

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **23,00 Euro**

**Kurspotenzial:** **+35 Prozent**

Aktiendaten	
KURS (Schlusskurs Vortag)	17,00 EURO (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,76
Marktkap. (in Mio. Euro)	46,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	49,8
Ticker	ACWN
ISIN	DE000A1TNNNS

Kursperformance	
52 Wochen-Hoch (in Euro)	30,20
52 Wochen-Tief (in Euro)	13,00
3 M relativ zum CDAX	+9,5%
6 M relativ zum CDAX	+5,5%



Aktionärsstruktur	
Streubesitz	23,6%
Franz Jürgen Schneider	38,4%
Lins Wallpaper	16,3%
Karin Schneider	10,9%
Lazard Frères Gestion SAS	5,5%
Quaero Capital S.A.	5,4%

Termine	
Q1 Bericht	17. Mai 2022
HV	17. Mai 2022

Prognoseanpassung			
	2022e	2023e	2024e
Umsatz (alt)	139,9	148,6	155,6
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	0,9	3,9	8,1
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,11	0,75	1,81
Δ in %	-	-	-

**Analyst**  
 Henrik Markmann, CEFA  
 +49 40 41111 37 84  
 h.markmann@montega.de

**Publikation**  
 Erststudie 10. Mai 2022

## Zeit für einen Tapetenwechsel im Depot

A.S. Création ist ein in Europa führender Hersteller von Tapeten mit ergänzendem Handelsgeschäft von Dekorationsstoffen. Im Kerngeschäftsfeld Tapeten (>90% vom Umsatz) hat sich das Unternehmen mit Eigenmarken (u.a. „A.S. Création“, „livingwalls“) und Lizenzmarken (u.a. „Versace“, „Karl Lagerfeld“) als einer der technologisch führenden Hersteller mit hoher Innovationskompetenz hinsichtlich Design, Vertrieb und auch Produktion etabliert.

Der Erfolg dieser Differenzierungsmerkmale spiegelt sich in der Entwicklung des Marktanteils in Deutschland wider. Diesen konnte **A.S. Création seit 2018 von 34% sukzessive auf nunmehr fast 38% ausbauen**. Dabei scheint sich mit Blick auf den für das Unternehmen relevanten Markt (primär Europa) das Bild nach einer jahrelang rückläufigen Entwicklung (CAGR 2011-2020: -3,4%) nun wieder aufzuhellen (CAGR 2018-2020: +2,3%). Für weiteren Rückenwind dürfte die **zunehmende Rückbesinnung auf ein wohnliches Zuhause (sog. Cocooning)** sorgen. Damit einhergehend soll der europäische Markt für Wandverkleidungen bis 2026 um durchschnittlich 4,3% p.a. wachsen.

Allerdings werden die guten Perspektiven für A.S. Création aktuell durch den Krieg in der Ukraine eingetrübt. Die Nachfrage in Osteuropa (Umsatzanteil 14%) könnte temporär **deutlich negativ beeinflusst werden**. Zudem rechnen wir mit einer schwächeren Bruttomarge, da die **gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise die Profitabilität belasten**. Inwiefern die Auswirkungen durch den Krieg auch das sonstige EU-Geschäft durch z.B. sinkende Konsumausgaben beeinflussen, ist noch unklar. Wir gehen derzeit von einem **Übergangsjahr 2022** aus und rechnen ab 2023 mit einer Rückkehr auf den Wachstumspfad.

In den nächsten Jahren sprechen für uns dann vor allem eine **verbesserte Konsumlaune** sowie ein **positives Umfeld für Immobilieninvestitionen** (inkl. Renovierungsarbeiten) für Wachstum im Tapetenmarkt. Da sich A.S. Création u.E. vor allem durch ein **vielfältiges Produktspektrum** sowie **innovative und adressatengerechte Vertriebsaktivitäten** auszeichnet, sollte es dem Unternehmen gelingen, die jüngst umgesetzten bzw. angekündigten Preiserhöhungen nachhaltig zu verteidigen.

Um das Wachstum auch mittel- und langfristig auf hohem Niveau zu halten, forciert A.S. Création **diverse Investitionen** mit einem Gesamtvolumen von knapp 45 Mio. Euro (u.a. **Modernisierung und Digitalisierung der Produktion, Prozessoptimierung, Kapazitätsausweitung**). Darüber hinaus erwarten wir durch die Maßnahmen deutliche Effizienzgewinne, sodass sich das **Margenniveau in Richtung einer EBIT-Marge i.H.v. 7,0%** verbessern sollte (2021: 3,9%). Durch das profitable Wachstum dürfte ab 2023 auch der operative Cashflow wieder zulegen, sodass u.E. die starke Innenfinanzierungskraft zur Bewältigung des Großteils der Investitionsphase ausreicht.

**Fazit:** A.S. Création ist u.E. solide durch die Corona-Krise gekommen, hat sinnvolle Investitionen angestoßen und dürfte nach den Turbulenzen durch den Krieg in der Ukraine wieder profitabel wachsen. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 23,00 Euro empfehlen wir die A.S. Création-Aktie für langfristig orientierte Investoren zum Kauf, verweisen aber auf die geringe Visibilität für die nächsten Quartale und einen u.U. belasteten Newsflow.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	144,9	145,6	139,9	148,6	155,6
Veränderung yoy	2,6%	0,5%	-3,9%	6,2%	4,7%
EBITDA	9,9	11,4	6,5	10,0	14,6
EBIT	4,4	5,7	0,9	3,9	8,1
Jahresüberschuss	1,5	3,9	0,3	2,1	5,0
Rohrertragsmarge	52,8%	49,7%	47,4%	48,9%	50,7%
EBITDA-Marge	6,9%	7,8%	4,7%	6,7%	9,4%
EBIT-Marge	3,1%	3,9%	0,7%	2,6%	5,2%
Net Debt	4,3	2,9	7,5	9,8	9,8
Net Debt/EBITDA	0,4	0,3	1,2	1,0	0,7
ROCE	5,2%	6,8%	1,1%	4,4%	8,7%
EPS	0,53	1,40	0,11	0,75	1,81
FCF je Aktie	1,19	1,10	-0,53	-0,50	0,67
Dividende	0,90	0,90	0,06	0,38	0,91
Dividendenrendite	5,3%	5,3%	0,4%	2,2%	5,4%
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,0	4,4	7,6	5,0	3,4
EV/EBIT	11,2	8,7	53,8	12,7	6,2
KGV	32,1	12,1	154,5	22,7	9,4
KBV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 17,00

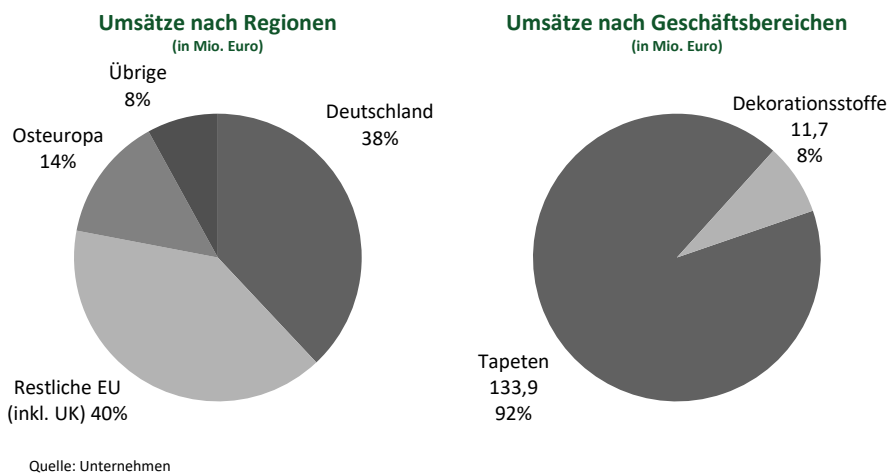
## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Moderat wachsender Markt dank struktureller Wohntrends	3
Konzentrierte Wettbewerbsstrukturen und anhaltender Konsolidierungsdruck	5
Rückkehr auf den Wachstumspfad sollte sich manifestieren	8
Durchschnittliches Umsatzwachstum von 2,6% p.a. zu erwarten	9
Sukzessive Verbesserung der EBIT-Marge auf über 6% visibel	11
Strategieumsetzung durch vielfältige Investitionen geprägt	14
Bilanziell gut gerüstet für avisierte Wachstumsinvestitionen	16
Sentiment kurzfristig durch Auswirkungen des Ukraine-Kriegs eingetrübt	17
DCF-Modell deutet auf attraktives Upside von > 30% hin	17
Fazit: Starke Marktposition und attraktive Bewertung	18
<b>SWOT</b>	<b>19</b>
Stärken	19
Schwächen	19
Chancen	20
Risiken	20
<b>Bewertung</b>	<b>21</b>
DCF-Modell	21
Peergroup-Analyse	23
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>26</b>
Wesentliche Erseignisse der Unternehmenshistorie	27
Segmentbetrachtung	27
Märkte	29
Management	30
Aktionärsstruktur	31
<b>Anhang</b>	<b>32</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>36</b>

## INVESTMENT CASE

Die 1974 gegründete A.S. Création Tapeten AG ist ein in Europa führender Anbieter von Tapeten, Bordüren und Dekorationsstoffen wie Kissen und Vorhänge. Im Geschäftsfeld Tapeten (92% vom Umsatz), wo A.S. Création dank verschiedener Markenauftritte eine hohe Produktvielfalt von klassischen über moderne bis hin zu individuellen Anwendungslösungen aufweist, verfügt das Unternehmen über eine besonders hohe Expertise. Mit einem Marktanteil von etwa 38% hat das Unternehmen im Kernmarkt Deutschland die Marktführerschaft inne. Darüber hinaus zählt A.S. Création auch in anderen europäischen Märkten wie Frankreich oder UK zu den wichtigsten Akteuren.

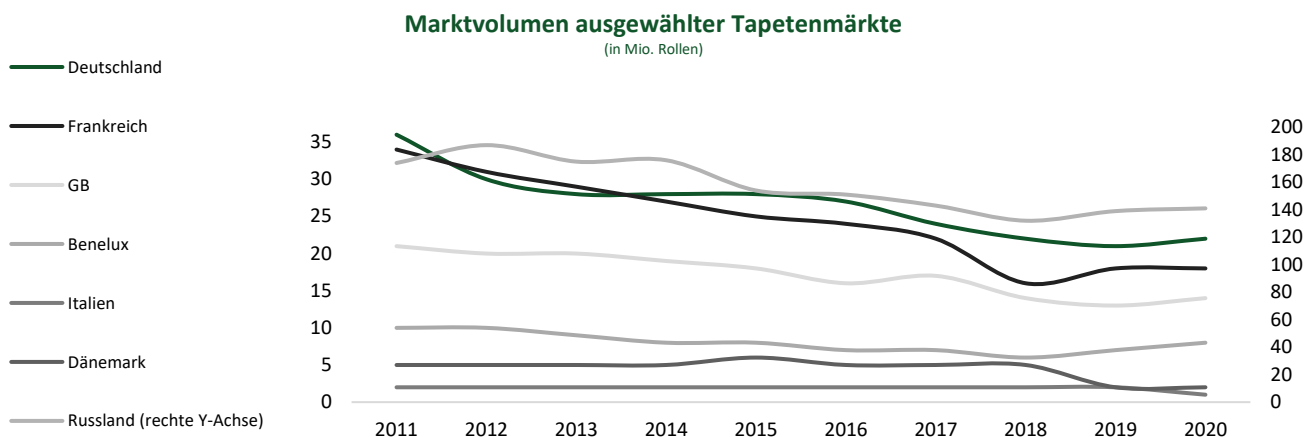
Mit einem Anteil am Gesamtumsatz von 38% bzw. 55 Mio. Euro ist Deutschland entsprechend der mit Abstand größte Einzelmarkt. Weitere 40% bzw. 58 Mio. Euro entfallen auf die restliche EU (inkl. UK). Osteuropa ist mit 14% bzw. 20 Mio. Euro vertreten. Mittel- bis langfristig halten wir einen leicht steigenden Anteil der Region Osteuropa für realistisch. Hinsichtlich der Segmentverteilung dürfte die deutliche Dominanz des Bereichs „Tapeten“ bestehen bleiben.



### Moderat wachsender Markt dank struktureller Wohntrends

Mit der strategischen Ausrichtung auf Tapeten und Dekorationsstoffe trifft A.S. Création angesichts der zunehmenden Rückbesinnung auf ein wohnliches Zuhause (sog. Cocooning, Hygge, Heimeligkeit) den Nerv der Zeit, was zuletzt mit einer vermehrten Nachfrage nach Heimprodukten und Wohntextilien einherging. Infolge gestiegener Konsumausgaben wuchs in den für A.S. Création relevanten Tapetenmärkten auch das Volumen nach einer jahrelang rückläufigen Entwicklung (CAGR 2011-2020: -3,4%) in den letzten drei Jahren wieder leicht auf ein Gesamtvolumen von knapp 206 Mio. Rollen (CAGR 2018-2020: +2,3%).

Bei genauerer Betrachtung der einzelnen Märkte ist festzuhalten, dass neben Deutschland auch weitere wichtige Absatzmärkte von A.S. Création zuletzt wieder positive Wachstumsraten aufwiesen. So stieg das Marktvolumen in 2020 beispielsweise in Deutschland um +4,8% yoy, in UK um +7,7% yoy, in Russland um +1,4% yoy und in den Benelux-Ländern um +14,3% yoy.



Quelle: IGI Wallcovering Sales Statistics

Da der Tapetenmarkt als sehr reifer Markt gilt und in den letzten Jahren auch eher rückläufige Volumina verzeichnete, werten wir die nun sichtbaren Wachstumsraten im niedrigen einstelligen Prozentbereich als sehr positives Zeichen einer Rückkehr zu einem gesunden Marktumfeld. Zudem sprechen eine Vielzahl übergeordneter Treiber für eine intakte Nachfrage und weiter moderat steigende Absatzzahlen. Dies wird nicht zuletzt auch durch die Prognose für den europäischen Wandverkleidungs-Markt des Research-Instituts Mordor Intelligence bestätigt (CAGR 2021-2026e: +4,3%). Für uns bilden vor allem die folgenden Aspekte die Basis für weiteres Umsatzwachstum im Hauptmarkt Deutschland:

- **Wirtschaftswachstum erhöht Konsumlaune:** Als zyklischer Wert der Konsumgüterindustrie korreliert die Unternehmensentwicklung von A.S. Création stark mit dem allgemeinen Wohlstandsniveau der Gesellschaft und der Konsumbereitschaft der privaten Haushalte. Beide Faktoren haben sich trotz der Corona-Pandemie zuletzt spürbar verbessert. So stieg zum einen das BIP in Q1/22 um +3,7% yoy und belegt damit eine sukzessiv einsetzende Erholung der Wirtschaft (Q2/21: +9,8% yoy; Q1/21: -2,9% yoy), deren weiteres Wachstum durch die derzeitigen Verwerfungen in den Beschaffungsmärkten jedoch etwas gebremst wird. Zum anderen erhöhte sich zuletzt auch die Sparquote der privaten Haushalte deutlich (2020: 16,2% des Nettoeinkommens vs. Ø 2013-2019: 10,1%) auf eine Sparsumme von insgesamt rund 331 Mrd. Euro, was die Konsumlaune perspektivisch beflügeln sollte. In Anbetracht einer nach wie vor vergleichsweise geringen Arbeitslosenquote (2021: 5,7% vs. 5,9% in 2020) und einer hohen Auslastung in der Wirtschaft (BIP Wachstumsprognose gem. DIW 2022: +3,0%; Stand: 03/22) dürfte die Konsumnachfrage steigen.
- **Positives Marktumfeld für Immobilieninvestitionen:** Durch die erhöhte Konsumlaune in Kombination mit einer baufreundlichen Makroumgebung (u.a. niedrige Zinsraten, Subventionen) wurden auch die privaten Immobilieninvestitionen umfassend stimuliert, sodass die deutsche Bauwirtschaft eine gewisse Sonderkonjunktur verzeichnet (Umsatz Bauhauptgewerbe 2020: +6,0% yoy). So konnte die gesamte Branche bislang Rekordwerte bei Umsatz und Aufträgen vorlegen, wobei weiteres Wachstum derzeit durch die Herausforderungen im Materialbezug und die limitierte Verfügbarkeit von Handwerkern beschränkt wird. In Anbetracht von Faktoren wie einem Bauüberhang und Wohnungsnot dürfte die Neubauaktivität in den kommenden Jahren jedoch weiter hoch bleiben. Darüber hinaus existiert eine steile Altersstruktur bei Bestandsimmobilien (knapp 80% der Wohnungen in Deutschland sind älter als 30 Jahre), sodass in Zukunft angesichts des natürlichen Sanierungszyklus ein hoher Renovierungsbedarf entsteht. Mit einem Anteil von rund 10% im Neubau und 90% in der Renovierung findet das Produktspektrum von A.S. Création in beiden Segmenten potenziell Anwendung, sodass steigende Immobilieninvestitionen mit einer positiven Umsatzentwicklung korrelieren dürften.

- **Verändertes Wohnverhalten:** Auch das Wohnverhalten der Deutschen hat sich im Zuge der Pandemie spürbar gewandelt. Die eigenen vier Wände haben als Ort der Rückbesinnung enorm an Bedeutung gewonnen, sodass es zu einer Umschichtung von Budgets zugunsten der Wohnung gekommen ist. Wenngleich ein relevanter Teil der Renovierungs- und Anschaffungswünsche u.E. im Corona-Peak (Lockdown in 2020) bereits umgesetzt wurde, gehen wir aufgrund der Persistenz des veränderten Wohnverhaltens dennoch davon aus, dass sich der Trend in abgeschwächter Form fortsetzen wird. Dies erwartet auch die Unternehmensberatung Accenture, die in einer aktuellen Studie sogar vom „Jahrzehnt des Zuhauses“ schreibt. Von diesem sogenannten Cocooning-Trend haben Produkte rund um das Haus und den Garten enorm profitiert. Darunter fallen auch Tapeten, Farben, Dekorationsartikel und Möbel, was sich in den zuletzt erhöhten Wachstumsraten von z.B. A.S. Création, HORNBAACH oder auch home24 widerspiegelt. Da die beschränkte Verfügbarkeit von Handwerkern die Umsetzung einiger Projekte jedoch bremst, profitieren insgesamt solche Produktgruppen überproportional, deren Ausführung durch den Verbraucher selbst erfolgen kann (bspw. Tapeten).
- **Neue Designtrends und Baustile:** Potenzieller Gegenwind ergibt sich vor allem aus der sich wandelnden architektonischen Gestaltung von Gebäuden hin zu offenen Wohnbereichen und großen Fensterflächen. Diese Entwicklung führt in der Tendenz zu geringeren tapezierbaren Wandflächen je Raum. Darüber hinaus haben sich in der jüngsten Vergangenheit weitere Trends der Wandgestaltung neben der klassischen Tapete etabliert. Darunter fallen beispielsweise die zunehmend populärer werdenden Anwendungen von Sichtbeton oder Wände aus Glattputz, die als Substitut zur klassischen Tapete anzusehen sind. Auch die zunehmende Beliebtheit von Akzentwänden statt der Gestaltung aller Raumwände könnte potenziell in einer rückläufigen Nachfrage nach Tapeten resultieren. Jedoch sollte an dieser Stelle hervorgehoben werden, dass Akzenttapeten aufgrund der Preisstrukturen grundsätzlich einen höheren Deckungsbeitrag erzielen. Insofern dürfte der Trend zu Akzentwänden u.E. nur im Fall eines massiven Volumenrückgangs einen negativen Ergebniseffekt zur Folge haben.

Grundsätzlich sprechen eine Vielzahl übergeordneter Wachstumstreiber für ein weiterhin positives Marktumfeld in Deutschland. Die zugrundeliegenden Faktoren bilden u.E. eine gesunde Basis, aus der sich für A.S. Création Wachstumschancen ergeben. Wenngleich sich die beschriebenen Treiber konkret auf den deutschen Markt beziehen, gehen wir insbesondere für die wichtigen westeuropäischen Länder (wie z.B. Frankreich, UK, Benelux) von ähnlichen Marktstrukturen aus. Allerdings rechnen wir angesichts der vergleichsweise hohen Abhängigkeit gegenüber zyklischen Modetrends und Architekturstilen sowie der spitzen Produktgruppe mittelfristig mit einer etwas abflachenden Nachfragedynamik.

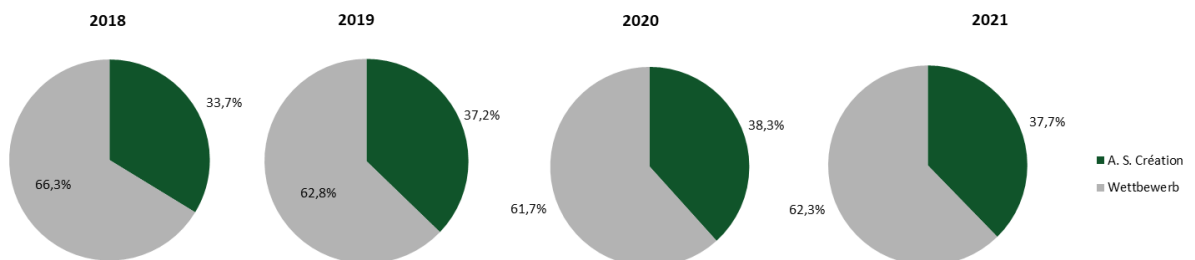
### Konzentrierte Wettbewerbsstrukturen und anhaltender Konsolidierungsdruck

Aufgrund der lediglich moderaten Wachstumsraten in Europa war das Marktumfeld in den vergangenen Dekaden von einer starken Konsolidierung geprägt. Bereits Ende der 1970er Jahre setzte eine Marktberäumung ein, die dazu führte, dass eine Reihe der damals aktiven Tapetenfabriken in Deutschland (36 Unternehmen) Insolvenz anmelden musste. Dieser Konsolidierungsdruck wurde im letzten Jahrzehnt noch einmal durch Überkapazitäten und einen daraus resultierenden Preisdruck verstärkt.

Als größte nationale Wettbewerber sind die traditionsreichen Tapetenhersteller Erismann & Cie., Rasch Tapeten und Marburger zu nennen. Auf europäischer Ebene sind Graham & Brown (UK), Grandeco (BE) sowie Kof Palitra/Aspect RU (RUS) zu berücksichtigen. Darüber hinaus existieren noch einige weitere Hersteller, die jedoch u.E. angesichts der geringeren Unternehmensgröße oder der Regionalität derzeit nicht zu den relevanten Wettbewerbern gehören.

Durch die hohe Marktkonzentration ist es essenziell, sich durch innovative Produktmerkmale (insbesondere Designs) sowie ein ergänzendes Leistungsspektrum rund um das Produkt Tapete abzugrenzen. A.S. Création verfügt über eine Reihe solcher unternehmensspezifischen Merkmale, sodass u.E. klare Differenzierungsmerkmale gegenüber den Wettbewerbern bestehen. Beispielsweise hebt sich A.S. Création durch die Fokussierung auf kreative und innovative Marketing- und Vertriebsansätze erfolgreich vom Wettbewerb ab und verzeichnet trotz des gesättigten Marktumfelds sukzessive Marktanteilsgewinne. Zuletzt beanspruchte das Unternehmen im Kernmarkt Deutschland mit knapp 38% die Marktführerschaft für sich. Auch in Frankreich zählt A.S. Création mit einem geschätzten Marktanteil von mehr als 25% zu den führenden Anbietern.

#### Implizierter Marktanteil von A.S. Création



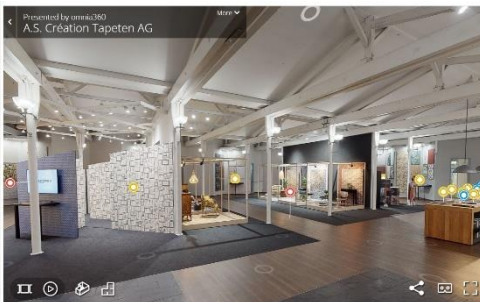
Quelle: VDT, Verband der Deutschen Tapetenindustrie

Auch künftig dürfte A.S. Création die Marktposition weiter ausbauen, was wir insbesondere auf folgende Aspekte zurückführen:

- Vielfältiges Produktspektrum dank hoher Innovationskompetenz:** Das Unternehmen hat sich mit den Eigenmarken (u.a. „A.S. Création“, „livingwalls“) und Lizenzmarken (u.a. „Versace“, „Karl Lagerfeld“) als einer der technologisch führenden Tapetenhersteller mit hoher Innovationskompetenz hinsichtlich Designs im Markt etabliert. Dank der unterschiedlichen Marktauftritte sowie des breiten Produktportfolios bedient das Unternehmen vielfältige Kundenbedürfnisse in diversen Preis- und Qualitätskategorien. So bietet A.S. Création auch aufwendige Fototapeten, 3D-Effekt-Tapeten sowie Tapeten mit großformatigen Designs an. Zudem umfasst das Angebotsportfolio auch Tapeten für verschiedene Anwendungsbereiche wie Küchen, wo die Tapete durch Beschichtungen gegen externe Einflüsse wie Wasser oder Dampf resistenter gemacht wird. Alle von A.S. Création in Deutschland produzierten Tapeten tragen das FSC-Kennzeichen und halten strenge Grenzwerte für Innenraumemissionen ein. Darüber hinaus werden auch Tapeten, die frei von PVC und Weichmachern sind, unter dem Label „d’eco“ angeboten.
- Skalierbarkeit der Produktion:** Die hohe Flexibilität in der Produktion ermöglicht es, unterschiedliche Strategien in den einzelnen geografischen Regionen umzusetzen. Neben länderspezifischen Charakteristiken hinsichtlich Materialart (bspw. Vliestapete in Deutschland beliebt) oder Muster (bspw. Goldakzente in Osteuropa beliebt) kann die Produktion dabei ohne spürbare Leerlaufzeiten an ein variierendes Nachfrageverhalten angepasst werden. Wir sehen hierin ein wesentliches Differenzierungsmerkmal gegenüber (kleineren) Wettbewerbern, da A.S. Création durch diese Flexibilität umfassende Synergie- und Skaleneffekte und somit Kostenvorteile realisieren kann.

- **Breite Wertschöpfungskette mittels ganzheitlichem Produktansatz:** Ein weiteres Argument für die ausgeprägte Wettbewerbsstärke von A.S. Création ist u.E. der ganzheitliche Produktansatz. So stellt neben der Entwicklung, dem Design und der Produktion insbesondere die Vertriebsstrategie einen wesentlichen USP dar. Wir erachten dies als besonders wichtig, da das Produkt „Tapete“ – zumindest für den Laien – relativ wenige Differenzierungsmerkmale aufweist und daher nicht alleine über den Preis, sondern vielmehr über das Design, die Anwendungsmerkmale und das Marketingkonzept verkauft wird. Hier verfügt A.S. Création im direkten Wettbewerbsvergleich über ein stärkeres Marketing, das u.a. mittels innovativer Anwendungen die Produktpalette am PoS ansprechend präsentiert und die Conversion durch ein umfangreiches Konzept über alle Kanäle hinweg spürbar erhöht. Dazu gehören neben klassischen Werbematerialien im Verkaufsbereich (bspw. Aufsteller, Prospekte) auch TV-Werbespots, Out-of-Home-Marketing und ein zeitgemäßer Social-Media-Auftritt. Mit der Umsetzung internationaler Design-Konzepte wie „Metropolitan Stories“, „Bude 2.0“ oder „My home my Spa“ hat A.S. Création bereits erfolgreich die Stärke der Marketingkonzepte unter Beweis gestellt. Das ausgeprägte Know-how hinsichtlich innovativer Marktauftritte spiegelt sich zudem in einer ansprechenden Produktplatzierung im Online-Showroom, verbraucherorientierten Prozessen in der Produktauswahl (u.a. Produktvisualisierung mittels AR-Feature) und moderner Online-Anwendungen wie dem Styleguide wider. Insofern wird die Customer Journey durch passende Tools deutlich vereinfacht, was letztlich die Conversion erhöht und die Kundenbindung stärkt.

#### Virtueller Online-Showroom und Produktvisualisierung mittels AR-Tool



Quelle: Unternehmen

- **Starke Kundentreue durch ausgeprägte Serviceorientierung:** Doch nicht nur das umfangreiche Leistungsspektrum um das Kernprodukt herum schafft spürbaren Mehrwert. Auch eine hohe Liefertreue und der kundenorientierte Service sind weitere wichtige Differenzierungsmerkmale von A.S. Création. Dank des effizienten Logistiknetzwerks ist eine breite Marktabdeckung möglich, sodass das Unternehmen schon mehrfach offiziell für die hohe Servicequalität ausgezeichnet wurde. Darüber hinaus begünstigt das Listing an zahlreichen Verkaufsstellen einen zielgerichteten Verbraucherzugang mit vielfältigen potenziellen Anknüpfungspunkten für die Customer Journey. Insgesamt verfügt A.S. Création über eine breit diversifizierte Kundenbasis sowohl im stationären Bereich als auch im Online-Handel (u.a. home24, Westwing), sodass u.E. kein Klumpenrisiko besteht.

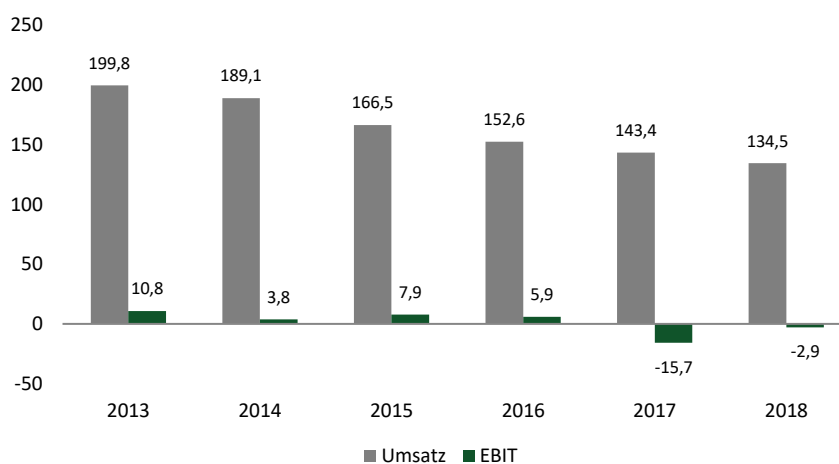
Trotz der genannten Wettbewerbsqualitäten von A.S. Création existieren u.E. mit Blick auf die konzentrierten Marktstrukturen und den damit verbundenen Preisdruck durchaus auch Herausforderungen für das geplante Wachstum. Zudem resultiert die grundsätzlich fehlende Markentreue der Verbraucher im Home-Living-Bereich in einem hohen Innovationsdruck hinsichtlich der Produktgestaltung und des Marktauftritts.

Insgesamt überwiegen jedoch u.E. die genannten Wettbewerbsvorteile, sodass wir von einem Ausbau der Marktposition insbesondere in den bestehenden Auslandsmärkten ausgehen. Die mit der Wachstumsstrategie einhergehende Optimierung des Produktportfolios sowie Stärkung der Produktionseffizienz wird die Skalierbarkeit weiter stützen, sodass nachhaltig eine im Branchenvergleich hohe Profitabilität erzielt werden dürfte. Nicht zuletzt sollten der zunehmende Anteil margenstarker Produkte und der Ausbau der Value-added-Dienstleistungen im Vertrieb diese Entwicklung zusätzlich begünstigen.

### Rückkehr auf den Wachstumspfad sollte sich manifestieren

Aufgrund von Überkapazitäten (u.a. Insolvenzen von Praktiker und Max Bahr oder der Markteintritt neuer Wettbewerber in Osteuropa) und eines daraus resultierenden massiven Wettbewerbsdrucks reduzierte sich der Umsatz von A.S. Création innerhalb von fünf Jahren um knapp 33% auf rund 135 Mio. Euro im Jahr 2018. Darüber hinaus verstärkten eine Sortimentsbereinigung und eine geringere Anzahl an großvolumigen Lizenzkunden (u.a. Wegfall Esprit, Schöner Wohnen) diesen negativen Effekt. So musste das Unternehmen angesichts der nicht ausgelasteten Produktionskapazitäten und des intensiven Preiswettbewerbs auf Ergebnisebene spürbare Verluste hinnehmen, die sich auch auf der Passivseite niederschlugen (Gewinnrücklagen 2013: 73,2 Mio. Euro vs. 2019: 44,2 Mio. Euro). Wesentlicher Grund für den massiven Gewinn einbruch in 2017 war eine Kartellstrafe für preisliche Absprachen i.H.v. 13,9 Mio. Euro.

**Umsatz- und Ergebnisentwicklung**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Im Jahr 2019 schien sich das Gesamtbild spürbar aufzuhellen. A.S. Création wies erstmals nach sechs Jahren mit +5,0% yoy wieder ein positives Umsatzwachstum aus. Dieser Trend setzte sich – auch getrieben durch Pandemie-bedingte Cocooning-Effekte – bis zuletzt fort. Neben den Corona-Effekten führen wir die erfreuliche Entwicklung jedoch auch auf diverse intern umgesetzte Maßnahmen zurück. So hat A.S. Création z.B. die Vertriebskanäle ausgebaut, die Marketingstrategie erweitert und das Sortiment optimiert.

Unterstützt durch diese Maßnahmen erzielte A.S. Création in 2020 trotz temporär geschlossener Verkaufsstellen einen Erlöszuwachs von 2,7% yoy auf 145,0 Mio. Euro. Deutlich überproportional wuchs das währungsbereinigte operative Ergebnis, welches mit 8,8 Mio. Euro sogar die nach oben korrigierte Prognose des Managements (EBIT in der Brandbreite zwischen 6,0 und 7,0 Mio. Euro) deutlich übertreffen konnte (Vj.: 3,4 Mio. Euro).



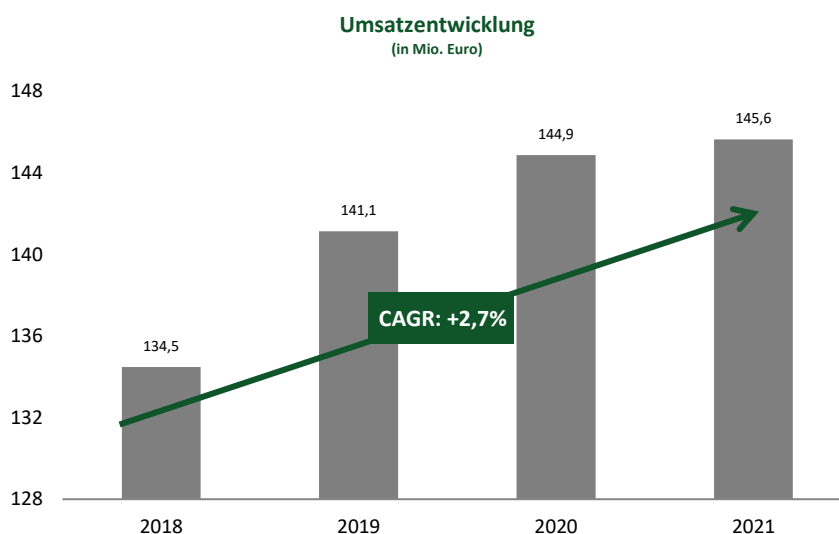
Auch die Profitabilität wurde im Jahresvergleich dank des erhöhten Umsatzniveaus und der stringenten Umsetzung von Kostensparmaßnahmen um 370 BP auf ein erfreuliches EBIT-Margenniveau von 6,1% gesteigert (Vj.: 2,4%). Die Ergebnisqualität des Unternehmens ist u.E. mit einem starken operativen Cashflow von 7,0 Mio. Euro hoch (Vj.: -2,1 Mio. Euro). Mit der Rückkehr auf den Wachstumspfad nahm A.S. Création auch die Zahlung einer Dividende wieder auf, die infolge der rückläufigen operativen Entwicklung zuvor ausgesetzt worden war (Dividende 2020: 0,90 Euro; Ø Dividendenrendite 2011-2019: 3,0%).

Der Start in das Geschäftsjahr 2021 war durch die anhaltende Pandemie und damit verbundene Einschränkungen des öffentlichen Lebens gekennzeichnet. Trotz umfangreicher Lockdown-bedingter Schließungen relevanter Verkaufsstellen in Q1/21 erzielte A.S. Création im Gesamtjahr mit 145,6 Mio. Euro ein Umsatzniveau auf Vorjahresniveau (2020: 144,9 Mio. Euro; Guidance: 140 bis 147 Mio. Euro). Wenngleich bei regionaler Betrachtung der Absatz im Heimatmarkt besonders stark von den Verkaufsbeschränkungen betroffen und die Nachfrage dementsprechend rückläufig war (-12,1% yoy), ist die positive Entwicklung in den anderen europäischen Regionen u.E. hervorzuheben (EU ohne D: +2,3% yoy; Osteuropa: +19,1% yoy; übrige Länder: +26,8% yoy).

Aufgrund von Verwerfungen der Lieferketten, der massiven Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten sowie der explodierenden Energiepreise sind trotz des Topline-Wachstums auf Ergebnisebene (temporäre) Rückschläge sichtbar. Bereinigt um Fremdwährungseinflüsse erzielte das Unternehmen im FY 2021 ein EBIT von nur noch 4,3 Mio. Euro (Vj.: 8,8 Mio. Euro). Dies betraf vor allem erdölbasierte Rohstoffe wie Plastisole oder Weichmacher, welche nicht direkt durch Preiserhöhungen kompensiert werden konnten. Der Einbruch der Rohermarge spiegelt diese Entwicklung deutlich wider. So betrug diese in 2021 lediglich 49,5%, nachdem der Wert in 2020 noch bei 53,0% lag (Ø 2015-2019: 50,5%).

### Durchschnittliches Umsatzwachstum von 2,6% p.a. zu erwarten

In den vergangenen rund drei Jahren gelang es A.S. Création trotz besonderer Herausforderungen durch die Corona-Pandemie den mehrjährigen Umsatzrückgang zu stoppen. Für die nächsten Jahren sehen wir ein positives Bild, das aktuell allerdings vom herrschenden Krieg zwischen Russland und der Ukraine getrübt wird.



Quelle: Unternehmen, Montega

### Exkurs: Chancen und Risiken in Osteuropa

Eine besondere Rolle nimmt bei A.S. Création das schon seit Jahren vorhandene Exposure in Osteuropa (Belarus und Russland) ein. Ursprünglich begann A.S. Création im Jahr 2010 mit dem Aufbau einer Produktion in Russland, dem weltweit größten Markt für Tapeten. Diese Anlage wurde in einem 50:50 Joint Venture mit Kof Palitra, einem lokalen Tapetenhersteller und russischem Marktführer im Bereich Vinyltapeten, errichtet. Bedingt durch die Rezession in Russland war die Partnerschaft nach Anlaufschwierigkeiten im Jahr 2015 auf Ergebnisebene break-even und anschließend auch profitabel. Aufgrund des Wunsches von A.S. Création, eine eigene zu konsolidierende Tapetenfabrik im Konzern zu haben, trennte man sich aufgrund bilanzieller Schwierigkeiten in 2019 im Guten voneinander. A.S. Création konnte dadurch einen Einmalgewinn i.H.v. 8,5 Mio. Euro verbuchen.

Wenngleich dem osteuropäischen Raum nach wie vor das größte Marktpotenzial zugesprochen wird (Marktvolumen Russland 2020: 141 Mio. Rollen vs. Deutschland 22 Mio. Rollen), birgt die lokale Präsenz eine Reihe potenzieller Risiken (u.a. politische Instabilität, Währungsvolatilität). So hat die Ukraine-Krise ab 2014/2015 in Kombination mit dem Aufbau einer starken lokalen Tapetenindustrie zu einem Einbruch der Erlöse von A.S. Création in Osteuropa geführt (2021: 20,3 Mio. Euro vs. 35,0 Mio. Euro in 2012). Zuletzt erzielte das Unternehmen in Osteuropa rund 14% der Gesamtumsätze mit einer wieder leicht steigenden Nachfragetendenz (2020: 18,3 Mio. Euro).

Mit Blick auf die jüngste Vergangenheit, die stark durch den Ende Februar begonnenen Krieg zwischen Russland und der Ukraine geprägt ist, zeigt sich ein sehr durchwachsenes Bild. Einerseits ist aktuell unklar, inwieweit A.S. Création in den nächsten Monaten in Deutschland produzierte Tapeten nach Russland exportieren kann. Wie lange dies noch reibungslos funktioniert und ob westliche Produkte irgendwann ggf. sogar boykottiert werden, bleibt abzuwarten. Andererseits kann die lokale Produktion in Belarus weitestgehend uneingeschränkt weiterlaufen. Einziges Problem ist hierbei die Beschaffungsseite sowie Preissteigerungen für Rohstoffe und Energie, die in steigenden Produktkosten münden und dann negativ auf die Nachfrage wirken könnten. Für das laufende Jahr gehen wir infolge der aktuell noch sehr geringen Visibilität daher nur von einem kleinen Export-Geschäft sowie reduziertem lokalen Absatz in Russland bzw. Osteuropa aus.

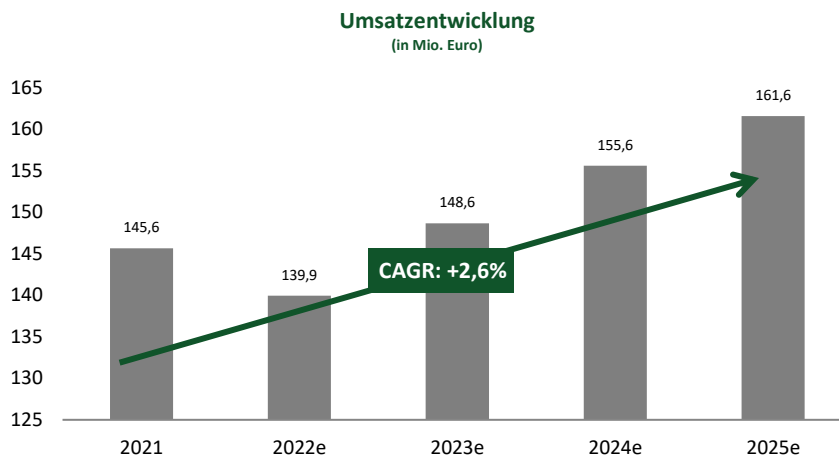
Für 2022 hatte der Vorstand auf Konzernebene im Rahmen der Budgetierung Ende 2021 eine Guidance ausgearbeitet, die ein Umsatzwachstum auf 148 bis 158 Mio. Euro (+1,6 bis +8,5% yoy) vorsah. Dafür zugrundeliegende Annahmen waren: 1) eine weitere Internationalisierung in Frankreich, 2) Stärkung des Vertriebs in Frankreich, 3) Vollausslastung in Belarus, 4) steigende Exporte nach Osteuropa und 5) der Ausbau des Online-Geschäfts. Da das Management aktuell für das laufende Jahr keine seriöse Prognose hinsichtlich der Auslastung in Belarus sowie der Exporte nach Osteuropa abgeben kann und auch die Auswirkungen des Kriegs auf das Konsumverhalten in Westeuropa noch unklar sind, hat das Unternehmen noch keine Jahresziele veröffentlicht.

Vor dem Hintergrund der aktuell noch undurchsichtigen Gesamtgemengelage gehen wir davon aus, dass A.S. Création in 2022 mehr Gegen- als Rückenwind erfahren wird und erwarten daher einen leichten Erlösrückgang um -2,9% yoy auf 141,2 Mio. Euro. Ab 2023 dürfte es dem Unternehmen jedoch gelingen, an den Wachstumstrend wieder anzuknüpfen. Die folgenden Treiber dürften maßgeblich zum weiteren Umsatzwachstum beitragen:

- **Preiserhöhungen:** Mitte 2021 setzte A.S. Création eine Preiserhöhung um rund 5% durch, die ab Q1/22 ihre volle Wirkung entfaltet. Darüber hinaus hat das Unternehmen eine weitere Preiserhöhung um ca. 8% ab Januar 2022 umgesetzt. Für Juni ist bereits die nächste Preiserhöhung in einer ähnlichen Dimension angekündigt. Als Grund der Preiserhöhungen, die in diesem Umfang und Zeitfenster eher ungewöhnlich hoch bzw. kurz hintereinander erfolgten, sind die deutlich gestiegenen Preise für u.a. Vlies, Papier, Vinyl und Pigmente sowie Energie zu nennen. Da es A.S. Création in der Vergangenheit gelang, den Großteil der angekündigten Preiserhöhungen auch durchzusetzen, gehen wir von einem spürbaren Effekt ab Q2/22 aus.

- **Sortimentspolitik:** Neben den Preiserhöhungen dürfte auch die Sortimentspolitik zum Umsatzwachstum beitragen. Ziel ist es, den Durchschnittspreis durch höherwertige Produkte zu steigern, um so das Wachstum anzukurbeln. Da A.S. Création hier bereits in den letzten Jahren schrittweise Anpassungen vorgenommen hat und dies u.E. auch weiterhin tun wird, rechnen wir mit stetigen Wachstumsimpulsen durch das optimierte Sortiment.
- **Vertrieboptimierung:** Die seit 2019 laufende Stärkung des Vertriebs sollte sich zunehmend bemerkbar machen. Konkret hat A.S. Création die Vertriebskanäle ausgebaut (u.a. durch die Neuaufstellung der Vertriebsorganisation in Frankreich) und die Marketingstrategie erweitert. Insbesondere die ansprechende Präsentation der Produktpalette am PoS, der Mix aus klassischen Werbematerialien (u.a. Aufsteller, Prospekte) und die Nutzung innovativeren Kommunikationskanälen (u.a. TV-Werbespots, Out-of-Home-Werbung, Social-Media) sowie die verbraucherorientierten Prozesse in der Produktauswahl (u.a. Produktvisualisierung mittels AR-Feature) dürften das Wachstum treiben.
- **Kapazitätsausbau:** Aufgrund der zuletzt hohen Nachfrage in Belarus ist die eigene Produktion inzwischen stark ausgelastet. Um weiter zu wachsen, strebt A.S. Création nun eine Verdopplung der dortigen Produktionskapazitäten an. Eigentlich hätte das Unternehmen im Jahr 2022 mit Investitionen in neue Anlagen begonnen. Allerdings hat das Management aufgrund der jüngsten Entwicklungen rund um den Krieg in der Ukraine die Kapazitätserweiterungen in Belarus gestoppt. Da der osteuropäische Markt für A.S. Création per se jedoch nach wie vor wichtig ist, handelt es sich hierbei lediglich um eine zeitliche Verschiebung von Investitionen, bis der Vorstand die Marktgegebenheiten besser beurteilen kann. Mit Wachstumsimpulse aus der Erweiterung dortiger Produktionskapazitäten rechnen wir ab 2024.

In den nächsten Jahren dürften die genannten Treiber dazu beitragen, die Erlöse von A.S. Création bis 2025 auf 161,6 Mio. Euro zu steigern (CAGR 2020-2025e: 2,6%). Die folgende Grafik zeigt die von uns prognostizierte Entwicklung:



Quelle: Unternehmen, Montega

### Sukzessive Verbesserung der EBIT-Marge auf über 6% visibel

Auf Ergebnisebene hatte das Management im laufenden Jahr eigentlich mit einer Verbesserung des operativen Ergebnisses auf 6,8 bis 8,0 Mio. Euro (Vj.: 4,3 Mio. Euro) gerechnet. Dieser Planung lagen per Ende 2021 die folgenden Annahmen zugrunde: 1) leicht steigende Rohstoff- und Energiepreise, 2) Erhöhung der durchschnittlichen Verkaufspreise, 3) Reduzierung der Ausschussquote/Prozessoptimierung, 4) leichter Rückgang der Personalaufwandsquote sowie 5) Verbesserung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zur Gesamtleistung.

In Folge des Ukraine-Kriegs sind nun jedoch die Rohstoff- und Energiepreise stark angestiegen. Die betrifft vor allem Rohstoffpreise für z.B. Vlies, Papier, Vinyl oder Pigmente sowie Energiekosten. Für A.S. Création ist der Materialaufwand die mit Abstand größte Aufwandsposition. In der Regel schwankt die Rohertragsmarge je nach aktueller Lage auf den Beschaffungsmärkten um rund 50% +/- 2%-Punkte. Da die im Vorjahr durchgesetzten bzw. angekündigten Preiserhöhungen u.E. nicht ausreichen werden, um das Margenniveau aus 2021 zu halten, erwarten wir einen Rückgang der Bruttomarge auf 47,4% (Vj.: 49,7%). Ab 2023 sollten sich die Verwerfungen auf den Beschaffungsmärkten durch weitere Preiserhöhungen angleichen, sodass wir mit einer sukzessiven Verbesserung der Bruttomarge auf 51,2% in 2025 rechnen.

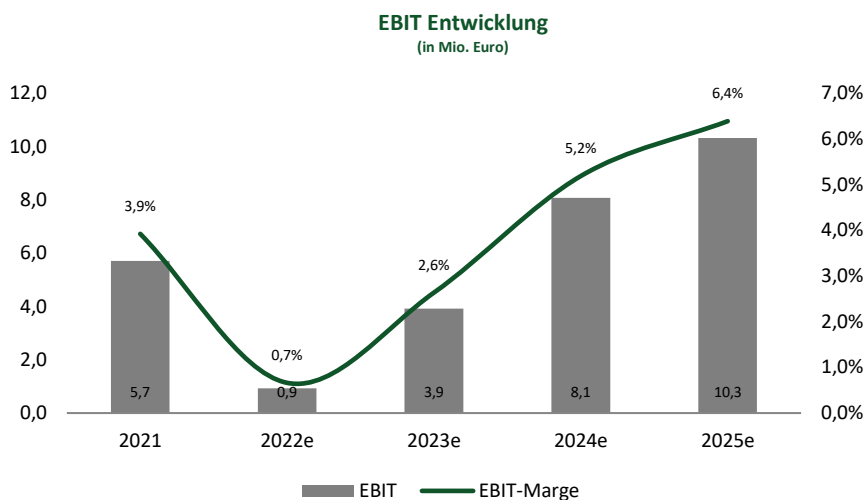
Zweitgrößte Kostenposition ist der Personalaufwand, der in 2021 mit einem Anteil an den Umsatzerlösen von 27,3% noch etwas über dem vom Unternehmen avisierten Durchschnittswert der letzten zehn Jahre liegt (25,0%). In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden Kosten für Ausgangsfracht, Werbung, Instandhaltung und Versicherungen subsumiert. Davon sind nach Unternehmensangaben die Ausgangsfracht (i.d.R. Versand frei Haus) sowie die Instandhaltung für den Maschinenpark die größten Kostenblöcke, die größtenteils variabel sind und somit mit dem Umsatzniveau korrelieren. Perspektivisch gehen wir davon aus, dass es A.S. Création gelingt, sowohl den Material- als auch Personalaufwand sowie die sonstigen betrieblichen Ausgaben unterproportional zu steigern.

Die folgenden Maßnahmen spielen bei der Ergebnisverbesserung u.E. eine bedeutende Rolle:

- Als Folge der drei jüngst durchgeführten bzw. angekündigten Preiserhöhungen dürfte sich – unter der Annahme, dass sich die Rohstoffpreise wieder normalisieren – die Rohertragsmarge sukzessive in Richtung 52,0% verbessern (2025e: 51,2%). In der Vergangenheit gelang es A.S. Création aufgrund der guten Marktposition, die erhöhten Preise infolge von Rohstoffpreisanstiegen auch nach der Normalisierung des Preisniveaus (zumindest größtenteils) beizubehalten. Wir gehen somit davon aus, dass dies auch nach den jetzigen drei Preiserhöhungen der Fall sein wird. Hieraus ist dann mit einem positiven Margeneffekt ab 2023 zu rechnen.
- In den nächsten Quartalen gehen wir von einem sich verändernden Produktmix hin zu einem steigenden Anteil höherwertiger Produkte aus. Elenen positiven Margeneffekt kann A.S. Création darüber hinaus durch zusätzliche Serviceleistungen erreichen. So legen beispielsweise Großabnehmer von Tapeten teils großen Wert auf eine Sortimentsberatung hinsichtlich der aktuellen Tapetentrends. Eine solche fachkundige Beratung kann A.S. Création u.E. aufgrund der hohen Expertise im Tapetenmarkt sehr erfolgreich als Servicebaustein anbieten.
- Aufgrund der besseren Auslastung wird es A.S. Création u.E. in den nächsten Quartalen gelingen, die Personalaufwandsquote wieder auf 25,0% zu reduzieren (2021: 27,3%; 2025e: 25,5%). Zudem scheint es, als haben A.S. Création das Thema Fachkräftemangel gut gelöst. Das Unternehmen ist bestrebt, die Ausbildungsquote mit rund 8% auf einem hohen Niveau zu halten. So kann das Personal z.B. in der Produktion gezielt auf Basis der eigenen Bedürfnisse bzw. vorhandenen Prozesse und technischen Geräte ausgebildet werden. Darüber hinaus verzeichnet A.S. Création mit rund 18 Jahren eine sehr hohe durchschnittliche Betriebszugehörigkeit.
- Durch die steigenden Investitionen in die Modernisierung der Produktions- und Logistikanlagen sowie die Digitalisierung der internen Abläufe (u.a. geplantes ERP-System) dürfte es A.S. Création gelingen, eine spürbare Leistungs- und Effizienzsteigerung zu realisieren. In den nächsten Jahren dürfte dies durch die bereits erwähnte Reduzierung der Personalaufwandsquote deutlich werden.

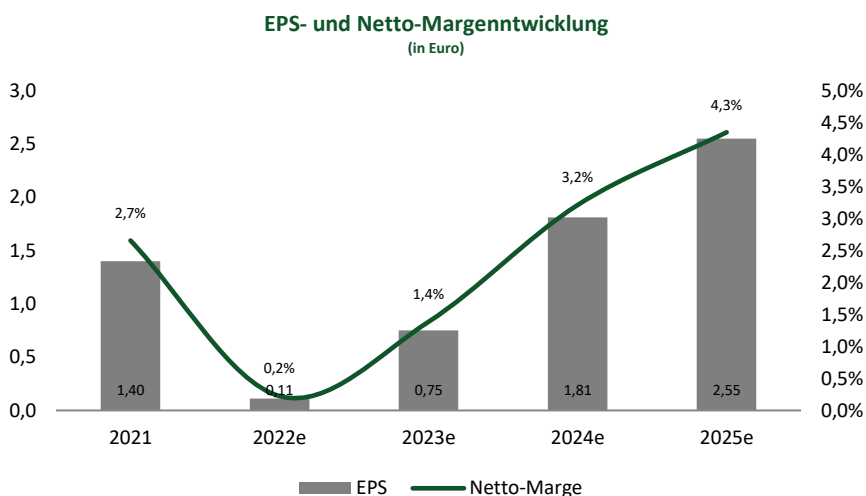
- Effekte durch Prozessoptimierungen im Druckverfahren sind derzeit nur in sehr geringem Umfang in unseren Prognosen berücksichtigt, da das Unternehmen zunächst nur einzelne Produktionslinien auf Digitaldruck umstellen wird. Allerdings befindet sich A.S. Création in der Evaluierung, ob die neuartige Digitaldrucktechnik im größeren Umfang in den Produktionsprozess integriert wird. Positive Effekte sieht der Vorstand hier vor allem in Effizienzsteigerungen in der Produktion, da die Durchlaufzeiten pro Druckmuster erheblich reduziert werden könnten. Eine Entscheidung über die konzernweite Umsetzung hierzu erwarten wir jedoch erst im Jahr 2023.

Die genannten Ergebnistreiber sollten einhergehend mit dem avisierten Umsatzwachstum dazu führen, dass A.S. Création das Margenniveau in Richtung einer EBIT-Marge i.H.v. 7% verbessert (vs. 3,9% in 2021). Konkret rechnen wir mit einem überproportionalen Anstieg des Ergebnisses von 5,7 Mio. Euro in 2021 auf 10,3 Mio. Euro in 2025 (CAGR: +15,9%):



Quelle: Unternehmen, Montega

Mit Blick auf das Nettoergebnis erwarten wir durch das Umsatzwachstum und die verbesserte operative Ertragslage bis 2025 eine Steigerung auf ein EPS von 2,55 Euro.

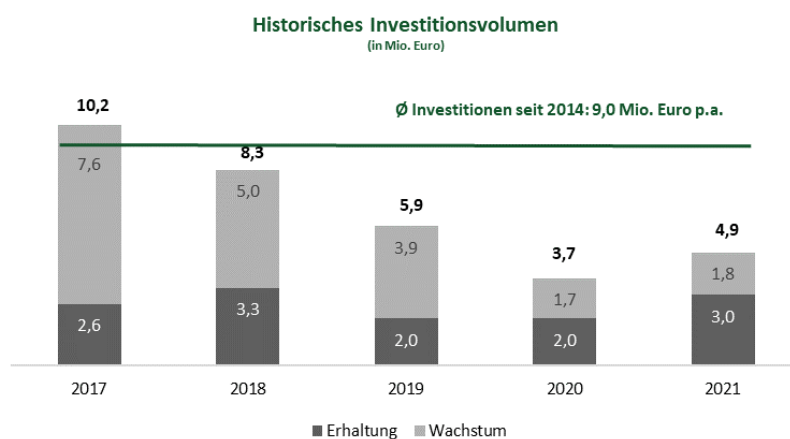


Quelle: Unternehmen, Montega

### Strategieumsetzung durch vielfältige Investitionen geprägt

Vor dem Hintergrund der avisierten operativen Verbesserungen steht das Unternehmen nunmehr vor einer umfassenden Investitionsphase, um die gute Wettbewerbsposition auch nachhaltig verteidigen zu können. Nachdem die Jahre 2013 bis 2021 von vergleichsweise moderaten Investitionen leicht unter dem historischen Durchschnitt von knapp 9,0 Mio. Euro p.a. gekennzeichnet waren, dürften die Ausgaben nun wieder auf bzw. leicht über das historische Niveau steigen ( $\emptyset$  CAPEX-Quote 2021-2025e: 5,5% vs. 2015-2020: 4,4%).

Zu den wichtigsten Investitionen der vergangenen Jahre gehörten insbesondere der Aufbau der Produktion in Belarus (Investitionssumme: rund 12,0 Mio. Euro) und die Modernisierung des sog. Zimmerlagers am Standort Wiehl (Lager für Bestellungen einzelner Rollen; Investitionssumme: 2,3 Mio. Euro), wodurch die hohe Liefertreue des Unternehmens auch während der Corona-Pandemie uneingeschränkt aufrechterhalten werden konnte.



Quelle: Unternehmen

In den nächsten etwa fünf Jahren plant A.S. Création umfangreiche Modernisierungs- und Erweiterungsmaßnahmen mit einer Gesamtsumme von circa 45,0 Mio. Euro. Folgende Investitionsprojekte werden im Zuge der Strategieumsetzung forciert:

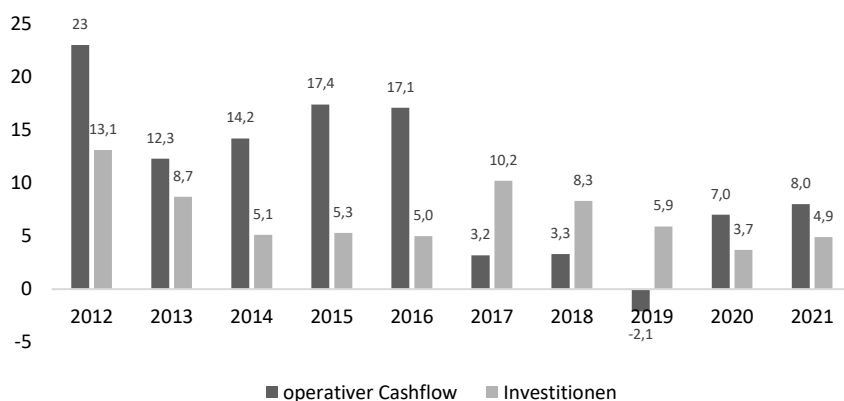
- Einen relevanten Teil werden auch zukünftig die Erhaltungsinvestitionen für z.B. Druckwerkzeuge ausmachen. Im Durchschnitt betragen diese pro Jahr zwischen 2,0 und 3,0 Mio. Euro, sodass über den avisierten Zeitraum von fünf Jahren eine Summe i.H.v. 10 bis 15 Mio. Euro resultiert.
- Um den Output zu erhöhen und die Logistikprozesse effizienter zu gestalten, möchte A.S. Création verstärkt in die Modernisierung der Lagersoftware und des Hochregallagers investieren. Die Kosten hierfür dürften etwa 4,0 bis 5,0 Mio. Euro betragen. Hiervon sind bereits rund 2,0 Mio. Euro in den CAPEX in 2021 enthalten. Die übrigen 2,0 bis 3,0 Mio. Euro fallen dann in 2022 an.
- Auch in die Digitalisierung der internen Abläufe möchte das Unternehmen verstärkt investieren. Konkret soll hier z.B. zeitnah schon ein neues ERP-System eingeführt werden. Wir halten hier ein Investitionsvolumen von rund 7,0 bis 10,0 Mio. Euro für realistisch.
- Am Standort Wiehl-Bomig wird mit einer Pilotanlage (Kombination aus Digitaldruck und konventionellem Rotationsdruck) die Prozesseffizienz erheblich gesteigert werden. Vorteil des Digitaldrucks ist vor allem der deutlich schnellere Wechsel zwischen zwei Druckmustern (wenige Sekunden vs. 45 Minuten beim konventionellen Rotationsdruck). Auf der anderen Seite ist die Digitaldrucktechnologie auch erheblich teurer. Sofern sich der Digitaldruck als effiziente Verbesserung der bisherigen Technologie erweist, könnten weitere Modernisierungen des Maschinenparks folgen. Für diesen Fall dürften bereits rund 10,0 bis 13,0 Mio. Euro in der Planung berücksichtigt sein.

- Nachdem A.S. Création im ersten Schritt in Belarus rund 12,0 Mio. Euro in Produktionsanlagen sowie die dazugehörige Infrastruktur investierte und diese nun weitestgehend ausgelastet sind, plant das Unternehmen nun eine Verdopplung der Kapazitäten. Dafür ist u.E. mit Investitionen i.H.v. rund 9,0 bis 12,0 Mio. Euro zu rechnen. Allerdings ist dieses Investitionsprojekt aufgrund des aktuell herrschenden Kriegs zwischen Russland und der Ukraine derzeit gestoppt. Wir gehen davon aus, dass hiermit frühestens in 2023 begonnen wird.

Da sich die Investitionen größtenteils auf die Optimierung der Produktion und die Effizienzsteigerung innerhalb der Organisation konzentrieren, dürften die daraus resultierenden Effekte sukzessive in den operativen Kennzahlen sichtbar werden.

In diesem Zusammenhang ist auch die stabile Cashflow-Entwicklung des Unternehmens hervorzuheben. Historisch konnten angesichts der starken Innenfinanzierungskraft die Investitionen zu einem Großteil ausschließlich aus dem operativen Cashflow finanziert werden. In Anbetracht der zugrundeliegenden guten operativen Entwicklung erwarten wir dies auch für die bevorstehende Investitionsphase. Für den operativen Cashflows rechnen wir nach einem Niveau von 8,0 Mio. Euro in 2021 mit einem Anstieg auf bis zu 13,2 Mio. Euro in 2025. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von durchschnittlich 13,4%.

### Operativer Cashflow vs. Investitionen



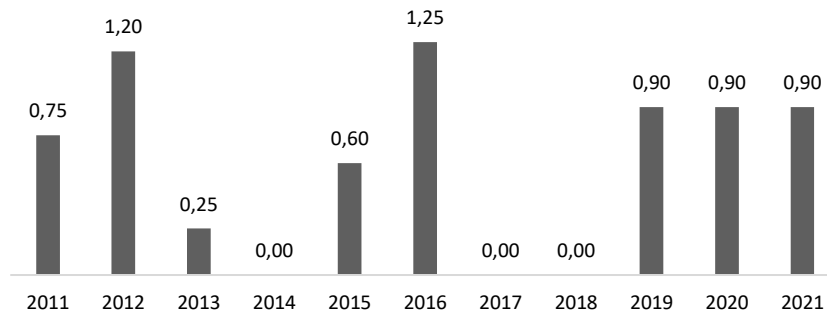
Quelle: Unternehmen

Mit Ausnahme der Jahre 2017, 2018 und 2019 erwirtschaftete A.S. Création auf Sicht von zehn Jahren jedes Jahr einen positiven Free Cashflow. Im Jahr 2021 lag dieser bei 3,0 Mio. Euro, was bezogen auf den aktuellen Kurs einer FCF-Rendite von 6,1% entspricht. Angesichts der ab 2023 antizipierten marktseitigen Erholung und der operativen Verbesserungen dürfte A.S. Création bald wieder attraktive Kapitalrenditen (ROCE 2024e: 8,7%) erzielen.

Wenngleich die bevorstehenden Investitionen zunächst zu einem rückläufigen Free Cashflow führen, erachten wir dies insbesondere vor dem Hintergrund der auch künftig erwarteten Nachfrage und der damit einhergehenden notwendigen Kapazitätsausweitung als sinnvoll. Unter Berücksichtigung der nachhaltig ausgerichteten Investitionen und vor allem in Anbetracht des avisierten positiven Geschäftsverlaufs prognostizieren wir trotz der Investitionen eine Verbesserung des FCF auf 4,0 Mio. Euro in 2025 (FCF-Yield: 8,0%).

Die Finanzstärke des Unternehmens drückt sich zudem in der Dividendenhistorie aus, welche in der Vergangenheit in der Regel durch eine Ausschüttungsquote von rund 45% gekennzeichnet war. In den Jahren 2014, 2017 und 2018 wurde allerdings aufgrund marktbedingter Herausforderungen (u.a. Ukraine-Krise in 2014) und der damit verbundenen Unsicherheit von dieser Dividendenpolitik abgewichen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Stabilisierung der operativen Entwicklung auch mit einer Wiederaufnahme einer regelmäßigen Dividendenzahlung einhergehen sollte. Die in 2022 vorgeschlagene Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2021 i.H.v. 0,90 Euro deutet dies bereits an (Dividendenrendite: 5,3%).

**Dividendenhistorie**  
(in Euro)

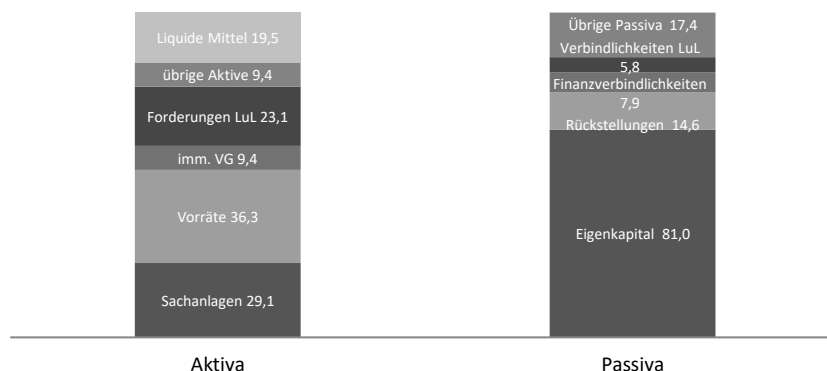


Quelle: Unternehmen

**Bilanziell gut gerüstet für avisierte Wachstumsinvestitionen**

Die historisch ergebnisstarke Performance (Passivseite) von A.S. Création ist ebenso wie das anlagenintensive Geschäftsmodell (Aktivseite) in den Bilanzrelationen ersichtlich.

**Bilanzstruktur**  
(per 31.12.2021; in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Die Aktivseite der Bilanz ist branchentypisch durch einen hohen Anteil Sachanlagen und Vorräte geprägt. Das Sachanlagevermögen belief sich zum 31. Dezember 2021 auf 29,1 Mio. Euro und umfasste insbesondere den Maschinenpark an den Produktionsstandorten in Deutschland sowie Belarus. Das Umlaufvermögen wird im Wesentlichen durch die Vorräte aus fertigen (u.a. Tapeten) und unfertigen Erzeugnissen (u.a. Vlies, Papier, Vinyl, Pigmente) bestimmt, welche sich im Zuge einer strategischen Bevorratung zuletzt aufgebaut haben. Die Net-Working-Capital-Quote lag zum Stichtag bei 36,8%.

Die Passivseite weist mit einem Eigenkapital von 81,0 Mio. Euro (EK-Quote 63,9%) eine sehr defensive aber auch gesunde Bilanzstruktur auf. Die zinstragenden Verbindlichkeiten beliefen sich zum Jahresende auf 7,9 Mio. Euro. Weitere 14,6 Mio. Euro entfielen auf Rückstellungen, wovon 14,4 Mio. Euro den Pensionsrückstellungen zuzurechnen sind. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen waren sukzessive rückläufig und betragen zuletzt bei einem Anteil an der Bilanzsumme von 4,6% noch rund 5,8 Mio. Euro.

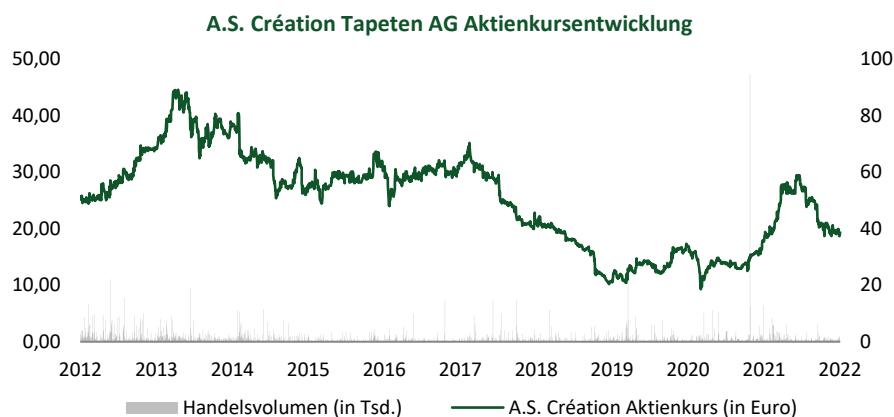
Insgesamt ist die Bilanz angesichts der geringen Nettoverschuldung (Net debt/EBITDA: 0,3; Net Gearing: 3,5%) und der hohen EK-Ausstattung (knapp 64%) als sehr solide zu bewerten. Insofern sehen wir das Unternehmen selbst bei erneut auftretenden marktbedingten Herausforderungen bilanziell gut für die Umsetzung des avisierten Wachstums gerüstet.



### Sentiment kurzfristig durch Auswirkungen des Ukraine-Kriegs eingetrübt

Ende März hat A.S. Création im Zuge der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2021 auch erste Indikationen für das laufende Geschäftsjahr gegeben. Aufgrund der aktuell erhöhten Unsicherheiten durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine ist es dem Management aktuell jedoch nicht möglich, eine seriöse Guidance zu formulieren. Vielmehr verdeutlichte der Vorstand, dass es aktuell noch zu früh sei, um eine valide Aussage über die Effekte der sehr volatilen Preisentwicklungen für Rohstoffe und Energie zu treffen. Darüber hinaus ist unklar, ob auch das Konsumverhalten der westeuropäischen Regionen in Mitleidenschaft gezogen wird. Im Konzernlagebericht des Geschäftsberichts 2021 nennt A.S. Création daher auch ein Umsatz- und Ergebnisniveau signifikant hinter den Werten aus 2021 für möglich. Mit Blick auf die nächsten Quartale dürfte das Sentiment der Aktie daher im Schatten des Ukraine-Kriegs eingetrübt sein.

Für ein mittelfristig deutlich besseres Sentiment sprechen u.E. die bevorstehenden Investitionen. A.S. Création dürfte im Rahmen der geplanten Maßnahmen (u.a. Modernisierung und Digitalisierung der Produktion, Prozessoptimierung, Kapazitätsausweitung) vermehrt ab 2023 Erfolgsmeldungen veröffentlichen, wodurch die Weiterentwicklung der Gesellschaft sowie die Effekte der Investitionsmaßnahmen (z.B. Effizienzgewinne) verstärkt am Kapitalmarkt wahrgenommen werden sollten.



### DCF-Modell deutet auf attraktives Upside von > 30% hin

Die Bewertung spiegelt diese aussichtsreichen Perspektiven u.E. noch nicht ausreichend wider. Wir haben den fairen Wert der A.S. Création-Aktie anhand eines DCF-Modells hergeleitet und das Ergebnis durch eine Peergroup-Analyse plausibilisiert. Unsere Modellannahmen reflektieren dabei die stetigen Wachstumsaussichten im Tapetenmarkt sowie das durch Modernisierungs- und Prozessoptimierungsinvestitionen geprägte profitable Wachstum des Unternehmens. Unter der Annahme eines WACC i.H.v. 8,6% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 23,00 Euro pro Aktie. Auf Basis des Vortageschlusskurses impliziert dies ein Upside von 35%.

Unsere Peergroup-Analyse bestehend aus Unternehmen, die in einem vergleichbaren Marktumfeld aktiv sind und in ihrer Geschäftsentwicklung ähnlichen strukturellen Nachfragetreibern unterliegen, stützt dieses Ergebnis. Die durchschnittlichen EBIT- und EBITDA-Multiples für 2024e zeigen ein Potenzial zwischen 14 und 51% auf, womit das Ergebnis unseres DCF-Modells hinreichend verifiziert wird. Auch mit Blick auf die historische Bewertung, wonach A.S. Création im Durchschnitt der letzten zehn Jahre mit einem EV/EBIT von 12,3x bzw. einem KGV von 23,3x bewertet wurde, halten wir das Bewertungsniveau (EV/EBIT 2024e: 6,2x bzw. KGV 2024e: 9,4x) für zu niedrig. Es scheint, als wird das Unternehmen vom Kapitalmarkt aufgrund der bestehenden Unsicherheiten in der Region Osteuropa sowie der Verwerfungen bei Rohstoff- und Energiepreisen mit einem signifikanten Abschlag bewertet. Wenngleich dies kurzfristig sicherlich eine Herausforderung für das Unternehmen darstellt, gehen wir von einer Normalisierung mit operativen Fortschritten ab 2023 aus. Der Discount sollte sich dann durch Erfolgsmeldungen sukzessive verringern.

**Fazit: Starke Marktposition und attraktive Bewertung**

A.S. Création hat die erheblich von der Corona-Krise geprägten Jahre 2020 und 2021 gut bewältigt. Durch den seit Ende Februar herrschenden Krieg in der Ukraine hat sich nun das Marktumfeld aufgrund von stark steigenden Rohstoff- und Energiepreisen sowie der möglichen negativen Auswirkungen auf die Konsumausgaben erneut eingetrübt. Wir rechnen mit einem Übergangsjahr 2022 sowie eine Rückkehr auf den profitablen Wachstumspfad ab 2023, wodurch die Aktie dann auch wieder stärker in den Fokus des Kapitalmarktes rücken sollte. Sobald die genaueren Auswirkungen auf das operative Geschäft von A.S. Création ersichtlich sind, dürfte auch die Gelegenheit geeignet sein, um ein Investment einzugehen. Mit einem DCF-basierten Kursziel von 23,00 Euro empfehlen wir die A.S. Création-Aktie für langfristig orientierte Investoren zum Kauf, verweisen aber auf die geringe Visibilität für die nächsten Quartale und einen u.U. belasteten Newsflow.

## SWOT

Wir sehen die Stärken und Chancen von A.S. Création vor allem in dem ganzheitlichen Produktansatz, welcher sich im überlegenden Vertriebskonzept, der bedarfsorientierten Produktentwicklung sowie flexiblen Produktionsprozessen ausdrückt. Dank des kundenorientierten Serviceansatzes und des langjährig aufgebauten branchenspezifischen Know-hows liefert das Unternehmen spürbaren Mehrwert, was die Kundentreue u.E. deutlich erhöht. Auf der anderen Seite sehen wir Schwächen und Risiken vor allem im nach wie vor vom Preiskampf geprägtem Marktumfeld sowie der Abhängigkeit von Rohstoffen und Verbrauchertrends, was auf Produktebene in einem hohen Innovationsdruck hinsichtlich Marktauftritt und Produkteigenschaften resultieren.

### Stärken

- Die ausgeprägte Serviceorientierung (u.a. 24h-Lieferungen) und die umfangreichen Marketingkonzepte mit einem ausgewogenen Mix aus klassischen Werbemitteln (Aufsteller, Prospekte) und digitalen Tools (Social-Media, Out-of-Home) liefern spürbaren Mehrwert für die Kunden und fördern den Absatz. Ergänzt wird die Customer Experience durch einen hohen Digitalisierungsgrad der einzelnen Prozessschritte (u.a. Augmented-Reality-Tapetennavigators).
- Angesichts einer hohen Innovationskompetenz hinsichtlich Designs sowie Listings bei relevanten Kunden (stationär und online) verfügt das Unternehmen über einen hohen Marktanteil in seinen Kernmärkten.
- Dank der vielfältigen Marktauftritte (hoch- und niedrigpreisige Tapeten) werden unterschiedliche Kundenbedürfnisse in diversen Preis- und Qualitätskategorien adressiert.
- Mit über 25 Jahren Erfahrung verfügt das Vorstandsgespann u.E. über ein hohes Maß an branchenspezifischem Know-how sowie ein ausgeprägtes Netzwerk innerhalb der Industrie.
- Dank kontinuierlicher Investitionen (Ø CAPEX: 9,0 Mio. Euro p.a.) in einen modernen Maschinenpark und digitaler Produktionsprozesse kann das Unternehmen auch kurzfristig auf Nachfrageänderungen reagieren, Leerlaufzeiten vermeiden und somit Kostenvorteile gegenüber (kleineren) Wettbewerbern realisieren.

### Schwächen

- Die Herausforderungen in Bezug auf die Differenzierungsmöglichkeiten auf Produktebene resultieren in einem hohen Innovationsdruck hinsichtlich Marktauftritt und Produkteigenschaften.
- Tapeten sind kein Bedarfsgut des täglichen Lebens. Der Konsument wird seine Kaufentscheidung daher abhängig von seiner wirtschaftlichen Situation treffen und diese in Schwächephasen somit unter Umständen verschieben.
- Das spitze Produktsortiment grenzt die Absatzpotenziale auf spezielle Groß- und Einzelhändler (DIY-Stores, Fachmärkte) bzw. die relevanten B2B- und B2C-Endkunden (Inneneinrichter, Architekten, Designer, Privatpersonen) ein.

### Chancen

- Durch die eingeleiteten und angekündigten Preiserhöhungen sowie die avisierte Sortimentsumstellung mit Fokussierung auf margenstarke Produkte (u.a. Akzenttapete) dürfte A.S. Création zusätzliche Wachstumsimpulse auf Top- und Bottom-Line erzeugen.
- Die hohe Marktabdeckung durch Listing bei internationalen Kunden (u.a. DIY-Stores) ermöglicht durch die Nutzung der bereits vorhandenen Infrastruktur eine vergleichsweise kostengünstige Expansion in den bestehenden Märkten.
- Die Umstellung auf moderne Digitaldruckverfahren könnte die Wettbewerbssituation von A.S. Création verbessern, da kleinere und finanzschwache Anbieter die damit verbundenen Investitionen nicht stemmen können.
- Die solide Kapitalisierung des Unternehmens (Liquide Mittel: 21,9 Mio. Euro; Net debt/EBITDA: 0,5) eröffnet die Möglichkeit, als aktiver Player an der Marktkonsolidierung teilzunehmen und mittels Übernahmen auch anorganisch zu wachsen.

### Risiken

- Der anhaltende Preiskampf im Markt könnte zu einer Beschleunigung der Marktkonsolidierung führen und damit die Wettbewerbssituation verändern.
- Durch das vorhandene Exposure in Osteuropa (2021: rund 14% vom Umsatz) besteht neben dem Wechselkursrisiko auch ein Risiko hinsichtlich der dortigen politischen und wirtschaftlichen Stabilität. Dies Tragweite dieses Risikos wird durch den aktuell herrschenden Krieg zwischen Russland und der Ukraine unterstrichen.
- Rohstoffpreisänderungen der wichtigen (Vor-)Produkte (Vlies, Papier, Vinyl und Pigmente) können in der Regel nur mit zeitlicher Verzögerung weitergegeben werden. Dies kann zumindest temporär negative Effekte auf die Ergebnisentwicklung haben.
- Eine längerfristige Bevorratung ist aufgrund der sonst notwendigen extrem großen Lagerkapazitäten für Papier und Vlies nicht möglich bzw. effizient. Daher arbeitet das Unternehmen mit der Just-in-time-Lagerhaltung, die sich bei Störungen des Materialflusses schnell negativ auf die operative Entwicklung auswirken kann.
- Eine zunehmende Beliebtheit von Substituten (wie Glattputz oder Sichtbeton) sowie ein Wandel der architektonischen Gestaltung von Gebäuden hin zu offenen Wohnbereichen und großen Fensterflächen könnte die Nachfrage nach Tapeten mindern.

## BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von A.S. Création anhand eines DCF-Modells durchgeführt und uns anschließend zur Plausibilisierung einer Peergroup-Analyse bedient.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die Wachstumsperspektiven A.S. Créations im Tapetenmarkt. Wir gehen hier von einem anhaltenden Trend rund um das Thema Cocooning aus, was u.E. in den nächsten Jahren die Basis für strukturelles Wachstum ist. A.S. Création dürfte somit in den kommenden Jahren im mittleren einstelligen Prozentbereich wachsen (CAGR 2022-2025e: 4,9%). Langfristig haben wir ein abflachendes Wachstum in Richtung der historischen Wachstumsraten geplant. Wir haben daher einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsrate von jährlich 0,4 bis 0,5%-Punkten in den Jahren ab 2025 unterstellt.

Durch erhebliche Investitionen in u.a. die Modernisierung der bestehenden Produktions- und Logistikanlagen sowie die Digitalisierung der internen Abläufe (CAPEX) sollte es A.S. Création in den nächsten Jahren gelingen, auch die Profitabilität sukzessive zu erhöhen. Konkret erwarten wir eine Verbesserung der EBIT-Marge ab FY 2023. Ausgehend von einem Margenniveau von 3,9% in 2021 prognostizieren wir einen Anstieg auf 7,0% in 2028 (CAGR 2021-2028e: +11,7%). Langfristig rechnen wir mit einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 5,5%.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert einerseits die Eigenschaften der zyklischen Konsumgüterbranche sowie das Risiko, dass es aufgrund der weitestgehend gesättigten Marktstrukturen zu Verwerfungen im Zuge der Marktkonsolidierung kommen kann. Andererseits verfügt der Vorstand über langjährige Erfahrung in der Tapetenindustrie, sodass wir A.S. Création als gut positioniert ansehen, um mögliche Veränderungen der Marktbedingungen schnell adaptieren zu können.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,0% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 35% ergibt sich ein WACC von 8,6%.

Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% unterstellt.

Für die A.S. Création Tapeten AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 23,46 Euro.

**DCF Modell**

Angaben in Mio. Euro	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>139,9</b>	<b>148,6</b>	<b>155,6</b>	<b>161,6</b>	<b>167,0</b>	<b>171,9</b>	<b>176,7</b>	<b>180,3</b>
Veränderung	-3,9%	6,2%	4,7%	3,8%	3,4%	2,9%	2,8%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>3,9</b>	<b>8,1</b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,4</b>	<b>9,9</b>
EBIT-Marge	0,7%	2,6%	5,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,0%	5,5%
<b>NOPAT</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>5,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>
in % vom Umsatz	4,0%	4,1%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	0,7	-1,3	-1,5	-1,5	-1,3	-1,1	-1,0	0,0
- Investitionen	-9,0	-9,2	-9,2	-9,2	-8,5	-8,4	-8,4	-7,2
Investitionsquote	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,1%	4,9%	4,8%	4,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>
<b>WACC</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>
Present Value	-1,2	-1,1	1,5	2,9	3,4	3,8	3,9	54,5
<b>Kumuliert</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>5,5</b>	<b>9,2</b>	<b>13,1</b>	<b>67,6</b>

**Wertermittlung (Mio. Euro)**

Total present value (Tpv)	67,6
Terminal Value	54,5
Anteil vom Tpv-Wert	81%
Verbindlichkeiten	22,3
Liquide Mittel	19,5
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>64,7</b>

Aktienzahl (Mio.)	2,76
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>23,46</b>

<b>+Upside / -Downside</b>	<b>38%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>17,00</b>

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	4,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,00%

Beta	1,40
WACC	8,6%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2022-2025	4,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2022-2028	4,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2029	2,0%
EBIT-Marge	2022-2025	3,7%
EBIT-Marge	2022-2028	5,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2029	5,5%

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum**

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
9,14%	19,63	20,72	21,32	21,96	23,40
8,89%	20,51	21,69	22,35	23,05	24,63
<b>8,64%</b>	21,45	22,74	<b>23,46</b>	24,23	25,97
8,39%	22,46	23,87	24,66	25,51	27,44
8,14%	23,55	25,10	25,96	26,90	29,04

**Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2029e**

WACC	5,00%	5,25%	<b>5,50%</b>	5,75%	6,00%
9,14%	19,70	20,51	21,32	22,12	22,93
8,89%	20,64	21,49	22,35	23,20	24,05
<b>8,64%</b>	21,66	22,56	<b>23,46</b>	24,36	25,26
8,39%	22,76	23,71	24,66	25,61	26,56
8,14%	23,95	24,95	25,96	26,97	27,98

### Peergroup-Analyse

Die Unternehmen aus unserer Peergroup sind allesamt in einem vergleichbaren Marktumfeld aktiv und unterliegen in ihrer Geschäftsentwicklung ähnlichen strukturellen Nachfragetreibern. Zum einen besteht die Peergroup aus Unternehmen der Konsumgüterindustrie. Diese Branche profitiert derzeit ebenfalls spürbar vom Cocooning-Trend und den gestiegenen Konsumausgaben der Haushalte. Auf der anderen Seite umfasst die Vergleichsgruppe auch solche Unternehmen, die vergleichbaren Rahmenbedingungen in der Wertschöpfung (u.a. Rohstoffbeschaffung, Kundenstruktur) ausgesetzt sind. Angesichts der Größen- und Profitabilitätsunterschiede ist jedoch anzumerken, dass die Peergroup-Analyse lediglich der Plausibilisierung unserer DCF-Bewertung dient.

**Villeroy & Boch AG:** Das Unternehmen zählt zu den traditionsreichsten Keramikproduzenten weltweit. Die Gesellschaft unterteilt die operative Geschäftstätigkeit in die zwei Geschäftsbereiche Bad und Wellness (u.a. Badkeramik, Küchenausstattung) sowie Dining & Lifestyle (u.a. Teller, Glas, Besteck). Ergänzt wird das Produktsortiment um Möbel, Armaturen, textile Accessoires und Geschenkartikel. Dank des Cocooning-Nachfragebooms und einer starken Auslastung in der Baubranche erzielte das Unternehmen in 2020 trotz negativer Effekte durch die Corona-Pandemie Erlöse von 945,0 Mio. Euro. Basierend auf der hohen Auslastung der Produktion sowie einer fokussierten Kostenoptimierung erzielte Villeroy & Boch ein operatives Ergebnis von 90,5 Mio. Euro (EBIT-Marge von 9,6%).

**Hornbach Holding AG & Co. KGaA:** Unter dem Dach der HORNBACH Holding werden neben den Immobilienaktivitäten und der Baustoffgruppe der Gesellschaft schwerpunktmäßig die Aktivitäten der Baumarkt-Beteiligung zusammengefasst. Insgesamt betreibt das Unternehmen rund 140 großflächige Baumärkte mit integriertem Gartencenter im In- und Ausland. Das Sortiment ist breit gefächert und umfasst neben größeren Handwerksartikeln und Renovierungsmaterialien auch Dekorationswaren wie Farben, Bordüren oder Tapeten. Zuletzt erzielte das Unternehmen bei einem Umsatzniveau von 5,5 Mrd. Euro ein operatives Ergebnis von 324,3 Mio. Euro (EBIT-Marge von 5,9%).

**CEWE Stiftung & Co. KGaA:** Die CEWE-Gruppe ist Europas führender Omni-Channel-Anbieter für digitale Foto-Services und digitale Druckerzeugnisse. Neben dem CEWE FOTOBUCH umfasst das Angebotsportfolio eine Vielzahl an personalisierten Fotoprodukten der Marken CEWE, WhiteWall und Cheerz, die entweder direkt über CEWE-Plattformen oder bei mehr als 20.000 Einzelhandelspartnern erhältlich sind. Zudem ist das Unternehmen mit den Vertriebsplattformen SAXOPRINT, LASERLINE und viaprinto im kommerziellen Online-Druck zusätzlich für Werbe- und Geschäftskunden aktiv. Im Geschäftsjahr 2020 erzielte das Unternehmen mit durchschnittlich 4.000 Mitarbeitern einen Umsatz von 696,8 Mio. Euro sowie ein EBIT i.H.v. 71,0 Mio. Euro (EBIT-Marge von 10,2%).

**Leifheit Aktiengesellschaft:** Mit den Marken Leifheit und Soehnle ist die Gesellschaft einer der führenden europäischen Anbieter von Haushaltsprodukten in den Bereichen Reinigen, Wäschepflege, Küche und Wellbeing. Neben einem hohen Gebrauchsnutzen zeichnet sich das Produktportfolio des Unternehmens vor allem durch funktionales Design und innovative Produktneuheiten aus. Mit seinen knapp 1.100 Mitarbeitern erzielte das Unternehmen zuletzt bei einem Umsatzniveau von 288,3 Mio. Euro ein operatives Ergebnis von 17,8 Mio. Euro (EBIT-Marge von 6,2%).

**Surteco Group SE:** Die SURTECO Group hat sich auf die Produktion von dekorativen Oberflächenmaterialien auf Papier- und Kunststoffbasis spezialisiert. Die Produkte des Unternehmens werden vorwiegend bei der Beschichtung von Holzwerkstoffen wie Span- oder Faserplatten verwendet, sodass als potenzielle Endmärkte die Möbelindustrie und der Bereich Sanieren und Heimwerken gelten. Zudem können die Dekorfolien zum Überzug von Möbelstücken oder anderen Produkten aus Holz genutzt und auch von den Endverbrauchern individuell zur Verschönerung angebracht werden. Insgesamt ist die operative Entwicklung des Unternehmens vom allgemeinen Cocooning-Trend beeinflusst. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte die Gesellschaft bei einem Umsatzniveau i.H.v. 760,8 Mio. Euro ein EBIT von 71,7 Mio. Euro (EBIT-Marge von 9,4%).

## Peergroup A.S. Création Tapeten AG

Unternehmen	EV / Umsatz			KGV		
	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Villeroy & Boch AG	0,54	0,52	0,51	7,64	7,29	7,06
HORNBAACH Holding AG & Co.	0,52	0,50	0,48	8,34	8,21	8,13
CEWE Stiftung & Co. KGaA	0,80	0,76	0,72	11,70	10,69	9,84
Leifheit Aktiengesellschaft	0,83	0,78	0,71	20,50	10,10	8,79
Surteco Group SE	0,80	0,79	0,78	10,49	9,80	8,80
Median	0,80	0,76	0,71	10,49	9,80	8,79
<b>A.S. Création Tapeten AG</b>	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>	<b>0,32</b>	<b>154,55</b>	<b>22,67</b>	<b>9,39</b>
Potenzial	124%	126%	123%	-93%	-57%	-6%
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>39,40</b>	<b>39,70</b>	<b>39,30</b>	<b>1,20</b>	<b>7,40</b>	<b>15,90</b>

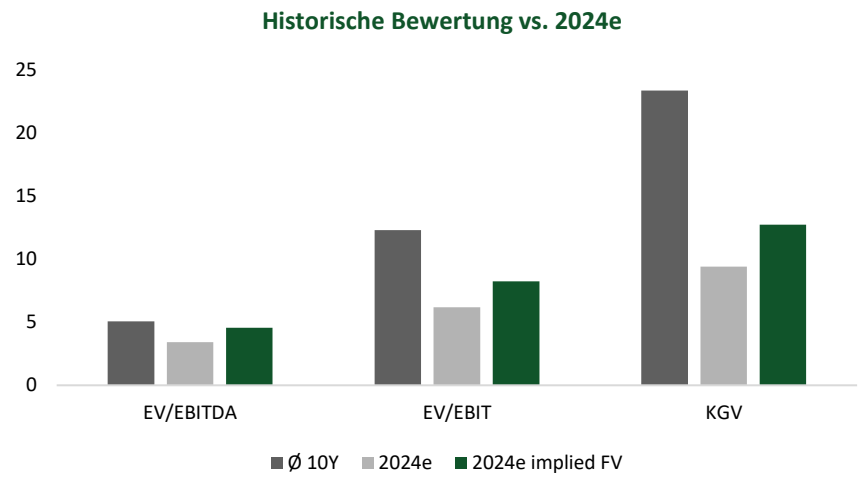
Unternehmen	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Villeroy & Boch AG	4,00	3,93	3,92	5,58	5,30	5,15
HORNBAACH Holding AG & Co.	5,42	5,36	5,25	8,45	8,59	8,41
CEWE Stiftung & Co. KGaA	4,40	4,14	3,98	7,52	6,97	6,45
Leifheit Aktiengesellschaft	10,30	6,28	5,54	16,06	8,08	7,05
Surteco Group SE	5,74	5,50	5,13	9,81	9,22	8,34
Median	5,42	5,36	5,13	8,45	8,08	7,05
<b>A.S. Création Tapeten AG</b>	<b>7,63</b>	<b>4,97</b>	<b>3,41</b>	<b>53,77</b>	<b>12,71</b>	<b>6,17</b>
Potenzial	-29%	8%	51%	-84%	-36%	14%
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>11,80</b>	<b>18,40</b>	<b>26,10</b>	<b>1,80</b>	<b>10,40</b>	<b>19,60</b>

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Aus unserer Peergroup-Analyse ergibt sich ein EV/EBITDA 2024e von 5,1x, ein EV/EBIT 2024e i.H.v. 7,1x sowie ein KGV 2024e von 8,8x. Die Multiples von A.S. Création liegen mit 3,4x bzw. 6,2x niedriger und 9,4x leicht höher, sodass daraus ein fairer Wert je Aktie zwischen 15,90 und 26,10 Euro resultiert. Unser DCF-basiertes Kursziel von 23,00 Euro liegt innerhalb dieser Bandbreite und wird somit plausibilisiert.

Darüber hinaus ist mit Blick auf die historischen Multiples festzustellen, dass selbst auf Höhe unseres DCF-Kursziels die Bewertung der Aktie attraktiv erscheint. Unter der Annahme einer implizierten Bewertung von 23,00 Euro pro Aktie liegen das EV/EBIT sowie das KGV noch deutlich unter dem 10Y-Durchschnitt ( $\emptyset$  10Y EV/EBIT: 12,3x vs. 2024e: 6,2x;  $\emptyset$  10Y KGV: 23,3x vs. 2024e: 9,4x). Insofern ist die Aktie auch im historischen Vergleich mit Blick auf das avisierte Wachstum derzeit günstig bewertet.



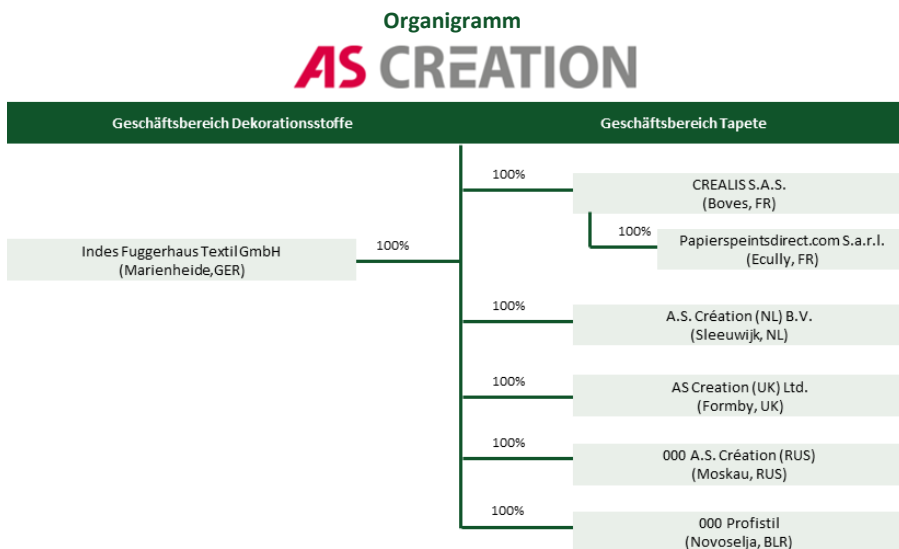


Quelle: Unternehmen, Capital IQ, Montega

**UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

Die 1974 gegründete A.S Création Tapeten AG mit Sitz in Gummersbach ist ein Hersteller von Tapeten mit ergänzendem Handelsgeschäft von Dekorationsstoffen. Führend ist das Unternehmen im Geschäftsfeld der Tapeten, wo das Unternehmen dank verschiedener Markenauftritte eine hohe Produktvariabilität von klassisch über modern bis hin zu kundenspezifischen Wandlösungen aufweist. Zum Kernsortiment zählen außerdem Bordüren und Dekorationsstoffe (bspw. Gardinen) in unterschiedlichen Variationen, Farben und Mustern. Ein umfangreicher Kundenservice im B2B- und B2C-Bereich rundet das Portfolio ab.

Insgesamt hat sich das Unternehmen mit Eigenmarken (u.a. „A.S. Création“, „livingwalls“) und Lizenzmarken (u.a. „Versace“, „Karl Lagerfeld“) als einer der führenden Hersteller mit hoher Innovationskompetenz hinsichtlich Design im Markt etabliert. So betrug der implizite Marktanteil zuletzt rund 38%. In der zweitgrößten Region Frankreich hat das Unternehmen einen Anteil am Gesamtmarkt von mehr als 25%. Der europaweite Vertrieb erfolgt sowohl über den Groß- und Einzelhandel (u.a. DIY-Stores, Fachmärkte) als auch direkt an Endkunden. Diese können die Produkte über den eigenen Online-Shop („tapetenshop.de“) beziehen.



Quelle: Unternehmen

**Key Facts**

<b>Sektor</b>	Konsumgüter	<b>Umsatz</b>	145,6 Mio. Euro
<b>Ticker</b>	ACWN	<b>EBIT</b>	5,7 Mio. Euro
<b>Mitarbeiter</b>	771	<b>EBIT-Marge</b>	3,9%
<b>Geschäftsmodell</b>	Design, Herstellung und Vertrieb von Tapeten mit ergänzendem Handelsgeschäft von Dekorationsstoffen, die dank verschiedener Markenauftritte und Produktmerkmale eine breite Kundenbasis adressieren		
<b>Kernkompetenz</b>	Starkes Produktverständnis und hohe Designkompetenz durch engen Austausch mit Zielkunden und hohe Serviceorientierung		
<b>Kundenstruktur</b>	Breiter, internationaler Kundenstamm über sämtliche Handelsformen (B2B und B2C)		

Quelle: Unternehmen, Montega

Stand: GB 2021

### Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1974** Gründung des Unternehmens
- 1984** Aufnahme des Exportgeschäfts in angrenzende europäische Staaten
- 1996** Inbetriebnahme des zweiten Standortes Wiehl-Bomig
- 1997** Erwerb des Stoffverlags Indes Wohntextil als Grundstein für den Geschäftsbereich Dekorationsstoffe
- 1998** Übernahme des Wettbewerbers Borges per Asset-Deal  
Umwandlung in eine AG und Börsengang
- 2001** Erwerb des Stoffverlags FUGGERHAUS
- 2004** Akquisition von Tapetengroßhändlern in Frankreich und den Niederlanden
- 2007** Launch der Online-Plattform „tapetenshop.de“
- 2008** Erwerb der beiden führenden Tapetengroßhändlern in Frankreich zur Stärkung der regionalen Präsenz
- 2010** Erweiterung der traditionellen Drucktechniken (Siebdruck und Tiefdruck) durch die Einführung des Digitaldrucks
- 2012-2017** Diverse Lizenzproduktionen mit namhaften Modemarken (u.a. Versace, MICHALSKY LIVING) sowie Influencern (Designschungel)
- 2018** Umstellung von Inhaber- auf Namensaktien  
  
Inbetriebnahme der neue aufgebauten Tapetenproduktion bei der Tochtergesellschaft Profistil, Belarus  
  
German Brand Award für die Kampagne „Neue Bude 2.0“
- 2020** Launch des digitalen Showrooms
- 2021** Start einer umfassenden Investitionsphase

### Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft von A.S. Création gliedert sich in die zwei Segmente Tapeten und Dekorationsstoffe, die sich um die unternehmensspezifische Kernkompetenz herausgebildet haben. Die Produktpalette ist innerhalb der Segmente wiederum nach Preispunkten und Vertriebslinien untergliedert.

#### Tapeten



Quelle: Unternehmen

Das Segment Tapeten ist das historisch gewachsene Traditionssegment des Konzerns und war im Geschäftsjahr 2021 mit knapp 92% für den Großteil der Umsätze verantwortlich. In diesem Segment entwirft und produziert der Konzern Tapeten und Bordüren, die weltweit vertrieben werden.

Insgesamt umfasst das Sortiment mehr als 1.500 verschiedene Dekore (u.a. Uni, Blumen, Grafisch) mit einer Vielzahl unterschiedlicher Muster (u.a. 3D-Prägung) und Materialien (u.a. Vlies, Papier). Neben klassischen Tapetenmustern werden auch Tiermotive und Landschaften sowie Fototapeten angeboten.

Die Markenarchitektur des Unternehmens orientiert sich an unterschiedlichen Preispunkten, wobei als Hauptmarken „A.S. Création“ und „livingwalls“ für das mittelpreisige und gehobene Marktsegment und "innova" für das Einstiegssegment stehen. Die Marke „livingwalls“ ist etwas moderner als „A.S. Création“. Enthalten sind in diesem Segment auch Designer- und Lifestyle-Tapetenkollektionen von z.B. Lizenzmarken (u.a. „Versace“, „Karl Lagerfeld“). Die Linie „Architects Paper“ ist die Marke des Hochwert- und Spezialitätensortiments von A.S. Création und steht für exklusive, individuelle und kundenspezifische Wandlösungen für Architekten, Designer, Inneneinrichter und anspruchsvolle Privatkunden.

**Markenarchitektur A.S. Création**



Quelle: Unternehmen

Der weltweite Vertrieb des gesamten Produktportfolios erfolgt sowohl über den Groß- und Einzelhandel (u.a. DIY-Stores, Fachmärkte). Zudem können die Produkte von Endverbrauchern über die eigene Online-Plattform („tapetenshop.de“) bezogen werden, welche darüber hinaus für die Kunden auch hilfreiche Anwendungsbeispiele und Serviceleistungen bereitstellt. So kann der Verbraucher bspw. mittels eines Augmented-Reality-Tapetennavigators die Wirkung verschiedener Tapetenarten in seinen eigenen Räumen via App visualisieren. Im Anschluss können die Produkte dank einer anwenderfreundlichen Benutzeroberfläche und eines kurzen Check-outs bequem bestellt werden.

**Raumvisualisierung**



Quelle: Unternehmen

**Dekorationsstoffe**

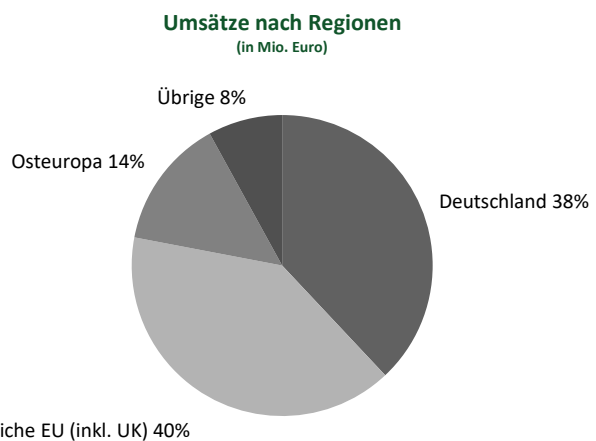


Quelle: Unternehmen

Das Geschäftsfeld der Dekorationsstoffe fasst die Aktivitäten der Tochtergesellschaft Indes Fuggerhaus Textil GmbH zusammen und leistete zuletzt einen Umsatzbeitrag von knapp 8%. Hier vertreibt A.S. Création als sog. Verlag (ohne Produktion) Gardinen und Dekorationsstoffe wie Kissen, Stoffbezüge und Leinwandbilder. Neben exklusiven Vertriebspartnern werden die Produkte auch über große Warenhäuser an Endabnehmer verkauft.

**Märkte**

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in Deutschland und Frankreich. Diese Märkte standen im Jahr 2021 zusammen für deutlich mehr als die Hälfte der Umsätze.



Quelle: Unternehmen

Wenngleich A.S. Création keine dezidierte Segmentberichterstattung auf geografischer Ebene veröffentlicht, weist das Unternehmen zumindest für ausgewählte Regionen die Erlösentwicklung der letzten Jahre aus:

**Umsatzentwicklung in ausgewählten Regionen**

	2017	2018	2019	2020	2021
Deutschland	-9,1%	-2,7%	-1,5%	10,0%	-12,1%
Restliche EU (inkl. UK)	-10,1%	-10,7%	13,2%	0,6%	2,3%
Osteuropa	9,6%	-6,0%	15,8%	-5,5%	19,1%
Übrige Länder	2,7%	-6,1%	-15,8%	-2,0%	26,8%
A.S. Création Konzern	-6,0%	-6,2%	5,0%	2,7%	0,5%

Quelle: Unternehmen

Die Produktion erfolgt hingegen überwiegend in Deutschland (Anteil rund 90%) und seit 2018 zu einem derzeit noch geringen Teil auch in Belarus. Darüber hinaus befinden sich Vertriebs- und Handelsgesellschaften ohne eigene Produktion in England, in den Niederlanden, in Frankreich sowie in Russland.

---

**Management**

Das operative Geschäft wird vom CEO Maik Krämer, COO Antonios Suskas und CMO/CSO Tm Herder geleitet.

---



---

**Maik Krämer** ist seit April 2001 im Vorstand der A.S. Création Tapeten AG für die Bereiche Finanzen und Controlling zuständig. Im Februar 2022 hat Herr Krämer außerdem den Vorsitz im Vorstand übernommen. Vor seiner Tätigkeit bei A.S. Création war Herr Krämer langjährig bei der HANIEL-Gruppe tätig, wo er zuletzt mit der Leitung der Zentralabteilung Betriebswirtschaft betraut war.

---



---

**Antonios Suskas** ist seit April 2013 im Vorstand der A.S. Création und verantwortet dort den Bereich Produktion und Logistik. Zuvor war Herr Suskas in verschiedenen Führungspositionen im Bereich Produktion und Logistik tätig, darunter auch als Geschäftsführer der Mayr Melnhof AG am Standort Bielefeld.

---



---

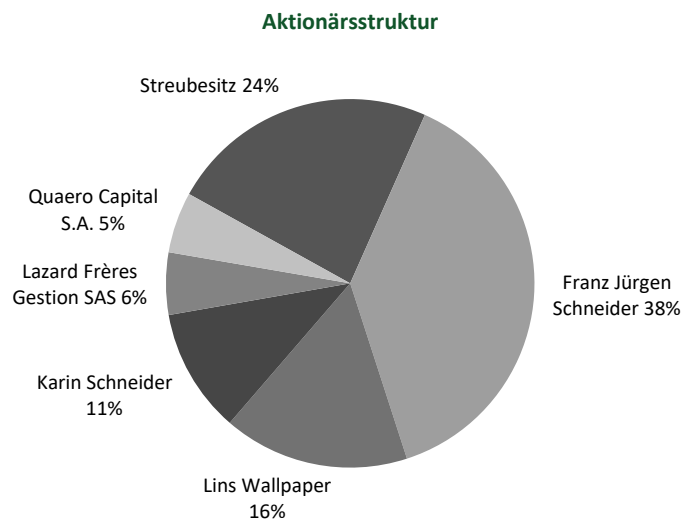
**Tim Herder** ist bereits seit 2011 bei A.S. Création tätig. In den letzten sieben Jahren verantwortete Herr Herder als Exportleiter das internationale Geschäft. In seiner neuen Position als Vorstand ist er fortan für die Bereiche Vertrieb und Marketing zuständig.

---

### Aktionärsstruktur

Die Aktien der A.S. Création Tapeten AG werden im General Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Das Grundkapital ist in 2.760.000 auf den Inhaber lautende Namensaktien zu je 1,00 Euro aufgeteilt.

Zu den größten Einzelaktionären gehört der Gründer und ehemalige Vorstandsvorsitzende Franz Jürgen Schneider, der direkt und indirekt über Stiftungen 38,4% der Anteil hält. Darüber hinaus entfallen weitere 10,9% der Anteile auf Familienangehörigen (Karin Schneider). Mit knapp 16,3% ist der strategische Partner Lins Wallpaper beteiligt. Zu den institutionellen Investoren über der 5%-Schwelle gehören Lazard Frères Gestion SAS (5,5%) und Quaero Capital S.A. (5,4%). Die übrigen Aktien sind unter der 5%-Schwelle und werden somit dem Streubesitz zugeordnet, der aktuell ca. 24% beträgt.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>141,1</b>	<b>144,9</b>	<b>145,6</b>	<b>139,9</b>	<b>148,6</b>	<b>155,6</b>
Bestandsveränderungen	0,1	-0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktivierete Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>141,3</b>	<b>144,5</b>	<b>146,2</b>	<b>140,5</b>	<b>149,2</b>	<b>156,2</b>
Materialaufwand	69,9	67,9	73,8	74,2	76,5	77,3
<b>Rohhertrag</b>	<b>71,4</b>	<b>76,6</b>	<b>72,4</b>	<b>66,3</b>	<b>72,7</b>	<b>78,9</b>
Personalaufwendungen	37,4	38,8	39,7	38,1	39,8	40,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,6	29,5	24,2	23,1	24,4	25,4
Sonstige betriebliche Erträge	2,9	1,7	2,9	1,4	1,5	1,6
<b>EBITDA</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>	<b>11,4</b>	<b>6,5</b>	<b>10,0</b>	<b>14,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,7	5,5	5,7	5,6	6,1	6,5
<b>EBITA</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,9</b>	<b>8,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,9</b>	<b>8,1</b>
Finanzergebnis	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>3,4</b>	<b>7,7</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>3,4</b>	<b>7,7</b>
EE-Steuern	1,1	2,2	1,3	0,1	1,4	2,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,5	1,5	3,9	0,3	2,1	5,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	11,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>14,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,1%	-0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Aktivierete Eigenleistungen	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,1%</b>	<b>99,7%</b>	<b>100,4%</b>	<b>100,4%</b>	<b>100,4%</b>	<b>100,4%</b>
Materialaufwand	49,5%	46,9%	50,7%	53,0%	51,5%	49,7%
<b>Rohhertrag</b>	<b>50,6%</b>	<b>52,8%</b>	<b>49,7%</b>	<b>47,4%</b>	<b>48,9%</b>	<b>50,7%</b>
Personalaufwendungen	26,5%	26,8%	27,3%	27,2%	26,8%	26,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,8%	20,4%	16,6%	16,5%	16,4%	16,3%
Sonstige betriebliche Erträge	2,0%	1,2%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>EBITDA</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>9,4%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,0%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%
<b>EBITA</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>5,2%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>5,2%</b>
Finanzergebnis	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,2%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,9%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,9%</b>
EE-Steuern	0,8%	1,5%	0,9%	0,1%	0,9%	1,7%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,8%	1,0%	2,7%	0,2%	1,4%	3,2%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>10,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,2%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>10,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,2%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



Bilanz (in Mio. Euro) A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,4	8,5	9,4	9,4	9,4	9,4
Sachanlagen	33,9	29,5	29,1	32,5	35,6	38,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>42,3</b>	<b>38,1</b>	<b>38,4</b>	<b>41,8</b>	<b>44,9</b>	<b>47,6</b>
Vorräte	34,8	33,5	36,3	35,7	36,3	37,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,5	25,4	23,1	23,0	24,0	24,7
Liquide Mittel	20,6	21,9	19,5	13,3	10,7	10,8
Sonstige Vermögensgegenstände	7,7	8,6	9,5	9,6	9,7	9,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>85,7</b>	<b>89,4</b>	<b>88,4</b>	<b>81,6</b>	<b>80,7</b>	<b>82,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>128,0</b>	<b>127,5</b>	<b>126,8</b>	<b>123,4</b>	<b>125,6</b>	<b>130,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>79,4</b>	<b>78,9</b>	<b>81,0</b>	<b>78,9</b>	<b>80,8</b>	<b>84,7</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	14,7	16,0	14,6	15,4	16,1	16,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	15,4	10,5	7,9	5,7	4,6	3,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,4	5,7	5,8	5,8	6,1	6,3
Sonstige Verbindlichkeiten	13,1	16,4	17,4	17,7	18,0	18,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>48,6</b>	<b>48,6</b>	<b>45,8</b>	<b>44,6</b>	<b>44,9</b>	<b>45,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>128,0</b>	<b>127,5</b>	<b>126,8</b>	<b>123,4</b>	<b>125,6</b>	<b>130,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,6%	6,7%	7,4%	7,6%	7,4%	7,2%
Sachanlagen	26,5%	23,2%	22,9%	26,3%	28,3%	29,3%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>33,0%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,3%</b>	<b>33,9%</b>	<b>35,8%</b>	<b>36,5%</b>
Vorräte	27,2%	26,3%	28,6%	28,9%	28,9%	28,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,6%	19,9%	18,3%	18,6%	19,1%	19,0%
Liquide Mittel	16,1%	17,2%	15,4%	10,8%	8,5%	8,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,0%	6,7%	7,5%	7,8%	7,7%	7,5%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>67,0%</b>	<b>70,1%</b>	<b>69,7%</b>	<b>66,1%</b>	<b>64,3%</b>	<b>63,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>62,1%</b>	<b>61,9%</b>	<b>63,9%</b>	<b>63,9%</b>	<b>64,3%</b>	<b>65,0%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	11,5%	12,6%	11,5%	12,5%	12,8%	13,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,1%	8,2%	6,2%	4,6%	3,7%	3,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,2%	4,5%	4,6%	4,7%	4,9%	4,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,2%	12,9%	13,7%	14,4%	14,4%	14,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>37,9%</b>	<b>38,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>36,1%</b>	<b>35,7%</b>	<b>34,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

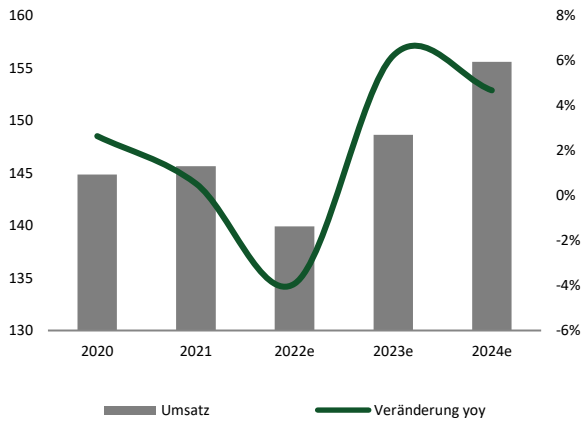
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	14,1	1,5	3,9	0,3	2,1	5,0
Abschreibung Anlagevermögen	5,7	5,5	5,7	5,6	6,1	6,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	-9,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	0,0	0,1	0,7	0,8	0,8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,3	-0,7	-1,0	0,2	0,2	0,2
<b>Cash Flow</b>	<b>7,9</b>	<b>6,3</b>	<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>12,5</b>
Veränderung Working Capital	-10,1	0,7	-0,7	0,7	-1,3	-1,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-2,1</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>
CAPEX	-5,9	-3,7	-4,9	-9,0	-9,2	-9,2
Sonstiges	19,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>13,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-9,2</b>
Dividendenzahlung	0,0	-2,5	-2,5	-2,5	-0,2	-1,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,8	-3,7	-3,3	-2,2	-1,1	-0,7
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-2,8</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,5	4,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>8,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,1</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>20,6</b>	<b>21,9</b>	<b>19,5</b>	<b>13,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,8</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

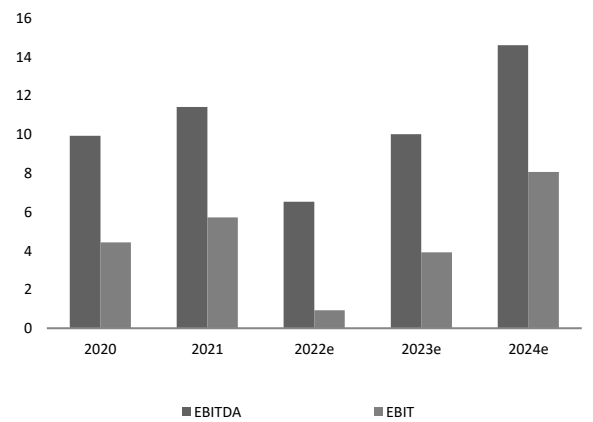
Kennzahlen A.S. Création Tapeten AG	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohertragsmarge (%)	50,6%	52,8%	49,7%	47,4%	48,9%	50,7%
EBITDA-Marge (%)	7,3%	6,9%	7,8%	4,7%	6,7%	9,4%
EBIT-Marge (%)	3,3%	3,1%	3,9%	0,7%	2,6%	5,2%
EBT-Marge (%)	2,6%	2,6%	3,5%	0,3%	2,3%	4,9%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,8%	1,0%	2,7%	0,2%	1,4%	3,2%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	5,2%	5,2%	6,8%	1,1%	4,4%	8,7%
ROE (%)	19,6%	1,8%	4,9%	0,4%	2,6%	6,2%
ROA (%)	11,0%	1,1%	3,0%	0,3%	1,6%	3,8%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	9,3	4,3	2,9	7,5	9,8	9,8
Net Debt / EBITDA	0,9	0,4	0,3	1,2	1,0	0,7
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-8,1	3,3	3,0	-1,5	-1,4	1,8
Capex / Umsatz (%)	4%	3%	3%	6%	6%	6%
Working Capital / Umsatz (%)	37%	36%	37%	38%	36%	35%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,8	5,0	4,4	7,6	5,0	3,4
EV/EBIT	10,8	11,2	8,7	53,8	12,7	6,2
EV/FCF	-	15,1	16,4	-	-	27,1
KGV	3,3	32,1	12,1	154,5	22,7	9,4
KBV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dividendenrendite	5,3%	5,3%	5,3%	0,3%	2,2%	5,3%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

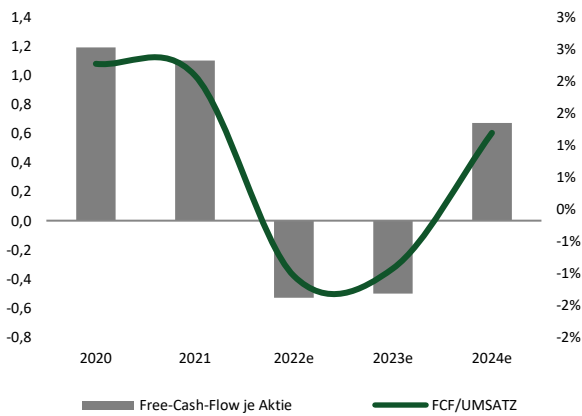
Umsatzentwicklung



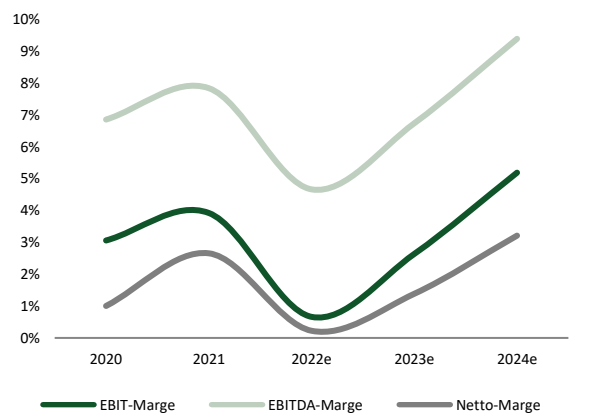
Ergebnisentwicklung



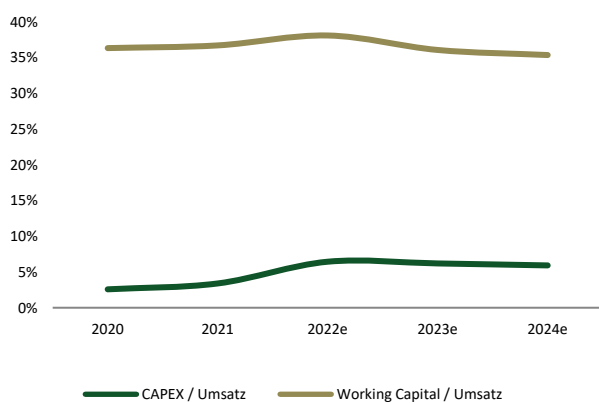
Free-Cash-Flow Entwicklung



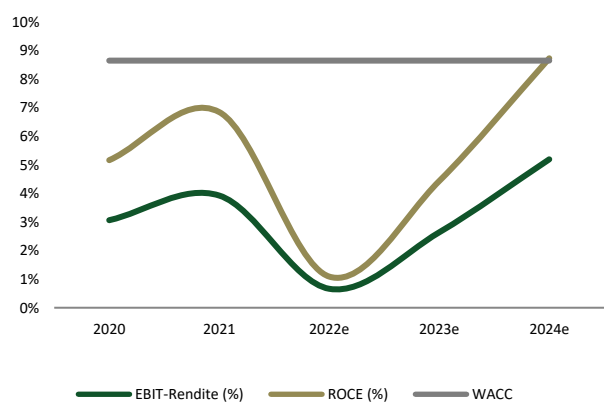
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE





---

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Erststudie)	09.05.2022	17,00	23,00	+35%

---