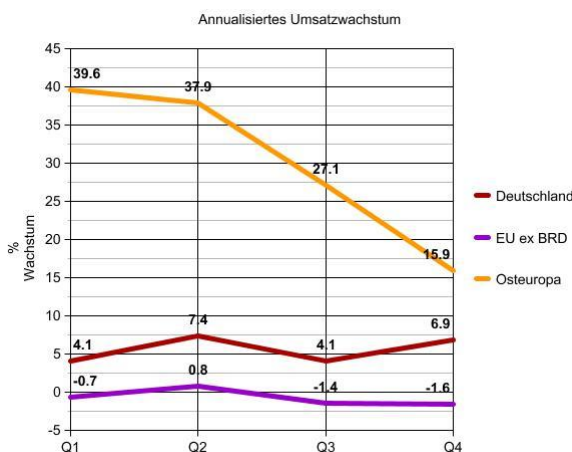


Abbildung 18: Annualisiertes Umsatzwachstum

Im Geschäftsjahr 2009 ist mit einer Verschlechterung in allen Bereichen zu rechnen. In Westeuropa hauptsächlich aufgrund des Durchschlagens der Konjunktur auf die Endverbraucher, welches mit steigenden Arbeitslosenzahlen und einer möglichen deflationärenphase einhergeht. Dazu wird in Osteuropa neben der sowieso schon stark nachlassenden Konjunktur auch die nachteiligen Wechselkurse zu einem Nachfragerückgang führen.

Die konkreten Zahlen werden in folgendem Teil genauer aufgeführt.

7.2 Prognose

(TEURO)	2009E	2008	DELTA
Umsatzerlöse	180.441	176.216	+ 2,4 %
Bestandver.	765	4.052	
Gesamtleistung	181.205	180.268	+ 0,5 %
Materialaufwand	99.910	99.259	
Rohhertrag	81.295	81.734	- 0,5 %
Personalaufwand	37.618	36.178	
Abschreibungen	8.611	8.215	
sonst. betr. Aufw.	28.404	23.838	
Operatives Ergebnis (EBIT)	6.662	13.501	- 50,6 %
Zinsertrag	410	680	
Zinsaufwand	2.231	1.327	
Finanzergebnis	- 1.821	- 645	
Ergebnis vor Steuern	4.841	12.855	- 62,3 %
Steuern	1.500	3.930	
Minderheitsanteile	609	0	
Jahresüberschuss	2.732	8.924	- 69,3 %
Ergebnis je Aktie	0,98	3,22	- 69,3 %

7.3 Fazit

Das Unternehmen steht weiterhin gut kapitalisiert und mit einer gefestigten Marktposition da, jedoch sind die Risiken, welche vorallem der osteuropäische Markt darstellen, nicht von der Hand zu weisen. Daher können die Geschäftsjahre 2009 und 2010 die Prognose noch deutlich unterschreiten. Ich gehe davon aus, dass erst mit dem Halbjahresbericht das ganze Ausmaß des wirtschaftlichen Abschwungs für A.S. Creation abzusehen ist. Dies relativiert die Bewertung der Aktie, was eine Einstieg zur Zeit nicht nahelegt. Angesichts der gesamtwirtschaftlichen Risiken einerseits und der außerordentlichen Stellung des Unternehmens andererseits lohnt sich die genaue Coverage weiterhin und sollte das 'worst-case' Szenario nicht eintreten, besteht die Chance die Aktie in einem Zeitraum zwischen 6 und 18 Monaten auf einem historisch äußerst günstigem Niveau zu kaufen.