

24. Januar 2014
ALNO AG

WKN	778840
ISIN	DE0007788408
Marktkapitalisierung (Mio. €)	79,21
Freefloat-Marktkap. (Mio. €)	42,32
Aktienanzahl (in Mio.)	70,095
12 Monats Hoch / Tief (€)	1,64 / 0,86
Ø Umsatz/Tag (3 Monate)	231 T€

Aktionärsstruktur (in %)

Whirlpool Germany GmbH	30,58
Max Müller & Familie	5,56
SE Swiss Entrepreneur AG	4,87
LBBW Asset Management	3,00
Küchenholding	2,55
Freefloat	53,43

Analyst
Markus Schwarz

Markus.Schwarz@theacongroup.com

Tel.: +49 (0) 89 244 118-200

Key Facts

- **Zweitgrößter Küchenmöbelhersteller in Deutschland, Nr. 5 in Europa**
- Nach jahrelangem Personalkarussell **Management** mit **fundierter Branchen- und Kapitalmarktexpertise** etabliert
- **Übernahme der AFG Küchen AG** untermauert eingeschlagene Unternehmensstrategie: **Steigerung der Kapazitätsauslastung und Erhöhung der Exportquote**
- **Positives operatives Ergebnis (EBITDA) in Q3; steigende Auftragseingänge und sequentieller Umsatzanstieg (Q2 → Q3)**
- Deutlicher **Umsatz- und operativer Ertragsprung** trotz einmaligen Integrationskosten im Rahmen der Übernahme für das **GJ 2014** zu erwarten



Kennzahlen	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz (in T€)	446.258	400.327	561.938	574.210	603.647	621.756
Umsatzwachstum (in%)	-1,4%	-10,3%	40,4%	2,2%	5,1%	3,0%
EBITDA (in T€)	13.959	8.813	20.116	38.611	43.309	47.522
EBITDA-Marge (in %)	3,1%	2,2%	3,6%	6,7%	7,2%	7,6%
EBIT (in T€)	877	1.333	2.616	24.111	28.409	31.722
EBIT-Marge (in %)	0,2%	0,3%	0,5%	4,2%	4,7%	5,1%
Ergebnis nach Steuern (in T€)	-1.420	-7.223	-9.734	12.745	17.899	22.928
Nettorendite (in %)	-0,3%	-1,8%	-1,7%	2,2%	3,0%	3,7%
Ergebnis je Aktie (in €)	-0,08	-0,10	-0,14	0,18	0,26	0,33
Operativer Cashflow (in T€)	42.987	-58.569	-2.774	31.188	31.053	37.686

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsbericht)

Unternehmensprofil

**Zweitgrößter
Küchenmöbelher-
steller in Deutschland,
Nr. 5 in Europa**

Geschäftsmodell

Die ALNO AG ist einer der führenden Küchenmöbelhersteller Deutschlands. Das in Pfullendorf ansässige Unternehmen ist 1927 durch Albert Nothdurft in Wangen bei Göppingen gegründet worden. Bereits 1958 wurde die Produktion zum heutigen Standort Pfullendorf verlegt. Insgesamt verfügt das Unternehmen über vier Produktionsstandorte in Deutschland und drei Vertriebstochtergesellschaften im Ausland. Als einziger Küchenhersteller Europas ist ALNO im Mittleren Osten mit einer Produktion in Dubai vertreten und somit in der Lage, speziell für die Bedürfnisse des dortigen Marktes zu produzieren.

Das Unternehmen verfügt über eine 4-Marken-Strategie, wobei die Marke *ALNO* das Premium-Segment abbildet, *WELLMANN* für den klassisch-modernen Kunden steht und *IMPULS* den eher minimalistischen Kunden anspricht. Mit der Einsteigermarke *PINO* wird das Sortiment abgerundet.

Die ALNO AG ist der zweitgrößte Küchenhersteller in Deutschland und die Nummer fünf in Europa. Als bekannteste deutsche Küchenmarke beschäftigt das Unternehmen rund 1.900 Mitarbeiter.

**Seit Mitte 2011
Etablierung eines
Managements mit
fundierter Branchen-
und Kapitalmarkt-
expertise**

Management

Bedingt durch die häufigen Vorstandswechsel konnte das Unternehmen keine nachhaltige Perspektive entwickeln. Dies änderte sich jedoch mit der Ernennung von *Max Müller* als neuen CEO im April 2011. Er schlug einen klaren Restrukturierungskurs ein, der zunächst eine Stabilisierung der Finanzlage und darauf aufbauend die Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens vorsah. Als jahrelanger Vorstandsvorsitzender der Adler Bekleidungswerke AG und bis heute noch Verwaltungspräsident der Comco Holding AG verbindet er die Erfahrung als Vorstand eines börsennotierten Unternehmens auf der einen Seite und die Denkweise eines Investors auf der anderen Seite. Herr Müller ist mit 5,56% am Unternehmen beteiligt. Darüber hinaus hat die Comco Holding der ALNO AG Darlehen bis zu 30 Mio. Euro gewährt.

Im gleichen Jahr konnte *Ipek Demirtas* für den Posten des CFO bei der ALNO AG gewonnen werden. Frau Demirtas war zehn Jahre als Führungskraft bei PricewaterhouseCoopers tätig. Darüber hinaus bekleidete sie mehrere Führungspositionen, u.a. bei Petroplus Mineralölprodukte Deutschland GmbH und beim Entsorgungskonzern OTTO.

Im Februar 2013 kam *Ralph Bestgen*, CSO der ALNO AG, vom US-Konzern Whirlpool, mit über 30% der Anteile größter Aktionär der ALNO

AG. Herr Bestgen war zuvor als CEO der Bauknecht Hausgeräte GmbH tätig und verfügt über hervorragende Branchenkenntnisse.

Zuletzt konnte im April 2013 *Manfred Scholz* als COO gewonnen werden. Herr Scholz war zuvor 13 Jahren für die amerikanische Steelcase Gruppe in Rosenheim tätig. Unter anderem war er als Europachef verantwortlich für die Produktionsstätten in Europa und dem Mittleren Osten. Steelcase ist der weltweit größte Hersteller von Objektmöbeln.

Strategische Ansatzpunkte

Unternehmensstrategie basiert auf 2 Säulen: Steigerung der Kapazitätsauslastung und Erhöhung der Exportquote

Kernziel der Gesellschaft ist es, durch eine Steigerung der Kapazitätsauslastung an den Produktionsstandorten den operativen Turnaround nachhaltig zu bestätigen und gleichzeitig eine erfolgreiche Internationalisierung voranzutreiben.

Wie bereits erwähnt verfügt die ALNO AG über eine 4-Marken-Strategie und kann damit im Gegensatz zur Konkurrenz mit ihrem umfassenden Portfolio annähernd 80% der Preissegmente im deutschen Küchenmarkt abdecken.

Das Einstiegssegment wird durch die Marke **PINO** abgedeckt. Die Produktion und Montage findet im Werk in Coswig, Sachsen-Anhalt, statt, während die benötigten Bauteile aus Pfullendorf geliefert werden. Bei knapp über 200 Beschäftigten beträgt die Kapazitätsauslastung derzeit 90% im 2-Schichtbetrieb. PINO-Küchen werden überwiegend als Block bezogen. Die Produktvarianz ist preislich für den Kunden aber sehr interessant. Als Zielgruppe wird hier vor allem die jüngere Bevölkerung angesprochen, die mit trendigen Küchenmöbeln die erste Wohnung ausstatten möchte. Hauptwettbewerber sind in dieser Kategorie Burger, Express sowie Artego.

Ein Segment hochpreisiger ist die Marke **IMPULS** etabliert. Kunden, die Wert auf Qualität legen, aber eher einen minimalistischen Einrichtungsstil bevorzugen, kommen hier auf ihre Kosten. Produktion und Montage erfolgen im Werk in Brilon, NRW. Bei etwas mehr als 230 Mitarbeitern liegt die Kapazitätsauslastung im 2-Schichtbetrieb derzeit bei 90%. Analog zu PINO werden die Bauteile aus Pfullendorf und Enger geliefert. Alleinstellungsmerkmal von Impuls ist „Die Schnelle Küche“. Trotz individueller Planbarkeit kann sie innerhalb von zehn Werktagen durch den Schnellieferservice deutschlandweit geliefert werden. Dies ist oftmals ein entscheidendes Verkaufsargument bei etwa identischen Preisen zur Konkurrenz. Als Wettbewerber in diesem Segment sind vor allem Express, Burger und Nobilia zu nennen.

Für den klassisch-modernen Kunden steht das **WELLMANN**-Programm der ALNO AG zur Verfügung. Produktion und Montage der hochwertigen WELLMANN Küchen sind in Enger (NRW). Bei etwa 530 Beschäftigten liegt die Auslastung aktuell bei 80%. WELLMANN zeichnet sich vor allem

durch ein umfangreiches Sortiment aus, das sich in der Tiefe mit zahlreichen innovativen Details und hochwertigen Elektrogeräten planen lässt. Auf Grund dieses Variantenreichtums werden deutlich mehr Mitarbeiter als in den Werken Coswig und Brilon benötigt. Das Auslastungsdefizit soll durch die Internationalisierungsstrategie und damit einhergehender Mehrproduktion zeitnah behoben werden. Als Hauptwettbewerber in diesem Segment sind die namhaften Marken Nobilia, Nolte sowie Brigitte zu nennen.

Behebung des Auslastungsdefizits im Hauptwerk Pfullendorf im Zuge der Internationalisierung

Die Marke **ALNO** bildet das Premium-Segment der ALNO AG, welches sich durch hochwertige Materialien und beste Qualität „Made in Germany“ auszeichnet. So wurden auch im Jahr 2013 wieder ALNO Produkte mit mehreren Design-Awards ausgezeichnet. Besonderes Highlight war die Auszeichnung als „Marke des Jahrhunderts“. ALNO wurde dabei als einziger deutscher Küchenhersteller geehrt. Die Serienfertigung, Einzelfertigung sowie Montage der ALNO Küchen werden am Stammsitz im baden-württembergischen Pfullendorf vollzogen. Neben der Lackierung der hochwertigen Küchenmöbel wurde im Jahr 2012 auch eine Glas- und Keramikfertigung aufgebaut. Das Werk in Pfullendorf beliefert alle drei weiteren Werke mit Bauteilen. Bei ca. 700 Mitarbeitern liegt die Produktionskapazität bei etwa 65% im 1-Schichtbetrieb. Diese mangelnde Auslastung im Hauptwerk war über Jahre hinweg der Hauptgrund für die schlechte operative Entwicklung der ALNO AG. Da der deutsche Küchenmarkt nicht ausreicht, um die Auslastungslücke zu schließen, setzt das Management darauf, mit einer Internationalisierungsstrategie für eine nachhaltig höhere Nachfrage nach ALNO-Küchen und folglich für eine höhere Produktion am Standort Pfullendorf zu sorgen.

Eine weitere Auslastung erhofft sich das Management durch das neue Küchenkonzept „tielsa“. Die im November 2012 gegründete Minderheitsbeteiligung tielsa GmbH soll Küchen auf Basis des Küchenkonzeptes „Bewegte Küche“ vertreiben. Dieses Konzept zeichnet sich durch eine einzigartige Funktionalität bezogen auf Ergonomie und Technik sowie durch modernes Design aus. Es wurde auf der internationalen Möbelmesse „imm cologne“ im Januar 2013 als Produktneuheit vorgestellt und fand dort höchstes Publikums- und Medieninteresse. Im Juli 2013 wurde in Pfullendorf der weltweit erste tielsa-Showroom eröffnet.

Deutliche Erhöhung der Exportquote von bis dato 29% durch organische und anorganische Internationalisierung geplant

Das Unternehmen setzt derzeit etwa 70% aller Küchen in Deutschland ab. Davon werden ca. 90% der Umsätze über Einkaufsverbände realisiert. Daher liegt der Fokus des Managements in der zunehmenden Internationalisierung. Im Ausland sind wesentlich höhere Margen zu erzielen, da die Märkte weniger stark von Einkaufsverbänden dominiert werden. Darüber hinaus ergeben sich bessere Möglichkeiten der Vertikalisierung, die sich auch in den Handelsmargen niederschlagen. Gleichzeitig wird damit der Auslandsanteil am Umsatz von aktuell etwa 29% signifikant gesteigert. Durch die kürzlich bekannt gegebene Übernahme des Schweizer Marktführers AFG Küchen steigt der Auslandsanteil am Umsatz auf über 40% und liegt damit im Branchenschnitt.

Zu den bereits ergriffenen organischen Internationalisierungsmaßnahmen gehört u.a. der im April 2012 über die Tochtergesellschaft ALNO U.K. Ltd., Dewsbury in Großbritannien erworbene Premium-Händler Built-In Kitchens Ltd, Sevenoaks. Das Unternehmen vertreibt vorwiegend hochwertige Küchen der Marke ALNO und ist darüber hinaus in diesem wichtigen europäischen Küchenmarkt erfolgreich im Immobiliengeschäft tätig. Heute betreibt ALNO in UK 16 eigene Küchenstudios.

Einer der Kernzielmärkte für die ALNO AG ist der Hochpreismarkt Schweiz, der zudem jährliche Wachstumsraten von rund 3% aufweist. Hier hat die ALNO (Schweiz) AG in 2013 fünf exklusive Küchenstudios eröffnet.

Die ALNO USA Corporation baut in den USA das Händlernetz weiter aus. Auch der Direktverkauf an Endverbraucher über eigene Studios wurde begonnen. So wurden in New York und Miami eigene Küchenstudios eröffnet. Sie werden für Produktpräsentationen, Veranstaltungen sowie für Händlertrainings genutzt. Darüber hinaus dienen die Studios auch als Beratungszentren für Kunden und Projektentwickler aus der Immobilienwirtschaft. Die USA sind mit einem Volumen von über zehn Milliarden US Dollar der größte individuelle Küchenmarkt der Welt. In den USA sollen zeitnah weitere Studios eröffnet werden.

**2 Joint Ventures in
China eröffnen hohes
Wachstumspotenzial**

Besondere Aufmerksamkeit hat bei ALNO der Zielmarkt China. Hier ist das Unternehmen mit aktuell zwei Joint Ventures sehr gut positioniert. Die ALNO AG ist einerseits mit 45% am JV mit der WONDER TREASURE HOLDINGS LIMITED für die Märkte VR China, HK und Macau beteiligt. Der Joint-Venture Partner ist ein in China führender Importeur für deutsche Einbaugeräte und Markenküchen.

Durch eine strategische Vertriebspartnerschaft mit der etablierten Shun Hing Group erhält ALNO exklusiven Zugang zum Projektgeschäft in Hongkong. Die Shun Hing Group wird künftig ALNO-Produkte exklusiv in Hongkong vertreiben, verfügt über langjährige Erfahrung im Projektgeschäft und ist Marktführer im Bereich Klimatechnik. Im Oktober 2013 wurde der erste Flagshipstore in HK eröffnet. In vier Projekten konnten insgesamt bereits ca. 1.150 Küchen der Marke ALNO abgesetzt werden. In 2014 sollen weitere imagerträchtige Stores in Peking, Chengdu und Shenyang eröffnet werden, sodass zukünftig mit deutlich steigenden Umsätzen in dieser Region zu rechnen ist, was ebenfalls zu einer besseren Auslastung des Werkes in Pfullendorf führen wird.

Das zweite chinesische Joint Venture der ALNO AG, die ALNO China Holding Limited, Hongkong/China, gründete im Juni 2013 gemeinsam mit der Nature Vanessa Holding Company, Hongkong/China, ein neues Unternehmen, die Wellmann China Company Limited, British Virgin Islands. Dieses Unternehmen soll das Partnerunternehmen Nature bei der Akquise von Franchisenehmern unterstützen, die in China Küchenshops unter dem Namen „Wellmann“ eröffnen. Insgesamt sollen bis Juli 2015 bis zu 100 Wellmann-Shops in China eröffnet werden.

Darüber hinaus wurden zusätzlich auch die Impuls China Company Limited, British Virgin Islands, sowie die Pino China Company Limited, British Virgin Islands, gegründet.

Jüngste Geschäftsentwicklung

GJ 2012 im Zeichen der Entschuldung und Liquiditätsbeschaffung

Das Jahr 2012 stand allem voran im Zeichen der Entschuldung und Liquiditätsbeschaffung zur Fortführung des Konzerns. In deren Zuge wurde im November 2012 eine Bezugsrechtskapitalerhöhung mit einem Volumen von 44 Mio. Anteilen zu je 1,05 Euro durchgeführt. Im Geschäftsjahr 2012 konnte ein Umsatz von 446,3 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Besonders hervorzuheben war der Anstieg des operativen, bereinigten Ergebnisses (EBITDA), welches sich um 35,8 Mio. Euro auf 16,9 Mio. Euro erhöhte (Vj.: -19,1 Mio. Euro).

In den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2013 erzielte das Unternehmen ein operatives Ergebnis (EBITDA) in Höhe von 7,7 Mio. Euro (Vj.: 8,8 Mio. Euro). Der Umsatz reduzierte sich dagegen auf 293,6 Mio. Euro gegenüber 338,9 Mio. Euro im Vorjahr, was einem Rückgang von -13,4% y-o-y entspricht. Zwar wurde der Umsatzrückgang seitens des Managements in Folge von durchgeführten Preiserhöhungen nicht so deutlich erwartet, mit Blick auf das operative Ergebnis zeigt sich jedoch, dass die Devise „Ertrag vor Umsatz“ konsequent verfolgt und auf margenschwache Umsätze, die keinen angemessenen Deckungsbeitrag liefern, verzichtet wird.

Positives operatives Ergebnis (EBITDA) im 3. Quartal 2013; 1. Halbjahr noch von positiven Sondereffekten überzeichnet

Hinsichtlich der operativen Geschäftsentwicklung im 3. Quartal sind neben den sequentiell gestiegenen Umsätzen (Q2: 96,1 Mio. Euro vs. Q3: 97,1 Mio. Euro) und den steigenden Auftragseingängen (Rückenwind durch die erfolgreiche Küchenmesse „Küchenmeile A30“) vor allem das positive operative Ergebnis (EBITDA) in Höhe von 1,6 Mio. Euro zu erwähnen, während das erste Halbjahr diesbezüglich noch von Sondereffekten überzeichnet war.

Finanzierung der eingeschlagenen Unternehmensstrategie u.a. durch erfolgreiche Begebung einer Mittelstandsanleihe

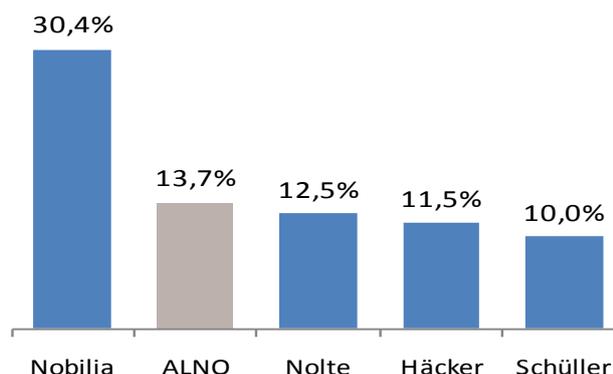
Auch auf der Kapitaleseite erzielte das Unternehmen im abgelaufenen Jahr weitere Erfolge zur Finanzierung der Unternehmensstrategie. So konnte im April eine Mittelstandsanleihe über 45 Mio. Euro im Entry Standard der Deutschen Börse platziert werden. Die Anleihe hat eine Laufzeit von 5 Jahren und ist mit einem Coupon von 8,5% p.a. verzinst.

Darüber hinaus konnten bestehende überfällige Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen der Bauknecht Hausgeräte GmbH in ein langfristiges Darlehen in Höhe von 30 Mio. Euro umgeschuldet werden. Zwei Factoring-Linien (ALNO AG und ALNO UK Ltd.) über insgesamt rund 12 Mio. Euro stärkten im Jahresverlauf zusätzlich die Liquidität des Unternehmens.

Deutscher Küchenmarkt: 5 Anbieter generieren rund 70% des Gesamtumsatzes

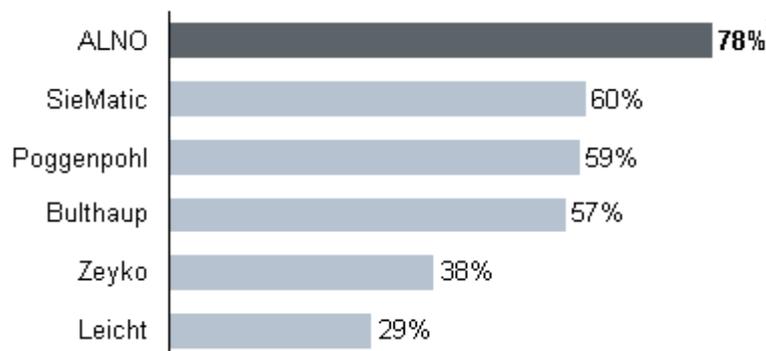
Marktanalyse

Von insgesamt etwa 60 verschiedenen Küchenanbietern in Deutschland teilen sich fünf Anbieter knapp 70% des Gesamtumsatzes. Die ALNO AG liegt dabei mit einem Marktanteil von 13,7% knapp vor Nolte. Unangefochtener Marktführer mit einem Marktanteil von rund 30% ist Nobilia, wie einer Studie der GFK über den deutschen und europäischen Küchenmarkt aus dem Jahr 2013 zu entnehmen ist.



Quelle: GFK Februar 2013; Marktanteile nach Umsätzen in Deutschland

Im deutsche Küchenmarkt und beim Endverbraucher hat ALNO den mit Abstand höchsten Bekanntheitsgrad, wie einer Marktstudie des „Centre for Industrial Studies“ (CSIL) aus dem Jahr 2012 zu entnehmen ist.



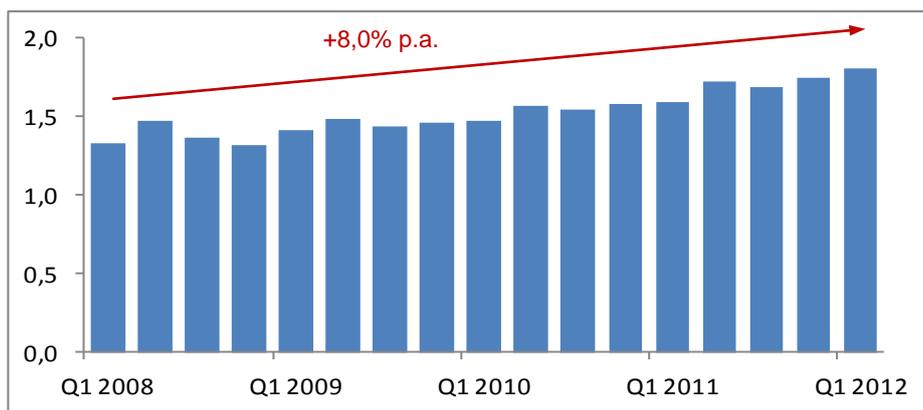
Quelle: CSIL 2012; Markenbekanntheit deutscher Küchenhersteller

Im Durchschnitt beträgt der Kaufpreis einer Küche in Deutschland inkl. Elektrogeräten 6.000 Euro. Rund 50% aller Küchenumsätze in Deutschland werden in einer Spanne von 4.000 – 8.000 Euro erzielt. Der ALNO Konzern hat auf diese Entwicklung reagiert und die Marke WELLMANN, die dieses Preissegment bedient, mit neuen Produktlinien entsprechend positioniert. Aufgrund der guten wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland in den vergangenen Jahren sind immer mehr Endverbraucher bereit, in qualitativ und preislich hochwertigere Küchen zu investieren. Dieses am stärksten wachsende Preissegment ab 10.000

Euro bietet der Marke ALNO erhebliches Entwicklungspotential. Das führt zudem zu einer deutlich verbesserten Kapazitätsauslastung am Standort Pfullendorf.

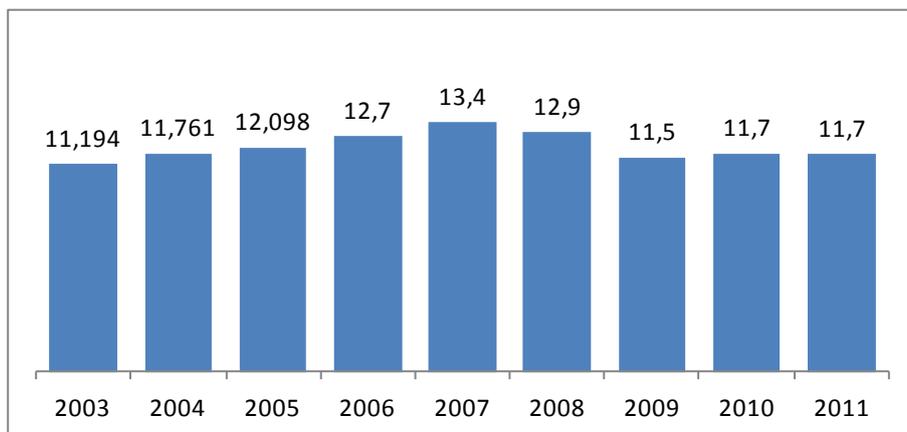
**Historisch niedrige
Bauzinsen befeuern
Nachfrage**

Der deutsche Küchenmarkt unterlag in den letzten Jahren mit durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten von 8% einem stetigen Wachstum. Getrieben durch die guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und allen voran den historisch niedrigen Bauzinsen ist der Wohnungsbau der wichtigste Nachfragemotor bei Küchen.



Quelle: GFK Juli 2012; Deutscher Küchenmarkt in Mrd. Euro

Während in Europa bis einschließlich des Jahres 2007 jährliche Steigerungsraten des Küchenumsatzes verzeichnet werden konnten, kam es aufgrund der Weltwirtschaftskrise mit entsprechenden Auswirkungen vor allem für die südeuropäischen Länder ab dem Jahr 2008 zu einem deutlichen Einbruch des europäischen Küchenmarktes. Aktuell zeichnet sich bei einem Marktvolumen von rund 12 Mrd. Euro eine Stabilisierung ab.



Quelle: GFK Juli 2012; Europäischer Küchenmarkt in Mrd. Euro

**Import-Hochburgen
Frankreich, Schweiz,
Österreich und China
versprechen weiteres
internationales
Wachstum für Küchen
„Made in Germany“**

Exportstatistiken zufolge wird die Nachfrage nach deutschen Küchen in den bedeutendsten europäischen Importmärkten UK, Benelux, Frankreich, Schweiz sowie Österreich zukünftig weiter steigen. International sind die Märkte mit dem größten Potential für Küchen „Made in Germany“ USA, China und Russland.

Durch die beiden aussichtsreichen Joint Ventures in China, die Auslandstochtergesellschaften in den USA und UK sowie durch die Übernahme des Schweizer Marktführers AFG ist die ALNO AG nun auch international bedeutend besser aufgestellt als noch vor wenigen Jahren, um eine margenstarke Internationalisierung weiter voran zu treiben.

Übernahme der AFG Küchen AG

**Übernahme der
Schweizer AFG Küchen
AG mit den beiden
Marken „Piatti“ und
„Forster Schweizer
Stahlküchen“**

Wie am 17. Januar 2014 bekannt gegeben wurde, übernimmt die ALNO AG im Rahmen eines Share Deals 100% der Anteile der AFG Küchen AG. Der Schweizer Marktführer verfügt über die Marken „Piatti“ und „Forster Schweizer Stahlküchen“ und hat im Geschäftsjahr 2013 voraussichtlich einen Umsatz von rund 140 Mio. Euro generiert. Durch die Übernahme setzt ALNO die eingeschlagene Expansions- und Internationalisierungsstrategie konsequent fort und kann sich mit einem nun signifikant auf über 40% gestiegenen Auslandsanteil am Umsatz aus der Abhängigkeit des wettbewerbsintensiven deutschen Marktes befreien. Zusätzlich dürfte das Unternehmen von einem bereits etablierten Vertriebsnetz im Küchen-Wachstumsmarkt Schweiz profitieren, in dem ALNO mit der Übernahme zum absoluten Marktführer aufsteigt. Der Schweizer Küchenmarkt verfügt über ein hohes Preisniveau und weist kontinuierliche jährliche Steigerungen von etwa 3% auf, die vor allem den ungebremsten Neubau- und Modernisierungstätigkeiten geschuldet sind.

Die AFG Küchen AG produziert mit ihren beiden Marken Holz- und Stahlküchen sowohl für den Privatbereich als auch für das Projektgeschäft. Zudem bietet AFG umfangreiche Serviceleistungen für die gelieferten Küchen an. Der Standort von Piatti befindet sich in Dietlikon bei Zürich, wo jährlich rund 14.000 Küchen in einem 2-Schichtbetrieb produziert werden.

Der Produktionsstandort der Forster Schweizer Stahlküchen befindet sich in Arbon am Bodensee, wo sich auch der Verwaltungssitz der AFG Küchen AG befindet. Jährlich werden dort etwa 3.500 Küchen im 1-Schichtbetrieb produziert.

Bislang wurden beide Marken fast ausschließlich im Schweizer Markt vertrieben. Mit Hilfe der etablierten internationalen Vertriebsstrukturen der ALNO AG erwarten wir bei Forster Schweizer Stahlküchen eine Umsatzverdopplung in den nächsten 2-3 Jahren. Im Geschäftsjahr 2013 dürfte sich der Umsatz bei Foster Schweizer Stahlküchen auf rund 35 Mio. Euro belaufen haben. Vor allem in den asiatischen Märkten, den USA und im Nahen Osten gibt es großes Marktpotential nach

Stahlküchen, da diese Materialien absolut unempfindlich auf hohe Luftfeuchtigkeit reagieren.

Mit rund 500 Mitarbeitern erzielte das Unternehmen in 2013 voraussichtlich etwa 140 Mio. Euro Umsatz. Rund 80% des Umsatzes erzielt AFG Küchen im Direktvertrieb mit 14 eigenen Küchenshops in allen großen Städten der Schweiz. Die restlichen 20% werden über etwa 80 exklusive Fachhändler generiert.

Während Piatti in den letzten Jahren durchweg profitabel arbeitete, fielen bei Forster Schweizer Stahlküchen kontinuierlich Verluste an. Aus diesem Grund wurde Ende 2012 ein umfangreiches Effizienzsteigerungsprogramm mit Fokus auf Forster und den Vertrieb auf den Weg gebracht, welches sich im Jahr 2014 ergebniswirksam niederschlagen sollte.

Deal bietet eine Reihe von Synergie- und Skaleneffekten

Die Übernahme durch die ALNO AG bringt für beide Seiten eine Reihe von Vorteilen mit sich. Wie bereits angesprochen kann sich ALNO durch einen nun deutlich gestiegenen Auslandsanteil am Umsatz zunehmend vom umkämpften deutschen Küchenmarkt lösen. Das Unternehmen verfügt zudem mit den Stahlküchen über ein hochpreisiges und margenstarkes Nischenprodukt, das ein absolutes Alleinstellungsmerkmal aufweist. Dies erlaubt eine deutliche Differenzierung vom Wettbewerb und ermöglicht dank der etablierten Vertriebsstrukturen der ALNO AG die Erschließung neuer internationaler Märkte.

Durch den Zusammenschluss mit der ALNO AG erhält die AFG Küchen AG auch Zugriff auf das gesamte Produktspektrum und Produkt-Know-How des ALNO Konzerns, wodurch sich speziell für Piatti ganz neue Möglichkeiten für das Produktangebot ergeben dürften. Einerseits wird der Aufbau neuer Produktprogramme im Einstiegsbereich sowie im Premium-Segment möglich sein, andererseits auch die Ergänzung des Leistungsangebots durch neue, bei ALNO produzierten Frontmaterialien wie z.B. Glas und Keramik.

Des Weiteren birgt der Deal signifikante Skaleneffekte, beispielsweise durch deutlich bessere Einkaufskonditionen. Allein daraus antizipieren wir eine Ergebnisverbesserung von rund 3-4 Mio. Euro p.a. Das Unternehmen selbst sieht in Summe Synergieeffekte und Effizienzpotenziale zwischen 15 und 20 Mio. Euro ab 2015 p.a. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die laufenden Effizienzsteigerungsprogramme im Rahmen des Integrationsprozesses weiter optimiert werden.

Finanzierung des Kaufpreises über Kredite sowie die Begebung einer Wandelschuldverschreibung

Über den Kaufpreis für die AFG Küchen AG wurde Stillverschweigen vereinbart. Auf Basis des implementierten Effizienzsteigerungsprogramms, welches 2014 ihre volle Wirkung entfalten dürfte, schätzen wir auf Stand-Alone-Basis für das GJ 2013 ein bereinigtes EBITDA von rund 5 Mio. Euro, ohne dabei Skaleneffekte- und Einmalkosten zu berücksichtigen. Bei einem aus unserer Sicht angemessenen EBITDA-Multiple von 6 dürfte der Kaufpreis (Enterprise Value) für die AFG

Küchen AG rund 30 Mio. Euro betragen. Die Finanzierung der Übernahme wird durch bereits zugesagte Kredite von Schweizer Banken und durch die Ausgabe einer bei großen Investoren platzierten Wandelschuldverschreibung erfolgen.

SWOT-Analyse

STÄRKEN	SCHWÄCHEN
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 4-Marken-Strategie deckt 80% der Preissegmente im deutschen Markt ab ▪ ALNO mit höchstem Bekanntheitsgrad in Deutschland ▪ Seit über 85 Jahren im Markt vertreten ▪ Aussichtsreiche Positionierung im In- und Ausland: Nummer 2 in Deutschland und Nummer 5 in Europa 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mangelnde Kontinuität aufgrund häufiger Managementwechsel in den letzten Jahren ▪ In Deutschland werden die Preise durch wenige große Einkaufsverbände bestimmt ▪ Aktuell noch zu geringe Kapazitätsauslastung der Werke in Pfullendorf und Enger
CHANCEN	RISIKEN
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Organische und anorganische Internationalisierung birgt signifikantes Margenverbesserungspotenzial ▪ Hohes Synergiepotenzial und Stärkung des Produktportfolios durch die Übernahme der Schweizer AFG Küchen AG ▪ Steigende Kapazitätsauslastung bietet deutlichen Ertragshebel 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Weiterer potenzieller Umsatzrückgang im Falle erneuter Preiserhöhungen ▪ Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage inkl. Nachlassen des Baubooms vor allem in Deutschland ▪ Hoher Kapitalbedarf für die Geschäftsexpansion im Rahmen der Internationalisierungsstrategie

Quelle: The ACON Group SE

Ausblick & Fazit

Nach erfolgreicher Restrukturierung nun Fokus auf Stärkung der Ertragskraft

Die ALNO AG wurde ab Mitte 2012 unter der Federführung von Max Müller erfolgreich restrukturiert. Stand zunächst noch die Entschuldung und Liquiditätsbeschaffung auf der Agenda, widmet man sich nun einer höheren Kapazitätsauslastung sowie der internationalen Expansion mit dem Ziel der Steigerung der Ertragskraft. Mit der größten Übernahme der jüngsten Firmengeschichte in Form der Schweizer AFG Küchen AG kann die ALNO AG einen bedeutenden Fortschritt in ihrer Internationalisierungspolitik erzielen und sich dadurch weiter von der Abhängigkeit des stark umkämpften deutschen Küchenmarktes lösen.

***Geschäftsjahr 2014
dürfte noch von
Integrationskosten
geprägt sein***

Für das Gesamtjahr 2013 kalkulieren wir mit Umsätzen von rund 400 Mio. Euro (-9% ggü. Vorjahr) sowie einem operativen Ergebnis (EBITDA) von rund 9 Mio. Euro, was im Einklang mit der Unternehmens-Guidance steht. Im Geschäftsjahr 2014 erwarten wir Umsätze in Höhe von rund 562 Mio. Euro nebst einem EBITDA von rund 20 Mio. Euro. In dieser Prognose haben wir negative Einmaleffekte von rund 8 Mio. Euro im Zuge der Integration der AFG Küchen AG in den ALNO-Konzern berücksichtigt. Aufgrund höherer Abschreibungen und Zinsbelastungen dürfte sich der Jahresfehlbetrag in 2014 jedoch noch einmal leicht ausweiten. Das volle Ausmaß an Synergie- und Skaleneffekten wird sich unseres Erachtens erstmalig im Geschäftsjahr 2015 zeigen.

***DCF-Modell liefert
fairen Wert von
1,81 € je Aktie***

Das Discounted Cashflow-Modell liefert einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 1,81 Euro. Unter Berücksichtigung des aktuellen Kurses (1,13 Euro, Xetra Schlusskurs vom 23.1.2014) lautet das Votum „BUY“. Bezüglich der Bewertung ist darauf hinzuweisen, dass wir jeweils Risikoabschläge hinsichtlich der operativen Unternehmensplanung seitens des Managements sowie der verlautbarten Synergieeffekte vorgenommen haben, so dass in dieser Hinsicht bei entsprechender Lieferung weiteres Upside-Potenzial besteht.

Financials

Gewinn- und Verlustrechnung (in T€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	452.810	446.258	400.327	561.938	574.210	603.647	621.756
Bestandsveränd. + aktiv. Eigenleistungen	882	396	-2.647	1.423	1.586	1.329	1.512
Gesamtleistung	453.692	446.654	397.680	563.361	575.796	604.976	623.268
Materialaufwand (inkl. Fremdleistungen)	-286.398	-257.948	-220.813	-291.479	-297.606	-314.185	-323.935
Personalaufwand	-98.529	-97.204	-96.109	-149.760	-147.310	-152.264	-154.817
Abschreibungen	-15.902	-15.850	-12.993	-17.500	-14.500	-14.900	-15.800
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-94.169	-84.376	-81.513	-105.827	-97.037	-99.811	-101.968
Sonstige betriebliche Erträge	6.270	9.798	9.568	3.821	4.768	4.593	4.974
Zuschreibungen auf Sachanlagen	0	2.768	5.513	0	0	0	0
Restrukturierungsergebnis	24.338	-2.965	0	0	0	0	0
EBITDA	5.204	13.959	8.813	20.116	38.611	43.309	47.522
EBIT	-10.698	877	1.333	2.616	24.111	28.409	31.722
Zinserträge	72	9.004	55	112	116	143	115
Zinsaufwendungen	-11.239	-10.822	-7.548	-12.462	-11.483	-10.653	-8.910
At-Equity Ergebnis	-3.351	-276	-276	-276	-276	-276	-276
Finanzergebnis	-14.518	-2.094	-7.493	-12.350	-11.366	-10.510	-8.794
EBT	-25.216	-1.217	-6.160	-9.734	12.745	17.899	22.928
Steuern	-345	-203	-1.063	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	-25.561	-1.420	-7.223	-9.734	12.745	17.899	22.928

Bilanz (in T€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögenswerte	86.455	89.213	102.220	139.397	143.900	147.890	150.966
Immaterielles Vermögen	5.989	8.685	9.235	11.410	12.010	12.310	12.410
Sachanlagen	73.490	75.668	82.038	113.038	116.969	120.694	123.687
Finanzanlagen	3.168	2.595	2.595	6.595	6.595	6.595	6.595
At-Equity bilanzierte Anteile	871	0	2.600	3.800	3.800	3.800	3.800
Sonstige langfristige Forderungen und latente Steueransprüche	2.937	1.857	5.357	4.157	4.157	4.157	4.157
Kurzfristige Vermögenswerte	73.215	79.039	76.927	101.385	100.743	106.785	107.522
Vorräte	25.915	24.452	22.695	33.196	33.894	34.909	35.993
Forderungen aus L+L	40.056	44.773	42.257	54.633	52.636	55.334	56.994
Sonstige Forderungen + sonstige Vermögenswerte	5.001	4.412	10.173	11.200	11.500	11.700	11.900
Zahlungsmittel & Zahlungsmitteläquivalente	2.243	5.402	1.803	2.356	2.713	4.841	2.635
Gesamt Aktiva	159.670	168.252	179.147	240.782	244.643	254.675	258.488
Eigenkapital	-73.344	-7.462	-14.711	-24.445	-11.700	6.199	29.127
Gezeichnetes Kapital	67.847	70.095	70.095	70.095	70.095	70.095	70.095
Kapitalrücklage	45.916	3.258	3.258	3.258	3.258	3.258	3.258
Sonstige	0	462	462	462	462	462	462
Gewinnrücklagen	-187.107	-81.507	-88.730	-98.464	-85.719	-67.820	-44.892
Minderheitenanteil	0	230	204	204	204	204	204
Rückstellungen	26.818	28.087	25.826	29.036	29.312	29.554	29.841
langfristig	21.191	22.582	24.163	24.163	24.163	24.163	24.163
kurzfristig	5.627	5.505	1.663	4.873	5.149	5.391	5.678
Fremdkapital	206.196	147.627	168.033	236.191	227.032	218.922	199.520
Langfristige Schulden	11.648	4.992	76.242	121.179	109.379	99.379	78.379
Finanzschulden	10.482	4.027	45.277	88.814	87.014	77.014	76.014
Gesellschafterdarlehen	0	0	30.000	30.000	20.000	20.000	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	816	764	764	764	764	764	764
Latente Steuern	350	201	201	1.601	1.601	1.601	1.601
Kurzfristige Schulden	194.548	142.635	91.791	115.012	117.653	119.543	121.141
Finanzschulden	99.082	14.919	15.665	31.330	31.330	31.330	31.330
Verbindlichkeiten aus L+L	86.824	118.190	64.404	46.961	49.601	51.491	53.089
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	365	365	438	438	438	438	438
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	8.277	9.161	11.284	36.284	36.284	36.284	36.284
Gesamt Passiva	159.670	168.252	179.147	240.782	244.643	254.675	258.488

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsberichte)

Cashflow-Rechnung (in T€)	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss	-1.420	-7.223	-9.734	12.745	17.899	22.928
Abschreibungen / Zuschreibungen	13.082	7.480	17.500	14.500	14.900	15.800
Veränderung Rückstellungen	1.269	-2.261	3.210	276	242	287
Veränderung Forderungen	-3.456	-6.732	-12.205	1.725	-2.863	-1.843
Veränderung Vorräte	1.463	1.757	-10.502	-698	-1.015	-1.083
Veränderung Verbindlichkeiten	32.049	-51.590	8.957	2.640	1.890	1.598
Bereinigungen	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (1)	42.987	-58.569	-2.774	31.188	31.053	37.686
Einzahlungen / Auszahlungen aus Anlageabgängen / Anlagezugängen	-17.085	-17.000	-51.875	-19.031	-18.925	-18.893
Einzahlungen / Auszahlungen in Wertpapiere bzw. finanzielle Vermögenswerte	573	0	-4.000	0	0	0
Bereinigungen	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit (2)	-16.512	-17.000	-55.875	-19.031	-18.925	-18.893
Einzahlungen / Auszahlungen Eigenkapital	67.302	-26	0	0	0	0
Erhöhung / Reduzierung Fremdkapital	-90.618	71.996	59.202	-11.800	-10.000	-21.000
Bereinigungen	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (3)	-23.316	71.970	59.202	-11.800	-10.000	-21.000
Finanzmittelbestand zu Beginn des GJ	2.243	5.402	1.803	2.356	2.713	4.841
Summe aus 1), 2 und 3)	3.159	-3.599	553	357	2.128	-2.207
Finanzmittelbestand zum Ende des GJ	5.402	1.803	2.356	2.713	4.841	2.635

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen), ALNO AG (Geschäftsberichte)

Bewertung

DCF-Modell (in T€)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
EBIT	1.333	2.616	24.111	28.409	31.722
Steuern	-1.063	0	0	0	0
Abschreibungen	12.993	17.500	14.500	14.900	15.800
Veränderungen Rückstellungen	-2.261	3.210	276	242	287
Investitionen Working Capital	-44.355	-16.348	3.640	-2.023	-1.345
Investitionen Anlagevermögen	-19.913	-54.675	-19.031	-18.925	-18.893
Free Cash Flow	-53.266	-47.697	23.496	22.603	27.571
Present Value	-53.266	-44.141	20.123	17.915	20.224
Terminal Value	254.814				
Wert des operativen Geschäfts	215.669				
Zahlungsmittel & Zahlungsmitteläquivalente	1.803				
Finanzschulden	-90.942				
Wert des Eigenkapitals	126.530				
Anzahl Aktien (in Tausend)	70.095				
Wert je Aktie (in EUR)	1,81				

Modell-Annahmen	
WACC	8,1%
Terminal Cost of Capital	7,6%
FCF Terminal growth	0,5%

Quelle: The ACON Group SE (eigene Schätzungen)

Disclaimer

Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV

Ersteller der Finanzanalyse (§2 Absatz 1 FinAnV)

Verfasser der Studie ist Markus Schwarz (Finanzanalyst).

Verantwortliches Unternehmen (§2 Absatz 1 FinAnV)

Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die The ACON Group SE.

Datum der Erstveröffentlichung (§4 Absatz 4 Nr. 1 FinAnV)

24.01.2014

Kursdaten (§4 Absatz 4 Nr. 2 FinAnV)

Alle Kursangaben beziehen sich, soweit nicht anders angegeben, auf die Kurse der Frankfurter Wertpapierbörse am 23.01.2014.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen (§4 Absatz 4 Nr. 3 FinAnV)

Ob und wann weitere Finanzanalysen zu den in dem Research aufgeführten Unternehmen veröffentlicht werden, steht zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht fest.

Vorausgegangene Finanzanalysen (§4 Absatz 4 Nr. 4 FinAnV)

In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die ACON Group SE folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht, die eine abweichende Empfehlung für eine Anlageentscheidung enthalten:

<u>Datum</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
--------------	----------------------------------	---------------------

Ersteinschätzung

Interessenkonfliktmanagement §3 FinAnV

Gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen hinzuweisen, weil sie die Unvoreingenommenheit der Ersteller der Finanzanalyse, der The ACON Group SE oder der mit ihr verbundenen Unternehmen oder der sonstigen für diese Unternehmen tätigen und an der Erstellung der Studie mitwirkenden Personen und Unternehmen (nachfolgend insgesamt die „**Interessenkonflikt-Personen**“ genannt) gefährden könnten.

Die von der The ACON Group SE im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen organisatorischen und regulativen Maßnahmen in Bezug auf ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind oder deren bestimmungsgemäße Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, basieren u. a. auf

1. der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche,
2. der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren,
3. der Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche,
4. der Unabhängigkeit der Vergütung dieser Mitarbeiter von der Vergütung, den erwirtschafteten Unternehmenserlösen oder Prämien anderer Mitarbeiter,
5. die Verhinderung einer unsachgemäßen Einflussnahme anderer Personen auf die Tätigkeit dieser Mitarbeiter,

6. die Verhinderung oder Kontrolle einer Beteiligung eines dieser Mitarbeiter an anderen Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Erstellung einer Finanzanalyse, sofern die Beteiligung ein ordnungsgemäßes Interessenkonfliktmanagement beeinträchtigen könnte,
7. einer gesonderten Überwachung dieser Mitarbeiter im Hinblick auf ihre Unabhängigkeit und Unvoreingenommenheit,
8. der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der The ACON Group SE oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens,
9. der Gewährleistung, dass Mitarbeiter, die den Inhalt und wahrscheinlichen Zeitplan von Finanzanalysen kennen, die weder veröffentlicht noch für Kunden zugänglich sind, für eigene Rechnung oder für Rechnung Dritter, einschließlich der The ACON Group SE oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens, keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit für eine Reaktion hatten, es sei denn, die Mitarbeiter handeln in ihrer Eigenschaft als Market Maker nach Treu und Glauben und im üblichen Rahmen oder in Ausführung eines nicht selbst initiierten Kundenauftrags,
10. dem Verbot der Annahme von Zuwendungen durch die The ACON Group SE und ihre Mitarbeiter, die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligt sind, von Personen, die ein wesentliches Interesse am Inhalt der Finanzanalyse haben,
11. dem Verbot, einem Emittenten für ihn günstige Empfehlungen zu versprechen,
12. dem Verbot, Entwürfe für Finanzanalysen, die bereits eine Empfehlung oder einen Zielpreis enthalten, vor deren Weitergabe oder Veröffentlichung Dritten, die nicht an der Erstellung der Analyse beteiligt sind, zugänglich zu machen, soweit dies nicht der Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Anforderungen durch die The ACON Group SE dient.

Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

Mögliche Interessenkonflikte können insbesondere aus den folgenden Umständen und Beziehungen resultieren (§5 FinAnV):

- 1) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 3 Prozent des Grundkapitals des Emittenten.
- 2) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person handeln regelmäßig in Aktien, anderen Wertpapieren oder Derivaten des Emittenten.
- 3) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person halten an den Aktien des Emittenten eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens drei Prozent des Grundkapitals.
- 4) Der The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine anderen Interessenkonflikt-Person gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere des Emittenten übernommen hat.
- 5) Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person für den Emittenten – ggf. gegen Vergütung – Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
- 6) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person sind Marketmaker für Wertpapiere des Emittenten.
- 7) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person treten für den Emittenten als Makler (Corporate Broker) auf.

- 8) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person haben sonstige finanzielle Interessen in Bezug auf den Emittenten, z.B. halten sie unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate an dem Emittenten.
- 9) Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der The ACON Group SE oder eine entsprechende Personen eines mit ihr verbundenen Unternehmens oder einer anderen Interessenkonflikt-Person ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat des Emittenten.
- 10) Die The ACON Group SE oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine andere Interessenkonflikt-Person erwartet bzw. strebt in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dem Emittenten für Dienstleistungen im Investment Banking an.
- 11) Diese Finanzanalyse ist im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der The ACON Group SE oder einer anderen Interessenkonflikt-Person erstellt worden.
- 12) Im Rahmen der Börseneinführung oder eines öffentlichen Angebots von Finanzinstrumenten des Emittenten fungierte die Acon Actienbank AG, als verbundenes Unternehmen der The ACON Group SE, oder eine andere Interessenkonflikt-Person als Lead-Manager, Co-Lead-Manager, Co-Manager, Selling Agent oder Listing-Partner.

Nach Maßgabe der oben aufgeführten nicht abschließenden möglichen Interessenkonflikte legt die The ACON Group SE hiermit die nachstehenden Interessenkonflikte in Bezug auf den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente offen:

<u>Interessenkonflikte</u>	<u>ggf. Erläuterung</u>
(2), (5), (7), (8), (10), (11), (12)	

Wesentliche Informationsquellen

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen sowie veröffentlichten Unterlagen des Emittenten wie Geschäftsberichte, Börsenprospekte, Quartals- und Halbjahresberichte und Pressemitteilungen, ferner vom Emittenten erteilte Auskünfte sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen, in- und ausländische Informationsdienste, Wirtschaftspresse, Ratingagenturen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Bewertungsgrundlage und -methoden

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der The ACON Group SE werden im Rahmen der Unternehmensbewertung gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse, Scoring-Modelle) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. In der DCF-Methode wird der Ertragswert des Unternehmens berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Unternehmens, darstellt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei

gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Anlagehorizont

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, beziehen sich die Anlageurteile der The ACON Group SE auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil:

- „BUY“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 20%
- „HOLD“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 20%
- „SELL“ eine erwartete Wertminderung von über 20%

Haftungserklärung

Diese Studie enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die die Verfasser als zuverlässig erachten. Die Verfasser haben die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernehmen für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Weder die The ACON Group SE noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der Verfasser oder der The ACON Group SE für Schäden gleich welcher Art, seien es indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung derjenigen Verfasser, die diese Studie erstellt haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der The ACON Group SE oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der The ACON Group SE veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Finanzanalysen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen The ACON Group SE sie willentlich zur Verfügung gestellt hat.

Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Mit der Erstellung der Produktinformationen ist die The ACON Group SE insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs sowie eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten,

an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der in dieser Studie behandelten Finanzinstrumente für sie bestehen.

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der The ACON Group SE unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Der Kurschart dieser Finanzanalyse wurde mittels www.tradesignal-online.com erstellt und ist auch als solcher gekennzeichnet.

Abschließende Angaben (§4 Absatz 2 Satz 2 FinAnV)

Dem Emittenten wurde vor der Weitergabe bzw. der Veröffentlichung der Finanzanalyse diese zugänglich gemacht und anschließend geändert.

Die The ACON Group SE stellt sich vor

Neben den Holdingaktivitäten bietet The ACON Group SE eigenständig Finanz- & Unternehmensberatungsdienstleistungen an, die nicht im Sinne des § 1 Abs. 3d KWG reguliert sind.

Dienstleistungen

Das Dienstleistungsspektrum der The ACON Group SE umfasst dabei hauptsächlich Kapitalmarktberatung, Corporate Services sowie Business Development Services. Im Einzelnen gehören dazu:

- Beratung bei der Definition einer Kapitalmarktstrategie
- Entwicklung einer Equity Story
- Partnerselektion & -koordination (Banken, Investoren, WP, etc.)
- IPO-Beratung
- Gesellschaftsgründungen
- Verschmelzungen & Umwandlungen
- Sachkapitalerhöhungen
- Bestellung von Executives
- Organisation von Gesellschaftsversammlungen
- Buchführung
- Marktanalysen
- Analyse der bestehenden Wettbewerbs- und Vertriebsstruktur
- Verfügbarkeit als Manager auf Zeit & als Vertreter der Kunden
- Organbesetzung
- Aufbau von Partnerschaften

Impressum

The ACON Group SE

Heimeranstraße 37
80339 München
Deutschland

HRB München, Nr. 209546
Aktiengesellschaft mit Sitz in München

Internet: www.theacongroup.com
E-Mail: info@theacongroup.com
Telefon: +49 (0)89 244118 - 200
Telefax: +49 (0)89 244118 - 310

Vorstand: Dr. Michael Hasenstab, Dr. Jürgen Rotter