

<b>Hold</b> <b>EUR 1,05</b>	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Aktien Daten:</b>		<b>Beschreibung:</b>
	DCF:	1,05	Bloomberg:	ANO GR	Produziert und vertreibt Küchen und Küchenmöbel aus Holz und Stahl
Kurs	EUR 0,76	Peer Group 17e:	2,31	ANOG.DE	
<b>Upside</b>	<b>39,1 %</b>			ISIN:	DE0007788408
		<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b>	<b>Risikoprofil (WRe):</b>
		Marktkapitalisierung:	57,1	Freefloat	2015e
		Aktienanzahl (Mio.):	75,6	Max Müller & Familie	Beta:
		EV:	224,4	Whirlpool Germany	1,9
		Freefloat MC:	31,6	Nature Home Holding	KBV:
		Ø Trad. Vol. (30T):	13,34	NORDIC Kitchen Holding	1,5 x
					EK-Quote:
					11 %
					Net Fin. Debt / EBITDA:
					5,3 x
					Net Debt / EBITDA:
					6,5 x

## Erfolgreicher Turn-Around eröffnet Wachstumspotenziale - Aufnahme mit Halten

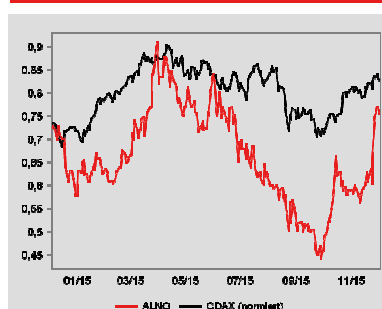
Die ALNO AG ist mit EUR 545,8 Mio. Umsatz in 2014 der zweitgrößte Hersteller von Küchen im deutschsprachigen Raum und der fünftgrößte Produzent in Europa. Das Unternehmen war in dem letzten Jahrzehnt vor dem Hintergrund eines stagnierenden Marktes und hohem Konkurrenzdrucks einem erheblichen Margendruck ausgesetzt. In 2012 gelang es dem Unternehmen den finanziellen Grundstein für einen Konzernumbau zu legen, der nun einen erfolgreichen Turn-Around ermöglicht.

Im Januar 2014 gab die ALNO AG die Übernahme der AFP Küchen AG (EUR 140 Mio. Umsatz in 2014) bekannt. Mit der Übernahme des Schweizer Marktführers AFP (inklusive der Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen) und dem Verkauf der ALNO-Tochtergesellschaft Impuls Küchen (Verkaufserlös EUR 40 Mio. WRe) im Mai 2015 (EUR 94 Mio. Umsatz 2014 WRe), hat die ALNO ihre Abhängigkeit vom margenschwachen und wettbewerbsintensivem Heimatmarkt maßgeblich reduziert. Folgende Maßnahmen sollten helfen, wichtige Synergien zu erzielen:

- Aufwertung des Piatti-Produktportfolios mit hochwertigen Materialien (z.B. Glas- und Keramik).
- Verlagerung der Piatti-Produktion zur Erhöhung der Kapazitätsauslastung im Konzern, insbesondere am Stammwerk in Pfullendorf.
- Umsatzausweitung durch die Internationalisierung der Forster Schweizer Stahlküchen unter der Marke ALNOINOX.
- Erzielung von Einkaufsvorteilen durch die Zusammenlegung der Einkaufsvolumina der Marken ALNO, Wellmann, Pino und Piatti.
- Margensteigerung durch den akquirierten Direktvertrieb in der Schweiz und den Ausbau des Direktvertriebs z.B. in UK, China und USA.
- Bereinigung des Markenportfolios und Abbau von Überschneidungen der Marken Pino und Impuls.
- Zentralisierung von administrativen Bereichen.

Vor dem Hintergrund der geschilderten Synergiepotenziale wird eine deutliche Verbesserung der Ertragslage des Konzerns erwartet. Das Unternehmen plant die Synergieeffekte in 2016 voll heben zu können. In unserem Modell wird die volle Ertragswirksamkeit aller genannten Aspekte binnen der kommenden zwei Jahre antizipiert. Bei der Unternehmenswertung kommen aufgrund der operativen und finanziellen Lage überdurchschnittlich hohe Risikoparameter zum Ansatz (Beta: 1,9; WACC: 11%). Das DCF-Modell liefert auf dieser Basis einen fairen Wert von EUR 1,05 je Aktie.

**Die Ersteinschätzung der Aktie lautet vor dem Hintergrund der Unsicherheit der Restrukturierung Halten.** Mit einer sukzessiven Umsetzung der genannten Maßnahmen erscheint ein Turn-Around jedoch als erreichbar. Weitere Meilensteine der Restrukturierung sind die wesentlichen Punkte, die zu einer positiveren Einschätzung führen können.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	27,4 %
6 Monate:	-4,3 %
Jahresverlauf:	15,0 %
Letzte 12 Monate:	-5,5 %

Unternehmenstermine:	

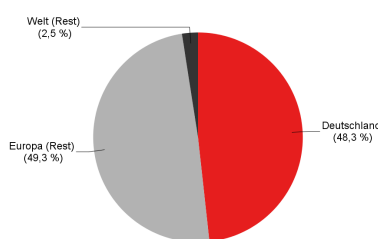
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	4,2 %	452,8	446,3	395,1	545,8	520,6	550,5	618,2
Veränd. Umsatz yoy		-3,1 %	-1,4 %	-11,5 %	38,2 %	-4,6 %	5,7 %	12,3 %
<b>Rohertragsmarge</b>		36,9 %	42,3 %	44,5 %	42,2 %	45,1 %	44,1 %	45,5 %
<b>EBITDA</b>	-3,0 %	5,2	14,0	6,7	40,0	25,9	16,0	36,5
Marge		1,1 %	3,1 %	1,7 %	7,3 %	5,0 %	2,9 %	5,9 %
EBITDA adj.	-	5,2	11,2	6,7	-37,1	3,2	16,0	36,5
<b>EBIT</b>	41,4 %	-10,7	0,9	-5,4	6,2	8,8	-1,0	17,7
Marge		-2,4 %	0,2 %	-1,4 %	1,1 %	1,7 %	-0,2 %	2,9 %
EBIT adj.		-10,7	-1,9	2,4	-70,8	-13,9	-1,0	17,7
<b>Nettoergebnis</b>	-	-25,6	-1,4	-17,3	-4,1	54,1	-16,1	3,1
JÜ adj.		-25,6	-1,4	-17,3	-81,2	-29,1	-16,1	3,1
<b>EPS</b>	-	-1,04	-0,05	-0,25	-0,06	0,72	-0,21	0,04
EPS adj.	-	-1,04	-0,05	-0,25	-1,16	-0,39	-0,21	0,04
<b>DPS</b>	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-0,89	0,36	-0,63	-0,02	-0,73	-0,14	0,01
<b>FCF / MarktKap.</b>		-39,0 %	28,4 %	-53,0 %	-2,5 %	-96,8 %	-18,9 %	1,3 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,4 x	0,2 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
<b>EV / EBITDA</b>		34,9 x	5,3 x	26,3 x	5,4 x	8,7 x	14,7 x	6,4 x
<b>EV / EBIT</b>		n.a.	84,2 x	n.a.	34,5 x	25,5 x	n.a.	13,3 x
<b>KGV</b>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0 x	n.a.	18,9 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,9 x
<b>FCF Yield Potential</b>		2,7 %	18,6 %	1,8 %	19,5 %	38,3 %	6,6 %	15,0 %
<b>Nettoverschuldung</b>		125,7	34,2	93,8	157,6	167,3	178,1	177,4
<b>ROCE (NOPAT)</b>		n.a.	2,6 %	n.a.	4,0 %	n.a.	n.a.	6,3 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz und EBITDA über Vorjahr						

### Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



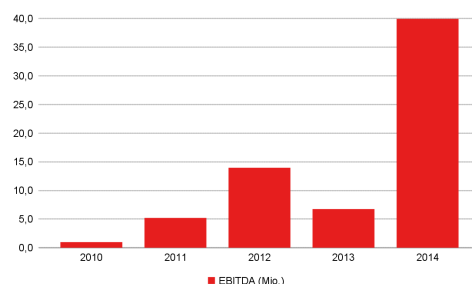
Quelle: Warburg Research

### Umsatz nach Regionen 2014; in %



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung EBITDA in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

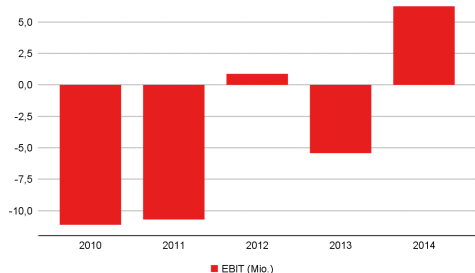
## Unternehmenshintergrund

- Die Grundsteine der heutigen ALNO AG wurden in 1927 gelegt. Seit 1957 ist der Hauptsitz des Konzerns in Pfullendorf, Baden-Württemberg. ALNO produziert Küchenmöbel an 4 Standorten (Deutschland und der Schweiz)
- ALNO designt, produziert und vertreibt Küchen und Küchenmöbel aus Holz und Stahl. Ca. 90 % des Umsatzes in Deutschland wird mit Einkaufsverbänden erzielt. Der Export erfolgt über Tochtergesellschaften und Partner.
- Das Markenportfolio umfasst in Deutschland die 3 Kernmarken ALNO, Wellmann und Pino. Im Januar 2014 kamen die 2 schweizer Traditionsmarken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen (ALNOINOX) hinzu.
- Zur Reduktion der Abhängigkeit vom deutschen Küchenmarkt wurden Tochtergesellschaften in der Schweiz, Großbritannien und den USA sowie drei Joint Ventures in China und Russland gegründet.

## Wettbewerbsqualität

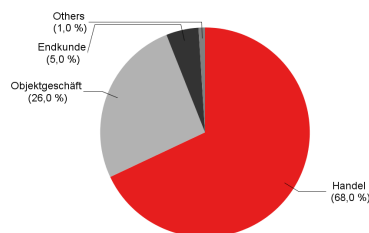
- ALNO ist zweitgrößter Küchenhersteller in Deutschland. Europaweit ist der Konzern die Nummer 5.
- Mit den Marken wird eine Positionierung der Produkte in den jeweiligen Preissegmenten und im jeweiligen Distributionskanal erzielt. ALNO deckt 80% aller Marktsegmente ab.
- Mit dem Erwerb der AFP Küchen AG können eigene freie Kapazitäten ausgelastet werden. Zudem kann durch einen Margenanstieg zum Wettbewerb aufgeschlossen werden.
- Da der Heimatmarkt von starken Einkaufsorganisation und geringen Margen bestimmt wird, liegt der Fokus auf der Internationalisierung. Mit der Übernahme der AFP Küchen AG wurde der Auslandsumsatz auf über 50% ausgeweitet.
- Durch die anhaltende Marktkonsolidierung wird weiter mit dem Ausscheiden von Wettbewerbern gerechnet. Hierin liegt die Chance für die ALNO AG anorganisch zu wachsen.

### Entwicklung EBIT in Mio. EUR



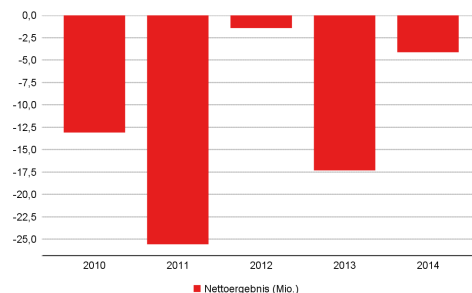
Quelle: Warburg Research

### Umsatz nach Segmenten 2014; in %



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung Konzernüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

<b>Investment Case</b>	<b>5</b>
Restrukturierung ermöglicht Turn-Around	5
Haupttreiber des Investment Case: Synergien durch AFP Übernahme	7
Internationalisierung als Sprung nach vorn	8
Positive Geschäftsentwicklung setzt sich auf im dritten Quartal fort	9
Verbesserte Profitabilität erwartet	10
Meilensteine 2015	11
<b>Zusammenfassung Investment Case</b>	<b>12</b>
<b>Bewertung</b>	<b>13</b>
<b>DCF Modell bildet Turn-Around und Synergien ab</b>	<b>13</b>
<b>Alternative Bewertungsansätze</b>	<b>14</b>
<b>Märkte, Wettbewerb und Wachstum</b>	<b>17</b>
Küchenmarkt DACH-Region	17
<b>Wettbewerbsqualität: Nr. 2 in Deutschland</b>	<b>20</b>
<b>ALNO ist die stärkste Marke</b>	<b>22</b>
Schweiz - ALNO AG baut durch AFP Kücken AG die Marktführung aus	23
Österreich – ALNO AG ist No. 3	24
Küchenmarkt Europa	25
<b>Finanzen</b>	<b>27</b>
Die AFP-Akquisition im Detail	27
Umsatzsplitt	27
Auswirkung der AFP-Akquisition auf den ALNO-Konzern	28
Umsatz und Synergiepotenzial	29
Gewinn und Verlust - Synergiepotenzial	30
Kostenstruktur der Gewinn- und Verlustrechnung	31
Bilanzanalyse - Aktive und Passive Unternehmensfinanzierung	33
Kapital- und Finanzierungskonzept 2013	34
Anleihen der ALNO AG	34
<b>Company &amp; Products</b>	<b>37</b>
5 Marken – 3 Konzepte	37
Übersicht und Erklärung der Marken	38
<b>Value Chain</b>	<b>38</b>
Einkauf mit Trend zum In-Sourcing	39
Produktion an 4 Standorten	39
Direktvertrieb in der Schweiz	39
<b>Management und Aufsichtsrat</b>	<b>40</b>
<b>Corporate Governance</b>	<b>42</b>

## ALNO auf einen Blick: 5 Marken – 4 Standorte



Marken	ALNO	Wellmann	Pino	Piatti	Forster / ALNOINOX
Mitarbeiter	686	563	214	340	150
Standorte	Pfullendorf	Enger	Costwig	Dietlikon	Arbon
Gründungsjahr/ Beginn Produktion	1927	1953	1994	1948	1953
durchs. Preis (Endkunden)	€ 12.000	€ 5.500	€ 2.000	€ 9.000	€ 15.000
Preissegment	Oberes bis Premium	Mittleres bis Oberes	Einstiegs- segment	Oberes bis Premium	Premium
Wettbewerber Im Segment	Leicht Schüller Nolte Häcker	Nobilis Nolte Brigitte	Burger Express Artego	Veriset Sanitas IKEA	n.a.
Modell- variationen	23	25	10	13	2
Farben	80	94	43	102	12

## Investment Case

### Unternehmensprofil

Die ALNO AG ist ein traditionsreicher Hersteller von Küchenmöbeln mit den Hauptabsatzmärkten Deutschland, Schweiz und Österreich. Durch ein breites Produktportfolio und eine Mehrmarkenstrategie deckt der Konzern mehr als 80% der Marktsegmente von der Einsteigerküche bis hin zum obersten Premiumsegment ab.

Die fünf Marken ALNO, Piatti, Wellmann, Forster Stahlküchen (ALNOINOX) und Pino sind in den jeweiligen Segmenten und Nischen mit einer klaren Kundenkommunikation platziert, sodass ein individueller und kundenspezifischer Vertrieb möglich ist.

Die Marken ALNO und Piatti sind die Küchenmarken mit dem höchsten Bekanntheitsgrad in Deutschland bzw. der Schweiz und genießen die größte Sympathie beim Endkunden. Handwerker bezeichnen ALNO als die Qualitätsküche (WR). Die hervorragende Wahrnehmung bei Kunden ist das größte Asset des Konzerns.

Der ALNO Konzern beschäftigt rund 2.100 Mitarbeiter an insgesamt 5 Standorten und erwirtschaftete einen konsolidierten Umsatz von rund EUR 545,8 Mio. im Geschäftsjahr 2014.

### Restrukturierung ermöglicht Turn-Around

Rückblickend befindet sich der ALNO Konzern seit über acht Jahren in der Restrukturierung und litt unter einer Vielzahl von negativen Entwicklungen. Im Einzelnen sind zu nennen:

- Fortlaufende Wechsel der Führungsverantwortlichen sowie
- einhergehende Strategiewechsel, die dem Unternehmen erheblichen Schaden zugefügt haben.
- Insbesondere die stetige Verschlechterung der Finanzlage hat viel Ansehen bei Großkunden und finanzierenden Banken gekostet.
- In der Folge dieser Entwicklung gingen die finanzierenden Banken trotz einer Überbesicherung nur bedingt weitere Finanzierungsmaßnahmen ein.
- Aufgrund der Unsicherheit bzgl. einer drohenden Insolvenz blieben teilweise Aufträge aus und die Umsätze gingen zurück.

CEO Max Müller und CFO Ipek Demirtas wurde in 2011 in den Vorstand berufen und haben seitdem entscheidende Maßnahmen eingeleitet und umgesetzt, die das Unternehmen zur befreienden Übernahme der AFP Küchen AG befähigt haben. Eine wesentliche Leistung des Vorstands war die Restrukturierung der Bilanz, hin zu einer bankenunabhängigen Finanzierung.

### Einzelne Maßnahmen der Restrukturierung waren:

- Eine Kapitalherabsetzung, mit anschließender Kapitalerhöhung. Sanierungsbeiträge von Gesellschaftern, Großlieferanten und Banken führten zu einer Reduzierung des negativen Eigenkapitals von EUR -73,3 Mio. in 2011 auf EUR -7,5 Mio. in 2012. In 2013 betrug das Eigenkapital EUR -18,4 Mio. Durch die AFP-Übernahme stieg das Eigenkapital um EUR 37,7 Mio. an, wurde jedoch durch erneute Verluste mit EUR -28,0 Mio. in 2014 ausgewiesen. Im ersten Halbjahr 2015 führte eine Kapitalerhöhung (5,5 Mio. Aktien) sowie die Aktivierung von latenten Steuern seit über acht Jahren erstmals wieder zu einem positiven Eigenkapital in Höhe von EUR 40,7 Mio.
- Mit den Mitteln (EUR 44,0 Mio.) der Kapitalerhöhung in 2012 wurden alle Bankverbindlichkeiten abgelöst. In der Folge wurden sämtliche Sicherheiten von Banken wieder frei gegeben.
- Emission einer Mittelstandsanleihe im Nominalwert von EUR 45,0 Mio. – Kupon 8,5% p.a. – Laufzeit bis April 2018. Die Erlöse wurden in die Internationalisierung, in

Sachanlagen sowie in das Working Capital investiert.

- Lieferant und Großaktionär Whirlpool hat Lieferantenverbindlichkeiten in ein langfristiges Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 30,0 Mio. umgeschuldet – Kupon 4,5% p.a. Es wurde eine Stillhaltervereinbarung bis Ende 2016 vereinbart. Im Januar 2015 wurde das Darlehen auf EUR 35,0 Mio. ausgeweitet.
- Die Comco Holding AG (Unternehmen von Max Müller, CEO) hat der ALNO AG Ende 2011 ein Darlehen in Höhe von EUR 30,0 Mio. gewährt, das zurzeit noch mit ca. EUR 8,1 Mio. besteht – Kupon 6,5% p.a.
- Eine Kapitalerhöhung wurde von dem chinesischen Joint Venture Partner Nature One Holding gezeichnet. Die Mittelzuflüsse in Höhe von EUR 5,8 Mio. wurden zur kurzfristigen Konzernfinanzierung verwendet.
- Die Tochtergesellschaft Impuls Küchen wurde an die Steinhoff Gruppe verkauft. Der Verkaufserlös von EUR 40 Mio. (WRe) wurde zur Begleichung von Lieferantenverbindlichkeiten verwendet.
- Im November wurde eine Wandelanleihe an einen chinesischen Joint-Venture Partner ausgegeben. Der ALNO AG sind hierdurch EUR 5,7 Mio. zugeflossen.

#### **Operative Maßnahmen waren:**

- Sozialplan in Enger (85 Mitarbeiter freigesetzt) und Sanierungsbeiträgen der Mitarbeiter (z.B. Verzicht auf 50% des Urlaubs- und Weihnachtsgeldes).
- Außerordentliche Preiserhöhungen bei den Marken ALNO und Wellmann durchgesetzt.
- Rohertragsmargen durch bessere Einkaufsbedingungen deutlich von 36,9% in 2011 auf 42,2% in 2014 gesteigert. Im H1 2015 betrug die Rohertragsmarge 43,5%.
- Auslandsumsatz wurde durch die Akquisition der AFP Küchen deutlich von 28% (in 2012) auf über 50% in 2014 des Gesamtumsatzes gesteigert. Die AFP Küchen, die fast ausschließlich in Österreich und der Schweiz operiert, machte in 2014 rund 26% des Konzernumsatzes aus.
- Verlagerung des Standortes Dietlikon zur verbesserten Auslastung der Kapazitäten am Hauptsitz in Pfullendorf.
- Der moderne Maschinenpark aus Dietlikon (Piatti-Produktion) wurde an das Joint Venture (AFP Küchen AG hält 49% am JV) mit einem russischen Möbelproduzenten verkauft. Hierdurch wird der Russische Markt erschlossen und die Abhängigkeit vom Deutschen Möbelmarkt weiter reduziert.

#### **Aktuell befinden sich folgende Maßnahmen in der Umsetzung**

- die Flexibilisierung der deutschlandweiten Produktion
- die Optimierung des Marken- und Produktportfolios (Verkauf der Tochter Impuls sowie die Neupositionierung Tochter Pino) und
- die Zentralisierung von Verwaltungseinheiten.
- Umsetzung eines Stellenabbaus.
- Restrukturierung der Unternehmensfinanzierung.

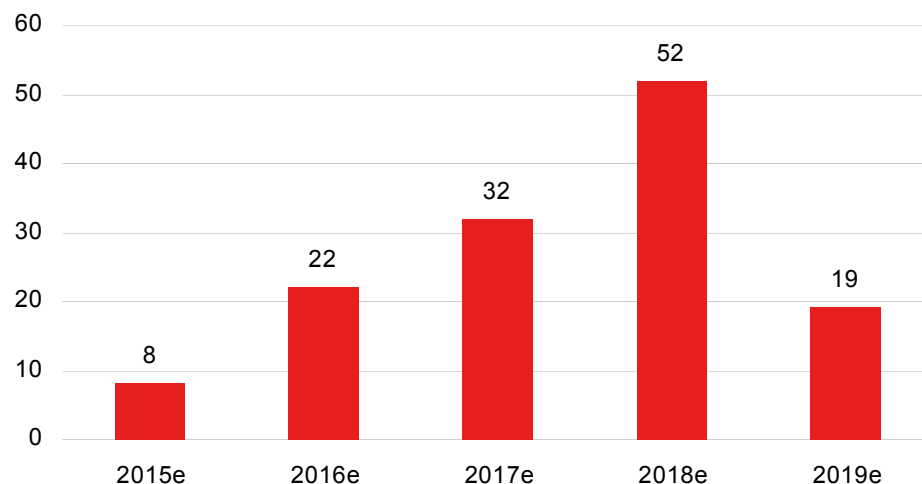
#### **Risiken für den Investment Case**

Problematisch sind und bleiben weiterhin:

- Fehlende Kapazitätsauslastungen des Standorts Pfullendorf, der trotz eines gestiegenen Auftragsvolumens und die Verlagerung der Piatti-Produktion weiterhin unterhalb der Zielauslastung liegt (2 Schichten sind branchenüblich – teilweise sind 3 Schichten am Standort Pfullendorf möglich).

- Die Dominanz der Einkaufsgesellschaften in Deutschland.
- Die finanziell angespannte Lage des Konzerns: Den Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 138,3 Mio. und Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung in Höhe von 127,3 Mio. (EUR 265,6 Mio. oder 72% der Bilanzsumme) standen am Bilanzstichtag 30. Juni 2015 liquide Mittel in Höhe von EUR 2,2 Mio. gegenüber.

#### Fälligkeiten diverser Finanzverbindlichkeiten (in EUR Mio.)



Quelle: ALNO AG, Warburg Research

**Trotz der erwarteten positiven operativen Entwicklung der Gesellschaft, erscheinen weitere Finanzierungsmaßnahmen notwendig, um dem Turn-Around langfristig zu gewährleisten.**

Die ALNO AG befindet sich weiterhin in einem Stadium der Re- und Umstrukturierung. Nachdem weitere Maßnahmen eingeleitet wurden und das Unternehmen eine umfangreiche Zentralisierungsstrategie eingeläutet hat, wird von einer anhaltenden Turn-Around-Situation ausgegangen. Das Unternehmen rechnet in 2016 mit der vollständigen Umsetzung aller Maßnahmen. Im aktuellen Zeitpunkt erscheint dies möglich. Es verbleiben jedoch Unsicherheiten, die zu einer Verzögerung führen können.

#### Haupttreiber des Investment Case: Synergien durch AFP Übernahme

Durch die Akquisition der AFP Küchen AG rechnet das Unternehmen mit insgesamt EUR 15-20 Mio. Synergien, die im Wesentlichen durch sinkende Materialkosten, den Wegfall von Kosten der Holdingstrukturen und der Ausweitung des Produktangebots sowie der Internationalisierung resultieren. Effizienzsteigerungen durch Synergien aus der Produktion sind zudem als wesentlicher Treiber aufgeführt worden. In 2014 sind die erwarteten Synergien noch nicht im Zahlenwerk zu erkennen gewesen. Die Verlagerung des Standorts Dietlikon wurde in Q4 14 beendet, wodurch frühestens in 2015e jedoch eher in 2016e die genannten Synergien ersichtlich werden sollten.

#### Produktionsverlagerung Dietlikon

Durch die Verlagerung der Piatti-Produktion zum ALNO Standort, kann die Kapazitätsauslastung von 1-schichtig 70% auf 1-schichtig 100% erhöht werden. Mit zusätzlich 120.000 Schränken für Piatti (Jahresproduktion in 2015e), kann die Produktion in Pfullendorf von ca. 320.000 Schränken (WRe) in 2014 um 37% auf über 440.000 Schränke (WRe 2015) gesteigert werden, ohne eine Ausweitung der Fixkostenbasis zu verursachen.

Auch wenn die Verlagerung noch nicht die absolute Befreiung für die ALNO AG ist, wird ein maßgebendes Problem des Unternehmens entscheidend in die richtige Richtung gelöst. Die Standortverlagerung von Dietlikon kann zu einem Einsparungspotenzial von

EUR 5,0-8,0 Mio. (WRe) führen.

Aufgrund der Ungewissheit über die Realisierbarkeit von Synergien aus der Standortverlagerung von Dietlikon nach Pfullendorf, werden Synergiepotenziale mit bis zu 15% unterhalb der Unternehmensplanung der ALNO AG angenommen. Jedoch verzeichnet der aktuelle Jahresverlauf eine klare positive Tendenz die operativen Ziele zu erreichen.

---

**Umsatz-Guidance 2015:  
leichte Umsatzsteigerung erwartet**

---

### **Internationalisierung als Sprung nach vorn**

Die Schweizer Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen werden weiterhin ausschließlich in der Schweiz vertrieben. Die AFP Küchen AG unterhält in der Schweiz ein Vertriebsnetz aus 14 eigenen Küchenstudios, 60 Verkaufsberatern und 70 exklusiven Fachhändlern. Durch den Direktvertrieb werden höhere Margen erzielt, da etwaige Zwischenhändler wie in Deutschland nicht existent sind.

Das o.g. Vertriebsnetz wird nach der Verlagerung mit Holzküchen aus Pfullendorf beliefert. Dort liegen die Produktionskosten wesentlich unter dem Schweizer Niveau wodurch ein Margenverbesserung zu erwarten ist (Personal -14% WRe; Einkauf -8% WRe).

Die internationale Ausweitung des Produktportfolios soll durch bestehende Kompetenzen (z.B. Keramik, Glas) der ALNO AG ausgebaut und aufgewertet werden. ALNO beziffert das Umsatzpotenzial aus der Produktprogrammerweiterung mit rund EUR 17,0 Mio.

Zusätzlich werden die Stahlküchen durch die ALNO AG unter der Marke ALNOINOX global angeboten. Mit rund 3.000 Küchen pro Jahr, die ausschließlich in der Schweiz vertrieben werden, liegt hier ein innovatives und robustes Nischenprodukt vor. Mittelfristig wird das zusätzliche Umsatzpotenzial von ALNOINOX auf rund EUR 40,0 Mio. (WRe bis 2017e) beziffert, was einer Verdoppelung entspricht. Die ALNO AG hält langfristig eine Verdreifachung für möglich, was einem zusätzlichen Umsatz von EUR 80,0 Mio. entsprechen würde.

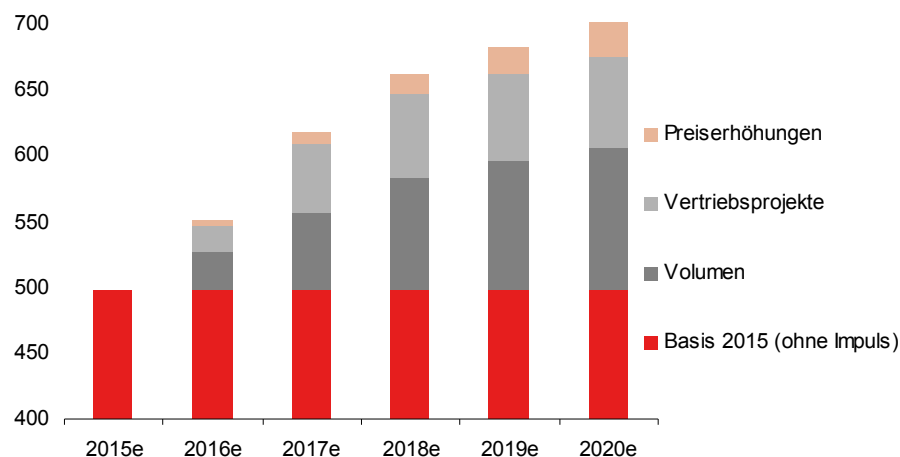
Trotz dieser extrem erscheinenden Annahmen (Umsatz +200% bei Forster Schweizer Stahlküchen/ALNOINOX), relativiert sich das Bild, wenn allein in Betracht gezogen wird, dass die Größe des Schweizer Marktes nur ein Viertel des deutschen Küchenmarktes beträgt. Eine Platzierung der ALNOINOX in den hiesigen Vertriebsstrukturen könnte daher schon ausreichen, um dieses Umsatzziel zu erreichen.

### **Positive Umsatzentwicklung erwartet**

Insbesondere ist die Konsolidierung der AFP zu nennen, deren Umsatz im Geschäftsjahr 2013 EUR 144,9 Mio. betrug. Von EUR 395,1 Mio. Umsatz des ALNO Konzerns in 2013, steigt der Umsatz in 2014 durch die Akquisition um 38% auf EUR 545,8 Mio. (pro forma). In 2015e wird durch den Verkauf der Impuls (Impuls-Jahresumsatz 2014: EUR 94 Mio. WRe) ein Umsatzrückgang von EUR 50 Mio. erwartet, da das erste Halbjahr 2015 noch konsolidiert wurde. Durch die Veräußerung der Impuls wird in 2016e mit einem weiteren Umsatzrückgang von insgesamt ca. EUR 50 Mio. ausgegangen, der jedoch durch diverse Vertriebsmaßnahmen kompensiert werden soll. Zudem zeichnet sich seit der Hausmesse im September 2015 ab, dass einige Großkunden von Impuls planen, ab 2016e ihre Bestellungen weiterhin im ALNO Konzern (insbesondere Pino) zu platzieren. Dieser Effekte kompensiert zusätzlich den Umsatzrückgang der durch den Verkauf der Tochter Impuls erwartet wird.

Für die kommenden Jahre wird von höheren Umsätzen mit Bestandskunden des ALNO Konzerns ausgegangen. Weitere Komponenten des Umsatzanstiegs sind die Ausweitung der Produktpalette sowie der Vertrieb der Forster Schweizer Stahlküchen unter der Marke ALNOINOX (EUR 28,0 Mio. bis 2017e), als auch durch die qualitative Aufwertung der Marke Piatti mit Produkten der ALNO (EUR 12,0 Mio. bis 2017e). Preissteigerungen haben ebenfalls einen positiven Umsatzeffekt. Insgesamt ergibt sich folgende Umsatzplanung bis 2020e.



**Umsatzentwicklung bis 2020 (in EUR Mio.)**


Quelle: ALNO AG, AFP, Warburg Research

**Positive Geschäftsentwicklung setzt sich auf im dritten Quartal fort**
**Umsatz im Q3 15 um +7% yoy gesteigert – Umsatz 9M**

Auch im dritten Quartal verzeichnet die ALNO eine positive Entwicklung und schließt damit an die Vorquartale des aktuellen Geschäftsjahres an. Hierin wird deutlich, dass die umfangreichen Maßnahmen des Managements sich auszahlen und den Turn-Around bestätigen. Mit dem letzten Quartal konnte das Unternehmen zum dritten Mal in Folge den Umsatz sowie das Ergebnis verbessern. In den ersten neun Monaten konnte das Unternehmen den Umsatz um 3,7% im Jahresvergleich verbessern und erzielte einen Gesamtumsatz von EUR 378,9 Mio. (bereits bereinigt um die Umsätze der veräußerten Tochter Impuls).

**Entwicklung der Quartale in 2015**

in EUR m	Q1/15	yoy	Q2/15	yoy	Q3/15	yoy	9M/15	yoy
<b>Sales</b>	123,7	0,9%	149,3	3,5%	119,9	6,9%	392,9	3,7%
<b>EBITDA</b>	-5,5		3,6		-0,3		-2,2	
<i>margin</i>	-4,5%		2,4%		-0,3%		-0,6%	
<b>EBIT</b>	-10,2		-1,1		-4,4		-15,6	
<i>margin</i>	-8,2%		-0,7%		-3,6%		-4,0%	
<b>EBT</b>	-13,71		-4,06		-7,36		-25,14	
<i>margin</i>	-11,1%		-2,7%		-6,1%		-6,4%	

Quelle: ALNO AG, Warburg Research

Insbesondere die Dynamik des Umsatzwachstums hat sich im Laufe des Geschäftsjahres deutlich beschleunigt. Während Q1 lediglich um 0,9% über dem Vorjahr lag, wurde im 2. Quartal bereits eine Verbesserung von 3,5% verzeichnet. Im dritten Quartal wurde durch diverse Vertriebsaktivitäten und die hauseigene Möbelmesse das stärkste Wachstum verzeichnet. Im Jahresvergleich wurde der Umsatz um fast 7% gegenüber Vorjahr gesteigert. Damit hat sich die ALNO deutlich besser als der Gesamtmarkt entwickelt. Für Deutschland wird aktuell von einer Stagnation ausgegangen. Vor diesem Hintergrund hat der ALNO Konzern zuletzt Marktanteile auf dem umkämpften Küchenmarkt in Deutschland zurück gewonnen.

Die positive Entwicklung lässt sich gleichfalls in den Ertragsgrößen der ersten neun Monate 2015 ablesen. So konnte das operative EBITDA im Jahresvergleich von EUR -22,4 Mio. um EUR 20,2 Mio. verbessert werden. Damit befindet sich das Unternehmen nahe dem Break-Even. Inklusive positiver Sondereffekte konnte das Ergebnis sogar mit EUR 22,5 Mio. ausgewiesen werden.

Insgesamt werden in den Zahlen die Bemühungen des Managements sowie die Effekte

aus der Effizienzsteigerung ersichtlich. Die ALNO AG hat einen guten Kurs eingeschlagen, der in den kommenden Quartalen eine anhaltend positive Entwicklung sowie einen dauerhaften Verbleib in der Gewinnzone ermöglichen sollte.

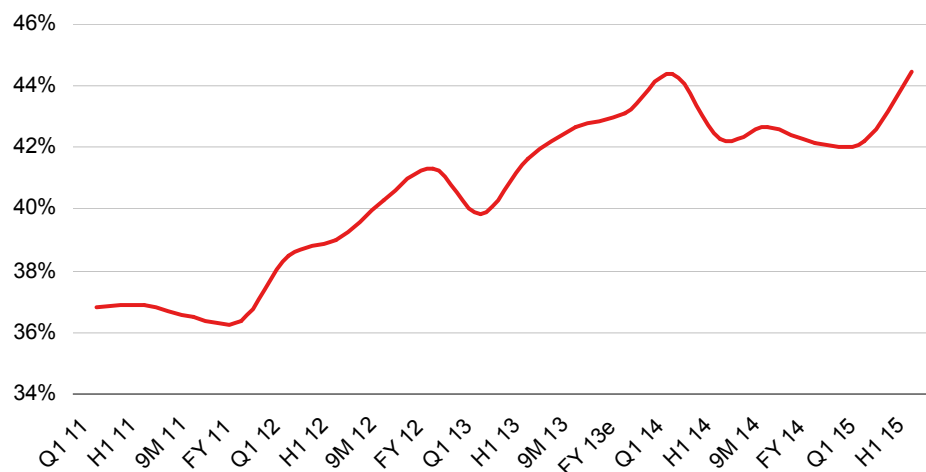
### Verbesserte Profitabilität erwartet

Rohermargen steigt auf über 44%

#### Steigende Rohmarge und verbesserte Profitabilität

Die Rohermarge der ALNO AG wurde in der jüngsten Vergangenheit stets verbessert und sollte aufgrund steigender Einkaufsvolumina für Hölzer, Auszüge, Scharniere und Griffe die Profitabilität weiter positiv beeinflussen können.

#### Entwicklung der Rohermarge seit 2011



Quelle: ALNO AG, Warburg Research

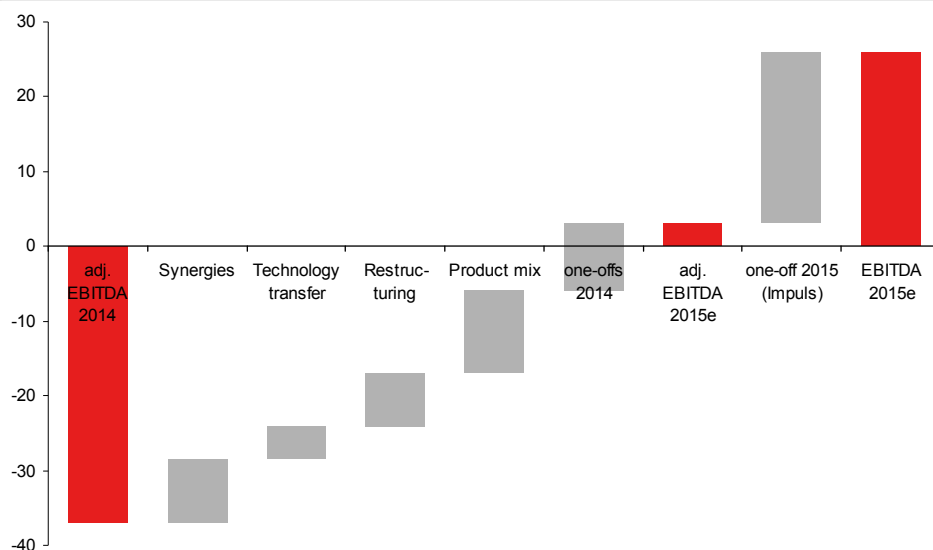
Aufgrund einer hohen Überschneidung von Lieferanten bei ALNO und Piatti wurde Rohmaterialien bereits vor der Akquisition von gleichen Lieferanten bezogen. Dies gilt jedoch nicht für Elektrogeräte, die bei Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen von schweizer Herstellern geliefert werden. Bei einem konzernweiten Materialbezug von EUR 316,2 Mio. in 2014, erscheinen die erwarteten Sparpotenziale nach vielen Jahren der Restrukturierung von mind. EUR 2,5 Mio. als sehr realistisch. Der Umsatzrückgang durch die Veräußerung der Tochtergesellschaft Impuls könnte die verbesserte Verhandlungsmacht jedoch beeinträchtigen.

#### EBITDA-Entwicklung 2015e

Aus der Akquisition und den jüngsten Effizienzsteigerungen wurden im Wesentlichen folgende Effekte für die positive Ergebnisentwicklung identifiziert:

- Einkaufssynergien bis zu EUR 2,5 Mio.
- Verlagerung der Piatti-Produktion mit bis zu EUR 6,0 Mio.
- Aufwertung des Produktportfolios Piatti bis zu EUR 4,5 Mio.
- Veränderte Holding-Strukturen im „Pure Play“-Konzern bis zu EUR 2,0 Mio.
- Zentralisierung von administrativen Konzernbereichen mit EUR 5,0 Mio. ab 2016e
- Verbesserter Preis-Produkt-Mix und Verkaufsförderungen im Konzern EUR 11,0 Mio.

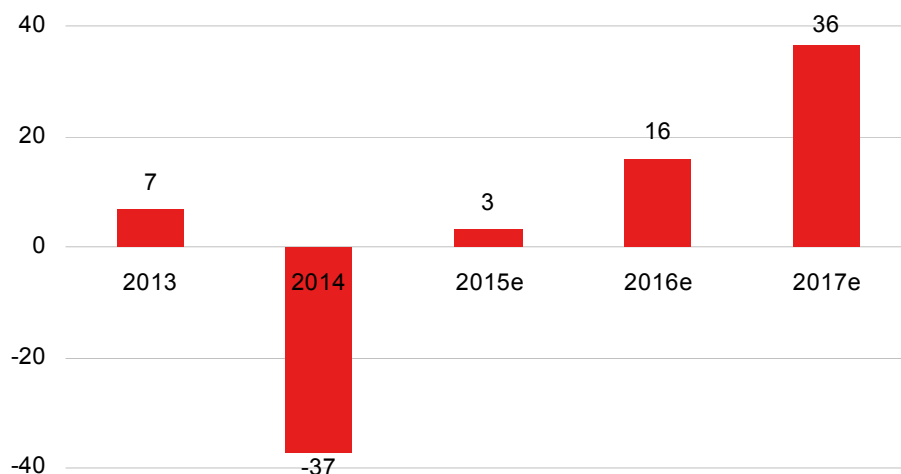
Hinzu kommt der Wegfall von negativen Einmaleffekten, die das Ergebnis 2014 in Höhe von EUR 9,0 Mio. belastet haben. Somit wird in 2015e ein bereinigtes EBITDA in Höhe von EUR 3,0 Mio. erwartet. Der Verkauf der Tochter Impuls führt darüber hinaus zu einem positiven Einmaleffekt aufgrund der Entkonsolidierung in Höhe von EUR 22,9 Mio.

**EBITDA-Brücke 2015 (in EUR Mio.)**


Quelle: ALNO AG, AFP, Warburg Research

In 2014 wurde ein deutlich negatives adjustiertes EBITDA in Höhe von EUR 37 Mio. berichtet. Das berichtete EBITDA von EUR 40,0 Mio. ist um insgesamt EUR 77,1 Mio. positiv beeinflusst. Nach dem Erwerb der AFP führte allein ein Badwill in Höhe von EUR 71,3 Mio. zu positive Einmaleffekten.

In 2015 werden weitere positive sowie negative Einmaleffekte aus der Integration der AFP sowie der weiteren Konzernrestrukturierung angenommen. Für die Entwicklung des bereinigten EBITDA inklusive der Synergien (bis 2017e) aber ohne Einmaleffekte aus dem Verkauf der Tochter Impuls ergibt sich folgendes Bild:

**adj. EBITDA-Entwicklung bis 2017e (in EUR Mio.)**


Quelle: Warburg Research

**Meilenstein AFP-Akquisition**
**Meilensteine 2015**
**Markenportfolio in Deutschland bereinigt**

Bisher war die ALNO AG mit vier Marken in Deutschland vertreten: ALNO, Impuls, Pino und Wellmann. Hinzu kamen die Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen, die durch den Erwerb der AFP Küchen in 2014 akquiriert wurden. Während die Marke Piatti in Deutschland nicht vertreten ist, wurde die ALNOINOX für den internationalen Vertrieb der Forster Schweizer Stahlküchen entwickelt. Mit dem Verkauf der Tochter Impuls verbleiben auf dem inländischen Markt die Marken ALNO, Wellmann und Pino. Diese

werden nun klarer positioniert und Überschneidungen im Produktportfolio abgebaut. Dies führt zu einer strategischen Neuausrichtung des Konzerns.

Insgesamt wird durch diese Transaktion die Restrukturierung vereinfacht und die Komplexität vieler Vorhaben reduziert. Ein positiver Nebeneffekt ist, dass der ALNO Konzern ihre Abhängigkeit vom wettbewerbsintensiven deutschen Markt zusätzlich verringert hat.

Käufer der Tochter Impuls ist die international tätige Steinhoff Gruppe, die bislang im Küchenmarkt keine eigene Produktion besaß. Durch abgeschlossene Serviceverträge (vorläufige Verträge die nur in 2015 gültig sind) und eine strategische Kooperation (ab 2016 und darüber hinaus) wird ALNO künftig eng mit der Steinhoff Gruppe zusammenarbeiten. Impuls Küchen, die von Steinhoff nun selbst produziert werden, bedienen in dieser Vertriebskooperation das untere Preissegment des Küchenhandels. Die Kooperation mit ALNO sieht jedoch vor, dass zukünftig Wellmann Küchen aus dem ALNO-Konzern das mittlere bis obere Preissegment in den Vertriebskanälen der Steinhoff Gruppe abdecken werden. In 2016e wird durch die Kooperation ein Umsatzanstieg in Höhe von EUR 15 Mio. erwartet.

Zudem wurden mit dem Verkauf liquide Mittel freigesetzt. Diese wurden vorwiegend zur Finanzierung des laufenden Working Capital (Begleichung von Lieferantenverbindlichkeiten) eingesetzt. Insgesamt sollte der Kaufpreis rund EUR 40-45 Mio. (WRe) betragen haben. Dies entspräche einem Kaufpreis-Multiple EV/EBITDA von ca. 7x.

#### **Neu im Produktportfolio: ALNOINOX**

Anfang April 2014 hat das Unternehmen auf der internationalen Küchenmesse EUROCUCINA in Mailand, Italien begonnen, die mit der AFP Küchen AG erworbenen Forster Schweizer Stahlküchen zu bewerben. Im internationalen Vertrieb werden die Stahlküchen unter der Marke ALNOINOX vertrieben. Stahl als robustes und pflegeleichtes Material ist besonders für die ALNO-Kunden im nahen Osten (z.B. Dubai) sowie in Asien geeignet. Das mittelfristige Umsatzpotential von ALNOINOX wird auf EUR 40,0 Mio. (WRe) geschätzt.

## **Zusammenfassung Investment Case**

Der Investment Case der ALNO AG basiert auf den wesentlichen Säulen:

- Nutzung der Synergien aus der Akquisition AFP Küchen AG
- Deutlich verbesserte Rohertragsmarge
- Internationalisierung verbunden mit deutlich höheren Margen (Märkte: UK, Frankreich, Schweiz, Asien, USA und Russland) – Ziel-Exportanteil 60%.
- Erschließung des Russischen Marktes durch ein Joint Venture (ALNO AG hält 49%) mit der "Pervaya Mebel'naya Fabrika" ("1mf"), St. Petersburg
- Bereinigung des Produktportfolios durch den Verkauf von Impuls und die Neupositionierung der Tochter Pino
- Kosteneinsparung ab 2016 durch Zentralisierung der Verwaltung
- Weiterer Personalabbau in Produktion und Verwaltung
- (Rück-) Gewinnung von (Neu-) Kunden und Steigerung des Marktanteils in Deutschland aufgrund des erzielten Turn-Arounds

Die verschiedenen Maßnahmen zur Restrukturierung der Gesellschaft bieten ein signifikantes Einsparpotenzial für die gesamte Gruppe. Sollte der Konzern die Ziele wie erwartet erreichen, kann der erfolgreiche Turn-Around ermöglicht werden.

## Bewertung

### DCF Modell bildet Turn-Around und Synergien ab

Das DCF-Modell setzt sich aus einer Detailplanung bis 2017, einer Übergangsphase bis 2027 und der ewigen Rente zusammen.

Die Detailplanung ist im Wesentlichen getrieben von der Konsolidierung der AFP Küchen AG (pro forma Umsatz 2013 EUR 144,9 Mio.) sowie der Dekonsolidierung der Impuls Küchen (Umsatz 2014: EUR 94 Mio.). Nach über acht Jahren des Umsatzrückgangs und vielen Jahren der Restrukturierung werden für die Umsatz- und Ertragslage der ALNO Risikoabschläge von bis zu 15% unterhalb der Unternehmensplanung kalkulieren.

Ein Beta von 1,9 sowie ein resultierender WACC von 11% reflektieren die erhöhte Risikoantizipation in der Bewertung. Mit Finanzverbindlichkeiten in Höhe von insgesamt EUR 131,4 Mio. zum Jahresende 2014 sowie der Ausweitung der Verbindlichkeiten in 2015 könnten allein leichte Verfehlungen der Planzahlen erneut die Finanzlage des Konzerns belasten und Liquiditätsengpässe verursachen. Der Verkauf der Tochtergesellschaft Impuls hat der ALNO AG zwar einen Mittelzufluss von EUR 40-45 Mio. (WRe) verschafft, jedoch dienen diese Mittel der Tilgung von Lieferantenverbindlichkeiten.

Der Terminal Value wird mit einem Umsatzwachstum von 1,5% und einer moderaten EBIT-Marge von 6,1% berechnet. Damit wird ein weiterer Risikoabschlag antizipiert, da die börsennotierte Peer Group mit EBIT-Margen von 7-8% wesentlich höhere Margen erzielt. (Bei dem nicht börsennotierten Unternehmen Nobilia werden wesentlich höhere Margen vermutet.)

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	520,6	550,5	618,2	662,7	682,9	701,6	715,6	729,9	744,5	759,4	774,6	786,2	798,0	
Umsatzwachstum	-4,6 %	5,7 %	12,3 %	7,2 %	3,0 %	2,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	8,8	-1,0	17,7	24,3	34,7	41,2	43,9	44,8	45,7	46,6	47,5	48,2	49,0	
EBIT-Marge	1,7 %	-0,2 %	2,9 %	3,7 %	5,1 %	5,9 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	
Steuerquote (EBT)	4,2 %	-38,3 %	6,9 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	8,4	-1,3	16,4	20,4	29,1	34,6	36,9	37,6	32,0	32,6	33,3	33,8	34,3	
Abschreibungen	17,1	16,9	18,8	18,6	19,1	17,5	17,9	18,2	18,6	19,0	19,4	19,7	20,0	
Abschreibungsquote	3,3 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	10,3	-5,6	4,0	3,9	5,0	5,3	5,6	5,8	9,0	0,3	0,3	0,2	0,2	
- Investitionen	17,2	17,2	17,2	19,9	20,5	21,0	21,5	21,9	22,3	22,8	23,2	23,6	20,0	
Investitionsquote	3,3 %	3,1 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,3	4,0	14,1	15,2	22,8	25,8	27,7	28,1	19,3	28,5	29,1	29,6	34,0	35
Barwert FCF	-1,3	3,7	11,8	11,6	15,6	15,9	15,4	14,1	8,7	11,6	10,7	9,8	10,1	109
Anteil der Barwerte	5,76 %			50,03 %										44,21 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	30,00 %	Finanzielle Stabilität	2,20
FK-Zins (nach Steuern)	8,6 %	Liquidität (Akte)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	2,20
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>10,94 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,90</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	138		
Terminal Value	109		
Zinstr. Verbindlichkeiten	144		
Pensionsrückstellungen	29		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	6	Aktienzahl (Mio.)	75,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>79</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,05</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
2,16	11,9 %	0,60	0,63	0,66	0,68	0,71	0,74	0,77	2,16	11,9 %	-0,47	-0,09	0,30	0,68	1,07	1,45	1,84
2,03	11,4 %	0,77	0,79	0,82	0,86	0,89	0,93	0,96	2,03	11,4 %	-0,35	0,06	0,46	0,86	1,26	1,66	2,06
1,96	11,2 %	0,85	0,88	0,92	0,95	0,99	1,02	1,07	1,96	11,2 %	-0,28	0,13	0,54	0,95	1,36	1,77	2,18
1,90	10,9 %	0,94	0,98	1,01	1,05	1,09	1,13	1,17	1,90	10,9 %	-0,20	0,21	0,63	1,05	1,47	1,88	2,30
1,84	10,7 %	1,04	1,08	1,11	1,15	1,20	1,24	1,29	1,84	10,7 %	-0,13	0,30	0,73	1,15	1,58	2,01	2,44
1,77	10,4 %	1,14	1,18	1,22	1,26	1,31	1,36	1,41	1,77	10,4 %	-0,05	0,39	0,83	1,26	1,70	2,14	2,58
1,64	9,9 %	1,36	1,41	1,45	1,51	1,56	1,62	1,68	1,64	9,9 %	0,13	0,59	1,05	1,51	1,96	2,42	2,88

- Neu- und Bestandskunden reagieren bereits auf der Möbelmesse in 2015 auf den Turn-Around und erhöhen Ordervolumen.
- Mit der Steinhoff Gruppe wurde eine Vertriebskooperation geschlossen (Umsatzvolumen von bis zu EUR 30 Mio. WRe ab 2016)
- Es bestehen Zusagen (EUR 16 Mio. WRe) von Impuls Kunden die zukünftig bei Pino ordern werden ab 2016e.
- Inklusive ALNOINOX und einem verbesserten Preis-Produkt-Mix wird ein deutlicher Umsatzanstieg bis 2017e antizipiert.
- 6,1% EBIT-Marge; Peers erzielen im Schnitt 7-8% (4,6% bei bestem Peer Nobia SA)

**Alternative Bewertungsansätze****Peer Group-Analyse**

Aufgrund des wettbewerbsintensiven und fragmentierten Marktes sind zwar viele Konkurrenten im Markt vertreten, jedoch sind die wenigsten am Kapitalmarkt orientiert.

Zudem ist die Mehrzahl der Wettbewerber mit Umsätzen von EUR 50,0 – 150,0 Mio. wesentlich kleiner als die ALNO AG. Von den sechs größten Unternehmen in Deutschland ist lediglich die ALNO AG börsennotiert. Auf europäischer Ebene wurde der Wettbewerber AFP Küchen AG jüngst von der ALNO AG übernommen, sodass die Schwedische Nobia AB und die britische Howdens Joinery Group am ehesten als Vergleichsmaßstab verwendet werden können. Darüber hinaus werden folgende international tätige Küchen- und Möbelhersteller für den Peer Group-Vergleich herangezogen:

**American Woodmark Corp. (US) – EBITDA-Marge 8,1% 2015e**

American Woodmark ist ein US-amerikanischer Produzent für Küchen- und Badezimmerelemente mit Hauptsitz in Winchester, Virginia. Das Unternehmen betreibt mehrere Produktionsstätten in den USA und beschäftigt rund 4.400 Mitarbeiter. Die Produkte werden über 5 Eigenmarken vorwiegend auf dem Heimatmarkt via Möbelhändlern, Baumärkten, Bauträgern oder Bauunternehmen vertrieben.

**Nobia AB (SWE) – EBITDA-Marge 12,3% 2015e**

Nobia deckt die gesamte Wertschöpfungskette des Küchenmarktes ab. Der Konzern unterteilt sein Geschäft in zwei Segmente für die Zielgruppen „Image Strivers“ (Premium/Luxus) und „Caring Connectors“ (mittleres Preissegment). Die Küchenmöbel und Komplettküchen werden in ganz Europa, jedoch mit dem Fokus UK und Skandinavien vertrieben. Nobia sitzt in Stockholm, Schweden und beschäftigt rund 6.900 Angestellte.

**Hermann Miller Inc (US) – EBITDA-Marge 10,7% 2015e**

Das Unternehmen produziert Möbel und Inneneinrichtung für Büro-, Healthcare-, Bildungs- und Wohnzwecke. Über diverse Marken werden zahlreiche Produktgruppen wie z.B. modular strukturierte Bürolandschaften oder auf anatomische Heilungsförderung ausgerichtete, ergonomieoptimierte Bestuhlung angeboten. Weitere Produktgruppen sind Accessorize und Storage. Mit Produktionsstätten in den USA, China, Italien und Großbritannien, beschäftigt das Unternehmen rund 5.700 Angestellte. Seinen Sitz hat das Unternehmen in Zeeland, Michigan, USA.

**Howden Joinery Group (UK) – EBITDA-Marge 19,8% 2015e**

Die Gruppe ist Produzent und Lieferant von Komplettküchen, Schränken, Holztüren und Haushaltsgeräten sowie Tischlereibedarf. Die Umsätze werden zu 98% auf dem Heimatmarkt Großbritannien erzielt. Die Zielgruppe setzt sich ausschließlich aus gewerblichen Kunden und Handwerkern zusammen, die in 530 Lagerhallen die gesamte Produktpalette des Unternehmens nachfragen können. Durch eine breite Produktpalette stammt nur ein Teil des Umsatzes aus dem Küchenverkauf, was den Vergleich erschwert. Howden sitzt in London, Großbritannien und beschäftigt rund 6.500 Mitarbeiter.

**Basisdaten der Peer-Group-Analyse**

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e
American Woodmark	USD	85,71	1.395,1	1.223,4	2,02	3,29	3,83	828,3	934,3	1.034,5	67,0	102,0	117,5	49,1	87,8	104,0
Fabryki Mebli Forte	PLN	54,95	1.313,4	1.390,8	3,56	4,19	4,45	939,8	1.068,3	1.136,5	123,0	145,0	152,8	104,5	122,8	129,8
Hermann Miller	USD	31,98	1.914,7	2.157,1	1,74	2,04	2,26	2.137,2	2.269,7	2.391,7	228,7	245,0	266,0	n.a.	n.a.	n.a.
Howden Joinery	GBP	530,50	341.233,9	3.189,6	0,26	0,29	0,31	1.217,8	1.321,2	1.414,8	240,7	266,4	290,7	215,7	237,2	259,1
Nobia	SEK	107,90	18.914,2	18.870,2	5,56	6,36	6,92	13.382,6	14.199,5	14.752,9	1.643,2	1.822,1	1.942,4	1.279,4	1.460,0	1.576,2
<b>ALNO</b>	<b>EUR</b>	<b>0,77</b>	<b>57,9</b>	<b>237,6</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,04</b>	<b>520,6</b>	<b>550,5</b>	<b>618,2</b>	<b>3,2</b>	<b>16,0</b>	<b>36,5</b>	<b>8,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>17,7</b>

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

**Peer-Group ALNO**

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e
American Woodmark	USD	85,71	1.395,1	1.223,4	42,5 x	26,1 x	22,4 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	18,3 x	12,0 x	10,4 x	24,9 x	13,9 x	11,8 x
Fabryki Mebli Forte	PLN	54,95	1.313,4	1.390,8	15,4 x	13,1 x	12,4 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	11,3 x	9,6 x	9,1 x	13,3 x	11,3 x	10,7 x
Hermann Miller	USD	31,98	1.914,7	2.157,1	18,4 x	15,7 x	14,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	9,4 x	8,8 x	8,1 x	n.a.	n.a.	n.a.
Howden Joinery	GBP	530,50	341.233,9	3.189,6	20,3 x	18,4 x	16,9 x	2,6 x	2,4 x	2,3 x	13,3 x	12,0 x	11,0 x	14,8 x	13,4 x	12,3 x
Nobia	SEK	107,90	18.914,2	18.870,2	19,4 x	17,0 x	15,6 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	11,5 x	10,4 x	9,7 x	14,7 x	12,9 x	12,0 x
Mittelwert					23,2 x	18,0 x	16,3 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x	12,7 x	10,5 x	9,7 x	16,9 x	12,9 x	11,7 x
Median					19,4 x	17,0 x	15,6 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	11,5 x	10,4 x	9,7 x	14,8 x	13,2 x	11,9 x
<b>ALNO</b>	<b>EUR</b>	<b>0,77</b>	<b>57,9</b>	<b>237,6</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>19,2 x</b>	<b>0,5 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>74,8 x</b>	<b>14,9 x</b>	<b>6,5 x</b>	<b>27,0 x</b>	<b>neg.</b>	<b>13,5 x</b>
Potenzial zum Median in %					n.a.	n.a.	-19%	224%	203%	218%	-85%	-30%	49%	-45%	n.a.	-12%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Median					n.a.	n.a.	0,62	7,79	7,16	7,63	n.a.	n.a.	2,31	n.a.	n.a.	0,40

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

- Aussagekraft der Peer ist unzureichend, da die meisten Wettbewerber nicht gelistet sind.
- Nobia AB hat die größte Schnittmenge mit der ALNO AG.
- Howden Joinery Group erzielt Umsatz und EBIT nur teilweise mit Küchen.
- Für die weiteren börsennotierten Peers liegen keine Schätzungen vor.
- ALNO AG als Turn-Around-Unternehmen ist bedingt mit profitablen Peers zu vergleichen.

Vor dem Hintergrund der teilweise mäßigen Aussagekraft der Peer Group, hat der Multiplikatorenvergleich lediglich indikative Bedeutung. Insgesamt wird kein klares Bild ersichtlich, da die ALNO AG durch ihre Sonderstellung als Turn-Around Unternehmen nur bedingt vergleichbar ist.

Daher wird der Fokus der Betrachtung auf die EBITDA-Margen der Peer gelegt, die aufgrund der noch anhaltenden Restrukturierung teilweise deutlich über dem Niveau der ALNO AG liegen. Diese Vergleichsmarge der Peer wird als Orientierung für die Definition der Zielmarge bei der ALNO AG herangezogen.



## Märkte, Wettbewerb und Wachstum

### Küchenmarkt DACH-Region

Wie viele andere Branchen auch unterliegt der Möbelhandel einem tiefgreifenden Strukturwandel. Wichtige Stichworte sind hier - neben Globalisierung, Flächenexpansion und Vertikalisierung - die Themen Technik und Online-Shopping. Der Markt für Küchenmöbel in der DACH-Region ist durch die kulturelle Nähe der Länder zueinander und die gleichgerichteten Designtrends vergleichbar. Jedoch unterscheiden sich die Alpenländer sehr stark von den heimischen Marktstrukturen. In Deutschland wird der Vertrieb fast ausschließlich über Einkaufsorganisationen gesteuert, während in Österreich und der Schweiz ein Direktvertrieb vorherrscht.

**90% des Umsatzes wird mit Einkaufsorganisationen erzielt**

#### Deutschland – Dominiert von Einkaufsorganisationen

Der Möbelmarkt in Deutschland ist sehr stark von Einkaufsorganisationen geprägt, die für die rechtlich unabhängigen Einzelhändler die Warenbestellungen bündeln. Durch die Verbünde vieler kleinerer und mittlerer Händler entstand eine dominante Einkaufsmacht gegenüber den Möbelproduzenten, die einen stetig wachsenden Margendruck aufbauen. Schätzungen gehen davon aus, dass die größten 20 Verbände ca. 60% des Gesamtumsatzes mit Möbeln kontrollieren. Die unten aufgeführten Einkaufsverbände vereinen bereits ein Umsatzvolumen von EUR 29,3 Mrd. unter sich, welches jedoch im In- und Ausland erzielt wird. Genauere Daten liegen nicht vor.

Darüber hinaus gibt es zahlreiche kleinere Einkaufsgesellschaften, die das Umsatzvolumen von EUR 1,0 Mrd. nicht überschreiten. Zu den größten Einkaufsverbänden zählen die folgenden Organisationen:

#### Einkaufsorganisationen - sortiert nach Umsatz (In- und Ausland in 2013)

Organisation	Umsatzvolumen '12 in EUR Mio	Umsatzvolumen '13 in EUR Mio	Wachstum '12 yoy	Wachstum '13 yoy	Zahl der Verkaufsstellen	Mitglieder
Begros	5.500	5.800	5,8%	5,5%	400	9
EMV	4.300	4.200	2,4%	-2,3%	1.556	585
MHK	3.547	3.717	7,5%	4,8%	2.471	2.039
Atlas	2.160	3.500	0,0%	62,0%	117	10
Union	3.380	3.450	0,0%	2,1%	238	51
Einrichtungspartnerring	3.000	3.000	0,0%	0,0%	350	176
Alliance	2.880	n.a.	2,9%	n.a.	831	429
Der Kreis	2.646	2.809	0,8%	6,2%	2.746	2.746
GfM	1.470	1.470	3,5%	0,0%	756	694
Garant	1.350	1.350	n.a.	0,0%	3.840	3.300
TTL	30.233	29.296	2,8%	-3,1%	13.305	10.039

Quelle: Möbelmarkt 07/13, Warburg Research

Die Verbände sind untereinander organisiert und pflegen enge Beziehungen zu Partner- und Schwesterverbänden, wodurch die Einkaufsmacht verstärkt wird. In der Vergangenheit wurden teilweise auch vertikale Akquisitionen vollzogen, bei denen die Verbände einzelne Produzenten aufgekauft haben.

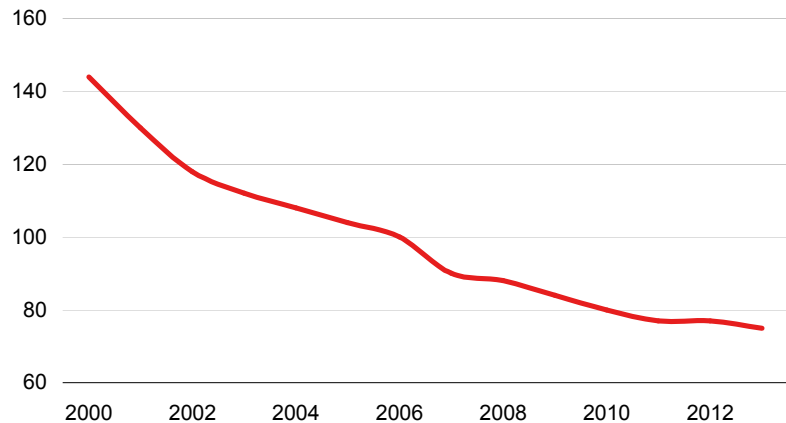
Laut Statistischem Bundesamt stieg der Wert der in Deutschland produzierten Möbel in 2012 um lediglich 0,6%, während die Umsätze der größten Einkaufsverbände im Schnitt um 2,8% stiegen. Dies veranschaulicht den ausgeübten Druck auf Möbelproduzenten und deren Streben, alternative Vertriebswege und -regionen zu erschließen. In 2013 verloren jedoch Produzenten und Einkaufsorganisationen gleichermaßen 3,0%. In 2014

## Konsolidierung mit starker Dynamik

wuchs die deutsche Möbelindustrie stabil um 2,5%. In Deutschland wurden insgesamt Möbel im Wert von EUR 16,4 Mrd. produziert.

Ein Effekt aus der Bündelung des Einkaufs ist die ausgeprägte Konsolidierung auf der Seite der Küchenproduzenten. Wurden Ende der 90er Jahre noch ca. 150 Produzenten in Deutschland verzeichnet, sind derzeit noch ca. 75 deutsche Küchenmöbelproduzenten aktiv. Eine weitere Verdrängung besonders kleinerer Produzenten mit einem Gesamtumsatz bis zu EUR 50,0 Mio. wird aufgrund der Einkaufsmacht durch die Möbelverbände erwartet. Seit 2000 beantragten jährlich ca. 4, meist kleinere Familienunternehmen, die Insolvenz, da sie gegenüber den automatisierten Massenproduktionen von Großunternehmen nicht konkurrenzfähig sind.

### Stetige Konsolidierung unter deutschen Küchenproduzenten (in Stück)



Quelle: Destatis, Warburg Research

Bisweilen konnten vor allem die Produzenten von der Konsolidierung profitieren, die einen hohen Exportanteil besitzen oder über eigene Küchenstudios und Vertriebswege verfügen. Denn nur so ist eine Umgehung der dominanten Einkaufsverbände möglich.

### Hohe Eintrittsbarrieren in einem stagnierenden Markt

Die Konsolidierung wird sich aufgrund der Marktkonzentration hin zu Großunternehmen fortsetzen. Auch deshalb ist mit dem Eintreten zusätzlicher Wettbewerber nicht zu rechnen. Aufgrund der

- hohen Kapitalintensität der Küchenproduktion,
- dem intensiven Wettbewerb unter den Produzenten,
- dem Margendruck der Einkaufsgesellschaften sowie
- dem erforderlichen Know-how und
- der umfangreichen Infrastruktur zur maßgeschneiderten Produktion,

sollte das Eintreten neuer Konkurrenten dauerhaft verhindert werden. Zudem sollte es neuen Produzenten kaum gelingen, die starren Vertriebsstrukturen aufzubrechen. Auch der Verkauf der ALNO Tochter Impuls an die Steinhoff Gruppe wird als Indiz gesehen, dass nicht mit neuen Anbietern zu rechnen ist. Hingegen ist weiterhin mit vertikalen Integration und einer zunehmenden Konsolidierung zu rechnen.

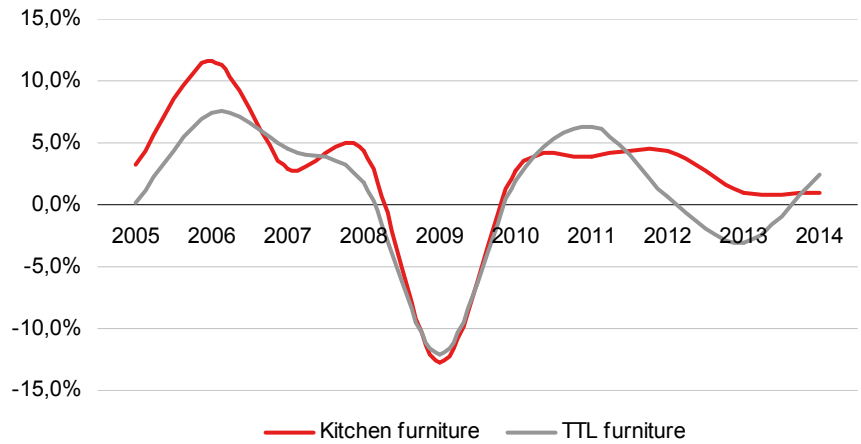
### Marktwachstum und Entwicklung in Deutschland

Laut Statistischem Bundesamt wurden in 2014 Möbel im Wert von rund EUR 16,4 Mrd. produziert (+2,5% yoy). Der Küchenmöbelbereich ist moderat gewachsen und hatte einen Anteil an der Gesamtproduktion von rund 25%, was rund EUR 4,0 Mrd. entspricht (+1,0% yoy).

Trotz starker Wachstumsraten nach der Finanzkrise in 2008, hat die Möbelproduktion das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht, was in erster Linie auf einen

schwächeren Exportumsatz in die europäischen Nachbarländer zurückzuführen ist. Zuletzt wurde ein signifikanter Abbau der Wachstumsdynamik verzeichnet.

### Jährliche Wachstumsraten der Möbelproduktion in Deutschland

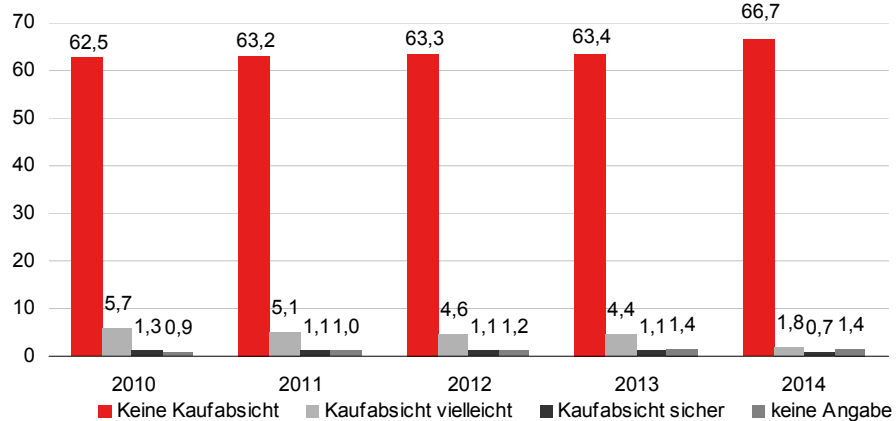


Quelle: Warburg Research, Statistisches Bundesamt

Derzeit wird auch auf dem deutschen Markt weiterhin mit stagnierender Tendenz unter den Möbel- sowie Küchenproduzenten gerechnet. Die vereinzelt erwarteten Umsatzsteigerungen resultieren aus der Weitergabe von Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite.

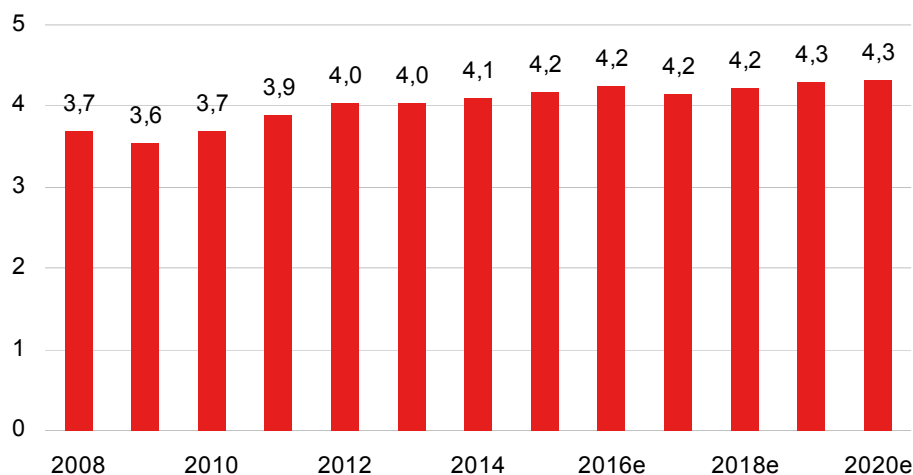
Der Umsatzanstieg aus einem höheren Absatzvolumen kann nicht antizipiert werden. Die Angaben zu geplanten Anschaffungen von Küchenmöbeln in den kommenden zwei Jahren in Deutschland, lassen keine Rückschlüsse auf eine mittelfristige Marktbelebung zu. Die Anzahl der rückläufigen Kaufabsichten unterstützt die stagnierende Markterwartung.

### Geplante Anschaffungen von Küchen in den nächsten 2 Jahren (in Mio.)



Quelle: Ifak Institut, Statista, Warburg Research

Der jährliche Umsatz der deutschen Küchenindustrie wird vom Statistischen Bundesamt in 2015 auf rund EUR 4,1 Mrd. geschätzt, was nur einer moderaten Steigerung im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Bis 2020e wird von einem stagnierenden Umsatz der Küchenmöbelhersteller ausgegangen.

**Umsatz der deutschen Küchenindustrie 2008 bis 2020e (in EUR Mrd.)**


Quelle: Statistisches Bundesamt, Warburg Research

**Längere Lebensdauer bei Küchen erwartet**

Mit einem Umsatzanteil von 80-90% ist der Küchenmarkt maßgeblich vom Renovierungsgeschäft getrieben. Da die Küche als Investitionsgut im Wesentlichen von einer hohen Beschäftigungsquote sowie einem attraktiven Zinsniveau abhängen, wäre vor dem Hintergrund der positiven Stimmung der deutschen Wirtschaft eine vergleichbar positive Marktentwicklung in den letzten Jahren zu erwarten gewesen.

Die Gründe für die fehlende Belebung sind im Trend hin zu längeren Lebenszyklen bei Küchen zu finden. Schätzungen des Verbands der Deutschen Möbelindustrie (VDM) gehen davon aus, dass über 10 Millionen Küchen in Deutschland bereits älter als 15 Jahre sind, was einen Investitionsstau beschreibe. Die Küchenbranche (speziell ALNO AG) rechnet allerdings mit einer durchschnittlichen Lebensdauer von rund 18 Jahren. Der Branchenverband „Arbeitsgemeinschaft Die Moderne Küche e.V.“ (AMK) rechnet hingegen mit über 20 Jahren, bis eine neue Küche erworben wird. Daher wird die Meinung eines Investitionsstaus nicht geteilt und folglich wird kurzfristig keine umfangreiche Belebung erwartet.

**Fazit: Deutschland**

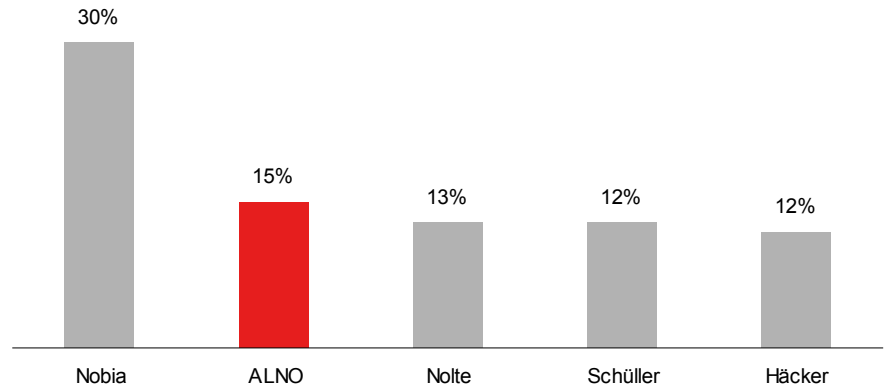
Trotz positiver Wirtschaftslage und attraktivem Zinsniveau in Deutschland ist eine mittelfristige und nachhaltige Belebung auf dem Heimatmarkt der ALNO AG nicht zu erwarten. Potenzielle Gewinne von Umsatz- und Marktanteilen werden durch eine fortschreitende Konsolidierung, die Rückkehr der Einkaufsverbände zur ALNO AG sowie einem qualitativeren Produktmix erwartet.

**Wettbewerbsqualität: Nr. 2 in Deutschland**

Die fünf größten Küchenproduzenten in Deutschland teilen sich insgesamt rund 80% des Gesamtmarktes. Dieser Anteil sollte durch eine fortschreitende Konsolidierung weiter vorangetrieben werden, was zu Marktanteilsgewinnen bei den größten Produzenten führen sollte.

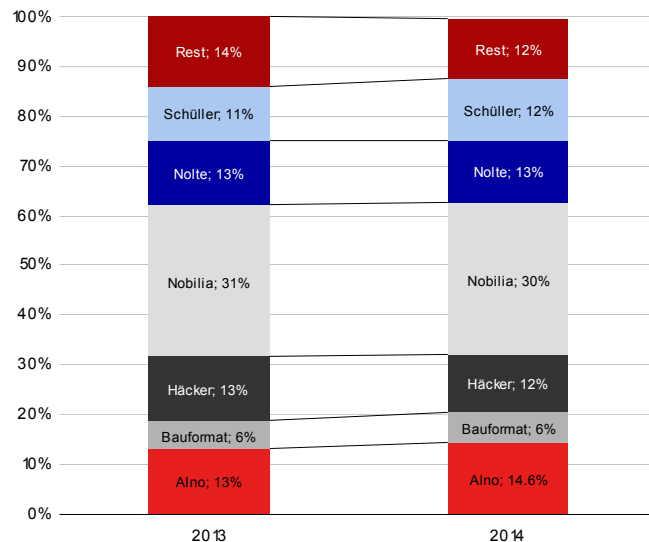
Ein Umsatztreiber für die ALNO AG ist insbesondere der Vertrieb der Forster Schweizer Stahlküchen unter der Marke ALNOINOX. Mit Preispunkten oberhalb der EUR 15.000 ist dieses attraktive Luxusprodukt insbesondere geeignet, um die internationale Wettbewerbsstellung gegenüber anderen Premiumproduzenten wie Bulthaup, Poggenpohl oder Siematic wesentlich zu verbessern. Deren Gesamtumsatz ist jedoch mit unter EUR 150,0 Mio. für das Top-5-Ranking nicht von Bedeutung.

Auf nationaler Ebene ist die ALNO AG der zweitgrößte Produzent. Nolte, Häcker und Schüller folgen auf den Rängen 3 bis 5.

**Marktanteil des ALNO Konzerns in Deutschland (in %)**

Quelle: GfK, Warburg Research

Trotz eines Umsatzrückgangs nach der außerordentlichen Preiserhöhung kann die ALNO AG ihren Marktanteil weitestgehend halten. Die sechs etablierten Marktteilnehmer setzen jedoch die Verdrängung zu Last kleinerer Wettbewerber (enthalten in Rest) fort.

**Marktanteile für Küchenmöbel in Deutschland (in %)**

Quelle: GfK, Warburg Research

**AFP baut Wettbewerbsfähigkeit deutlich aus****Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich**

Durch die AFP Akquisition sowie den Verkauf der Tochter Impuls hat sich die ALNO AG neu positioniert, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit ausgebaut wurde. Als national und international wettbewerbsfähig werden lediglich die Produzenten erachtet, die

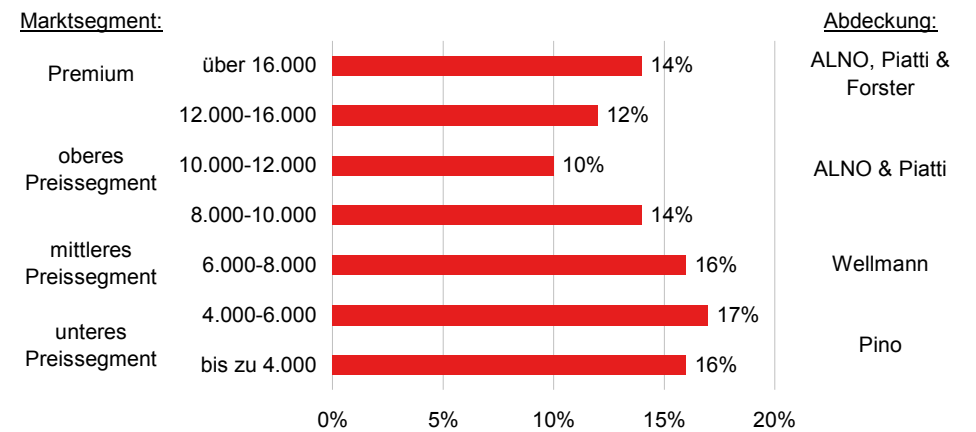
- einen Auslandsumsatz über 40% erzielen,
- intensive Skaleneffekte durch automatisierte Massenproduktionen erzielen,
- zu den Luxus-/ Premiumanbietern zählen,
- über eine hohe Bekanntheit und Sympathie bei Kunden verfügen und/oder
- ein Vertriebsnetz betreiben, um die Einkaufsorganisationen zu umgehen, was in Deutschland kaum möglich ist.

Spätestens seit der Übernahme der AFP Küchen AG erfüllt die ALNO AG alle Anforderungen, um sich als deutscher Produzent zu behaupten und die günstigen Standortvorteile auf die Alpenländer zu übertragen. Somit wird sogar ein Exportanteil oberhalb der 50% gesichert, der großteils durch ein eigenes Vertriebsnetzwerk erzielt wird.

Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil der ALNO AG ist jedoch die breite Präsenz und Bekanntheit in allen Preissegmenten. Die Mehrmarkenstrategie ermöglicht die kundenspezifische Kommunikation im jeweiligen Vertriebskanal, ohne das hieraus negative Effekte auf die Marken untereinander ausgeübt werden. Dies ist von hoher Bedeutung, denn auch wenn die durchschnittliche Küche in Deutschland für EUR 7.000 erworben wird, sind die einzelnen Preissegmente sehr balanciert zueinander. Mit dem Verkauf der Impuls Küchen wurde zudem eine Bereinigung des eigenen Markenportfolios erzielt.

In einem derartigen Markt ist auch eine Monobrand-Strategie erfolgreich, das jedoch nur im Luxussegment. In Bezug auf Marken- und Produktportfolio sehen wir den ALNO Konzern als am besten positioniert.

**Küchenverkäufe nach Umsatz - Durchschnittsküche kostet EUR 7.000**



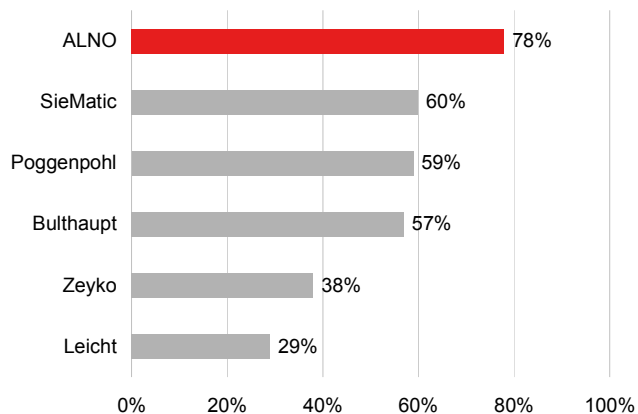
Quelle: Warburg Research; GFK 2012

**ALNO dominiert in Bekanntheit, Sympathie und Präferenz**

**ALNO ist die stärkste Marke**

In Deutschland ist die Marke ALNO bereits führend in punkto Bekanntheit und wird vorwiegend mit den Luxus- und Premiumherstellern in Bezug gebracht. Im Vergleich zu den unten genannten Marken nutzt die ALNO den Vorteil, eine traditionsreiche und bekannte Marke zu sein, die aufgrund ihrer langen Historie und stetiger Qualität dem Endkunden bekannt ist. In punkto Markenbekanntheit und Markensympathie wird ALNO vor Premium- und Luxusherstellern wie Poggenpohl und Bulthaupt genannt, die ihre Küchen durchschnittlich für EUR 35.000 anbieten. Die genannten Marken neben ALNO erzielen auf dem Heimatmarkt Deutschland zusammen einen Marktanteil unter 4% und sind daher nur bedingt vergleichbar mit ALNO.

**Markenbekanntheit in Deutschland**

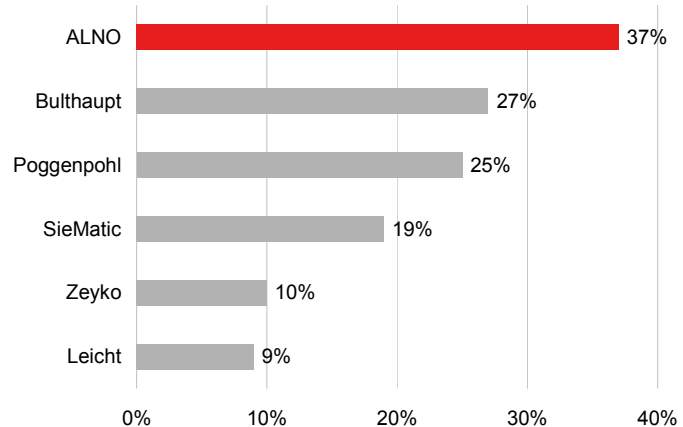


Quelle: CSIL 2012, Warburg Research

### ALNO ausgezeichnet als Marke der Jahrhunderts

Die Marke ALNO stellt im Rahmen des Turn-Arounds ein entscheidendes Asset dar. Mit der wiederkehrenden Akzeptanz der ALNO AG bei den Einkaufsgesellschaften und der damit verbundenen Präsenz in den Verkaufsflächen von Möbelhändlern und Küchenstudios wird eine Rückkehr der Endkunden zur Traditionsmarke ALNO erwartet.

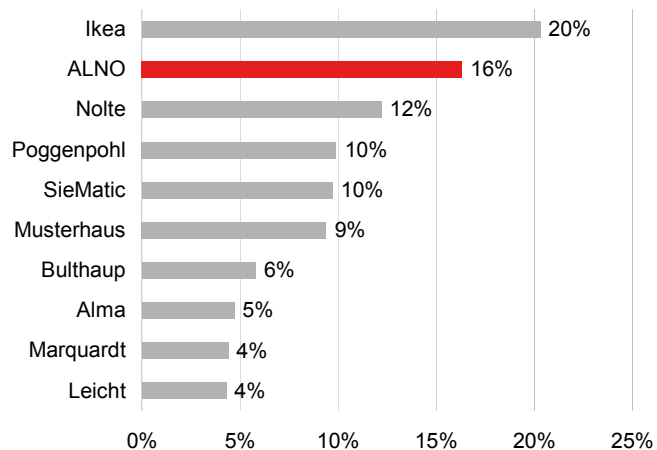
### Markensympathie in Deutschland



Quelle: CSIL 2012, Warburg Research

Langfristig ist dies eine sehr gute Ausgangsbasis, um Marktanteile gegenüber der Konkurrenz zurückzugewinnen. So präferierten 16% der Käufer die Marke beim Kauf einer Küche. Lediglich IKEA wurde häufiger genannt, was jedoch im Wesentlichen auf die allgemeine Beliebtheit der Schweden zurückzuführen sein sollte. Ein Vergleich zwischen IKEA (Händler) und den reinen Küchenmarken (Produzenten) hinkt. Auch der Vergleich zu den anderen Marken ist nur bedingt möglich, da diese Anbieter nur den sehr kleinen Luxusmarkt bedienen.

### Markenpräferenz beim Kauf von Küchenmöbeln in Deutschland



Quelle: GIK, Statista, Warburg Research

Auffällig ist bei allen Umfragen, dass der Branchenprimus Nobilia in keiner der Umfragen genannt wird. Dies ist eine Folge der fehlenden Markenwahrnehmung von Nobilia. Auch wenn das Unternehmen Küchen unter der Marke Nobilia vertreibt, werden vorwiegend White-Label-Küchen produziert, die im Vertrieb von den jeweiligen Einzelhändlern (z.B. IKEA) ein eigenständiges Branding erhalten.

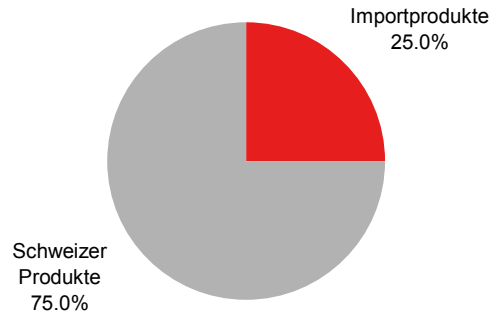
### AFP Küchen AG stark Präsenz in der Schweiz

### Schweiz - ALNO AG baut durch AFP Küchen AG die Marktführung aus

Der Küchenmarkt in der Schweiz ist geprägt von kleinen Handwerksbetrieben und Schreinereien, die Küchen als Schlüsselprodukt verwenden, um den Kunden eine aufeinander abgestimmte Innenarchitektur zu bieten. Jedoch bauen Handwerker die Küchen oftmals nicht selbst, sondern beziehen industriell gefertigte Produkte. Aufgrund

des Schweizer Standardmaßes bei Küchen (Tiefe der Möbel beträgt nur 55 cm – die Europäische Norm liegt bei 60 cm) ist der Importanteil gering. Für Importeure ist der Markt schlicht zu klein. ALNO verfügt über die Produktionsfähigkeit des Standardmaß 55 cm am Standort Pfullendorf.

### Schweiz: Von lokalen Produzenten dominiert



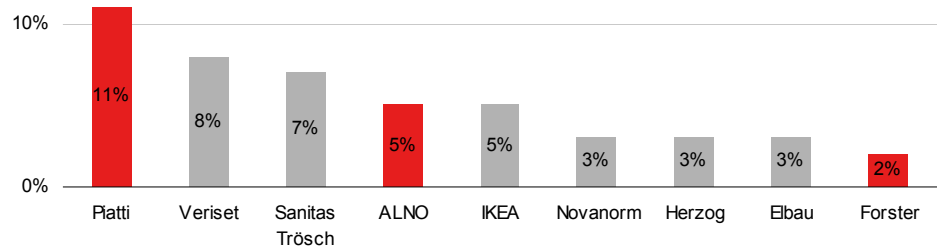
Quelle: ALNO, AFP, Warburg Research

Die Gesamtgröße des Marktes wird auf EUR 1,1 Mrd. geschätzt und beträgt damit rund ein Viertel des Deutschen Küchenmarktes. Die erworbene Marke Piatti ist marktführend seit 1980. Zusammen mit Forster Schweizer Stahlküchen und Piatti baut der ALNO Konzern die Marktführung auf über 18% Marktanteil aus.

### AFP Küchen und ALNO zusammen mit 18% Marktanteil in der Schweiz

20%

zusammen 18% Anteil in einem fragmentierten Markt



Quelle: ALNO, AFP, Warburg Research

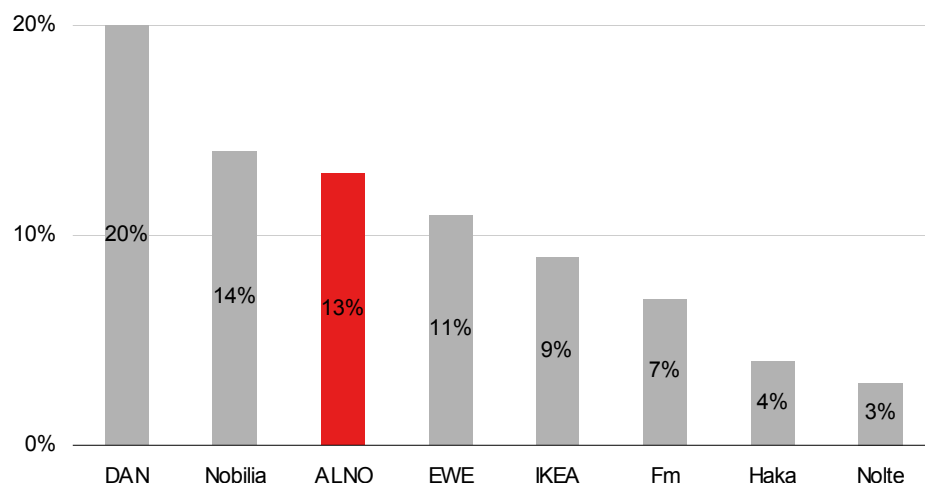
Im Gegensatz zu Deutschland besitzen Einkaufsorganisationen in der Schweiz nicht die Bedeutung wie in Deutschland. Durch das bestehende Vertriebsnetz der AFP Küchen AG werden Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen zu 80% im eigenen Direktvertrieb verkauft. Der Umsatz über eigene Studios wird vorwiegend im Objektgeschäft mit Eigentumswohnungen und Mietobjekten (ca. 70%) erzielt. Rund 30% des Direktvertriebs wird mit Privatkunden generiert. Die weiteren 20% des Gesamtumsatzes erzielen exklusive Händler, die vorwiegend Privatkunden adressieren.

### Importquote steigt – ALNO gewinnt an Bedeutung

### Österreich – ALNO AG ist No. 3

Die ALNO AG ist der drittgrößte Küchenproduzent in Österreich und hält rund 13% Marktanteil. Lediglich der heimische Konkurrent DAN (20%) und Nobilia (14%) liegen vor der ALNO AG. Es sind über 10 weitere Produzenten im Markt vertreten, die mindestens einen Marktanteil von 3% halten. Demnach kann die ALNO AG auch hier ihre Wettbewerbsqualitäten behaupten und die regionale Vielzahl von Anbietern dominieren.



**ALNO AG mit 13% Marktanteil in Österreich**


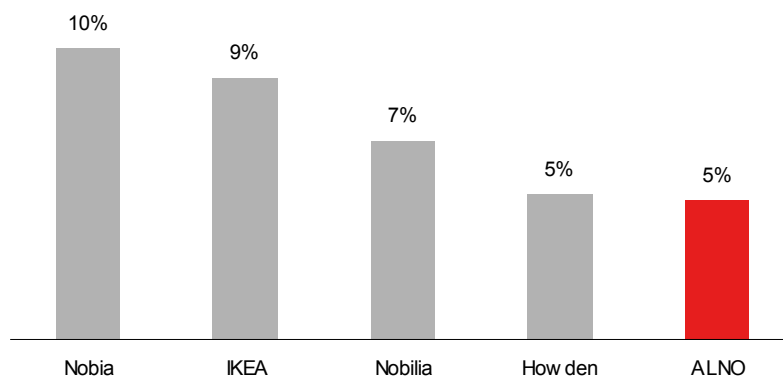
Quelle: Kreuzer Fischer & Partner, Warburg Research

Ähnlich wie in der Schweiz zeigen sich in Österreich die Stärken der deutschen Küchenproduzenten. Die besseren Produktionsbedingungen ermöglichen den Vertrieb von wettbewerbsfähigen Produkten, wodurch zunehmend Marktanteile gewonnen werden. Laut Marktanalyst Kreuzer, Fischer & Partner wurden in 2013 50% der Küchen importiert. Vor 5 Jahren lag die Importquote bei 45% und in den 1990er Jahren lag die Importrate bei lediglich 35%. Hauptgewinner der Marktanteile sind die beiden Produzenten ALNO und Nobilia.

**Küchenmarkt Europa**

Die ALNO AG hatte von 2013 auf 2014 den Exportanteil von 32,7% auf 51,7% gesteigert. Von den EUR 282,4 Mio. Exportumsatz entfielen 95,2% auf Europa. Die restlichen EUR 13,4 Mio. wurden im übrigen Ausland (hauptsächlich USA und China) erzielt. Insbesondere zählen die Märkte Frankreich (Umsatzvolumen 2011 EUR 1,5 Mrd.) sowie Großbritannien (Umsatzvolumen 2011 EUR 1,5 Mrd.) und die Niederlande (Umsatzvolumen 2011 EUR 0,8 Mrd.) zu den wichtigsten Absatzmärkten.

Auf europäischer Ebene belegt die ALNO AG den 5. Rang gemessen am Umsatz. Ein Aufstieg auf Rang 4 scheint mittelfristig nicht möglich, da sich durch den Umsatzrückgang aus dem Verkauf der Impuls der Abstand zu britischen Konkurrenten Howden Joinery vergrößern sollte.

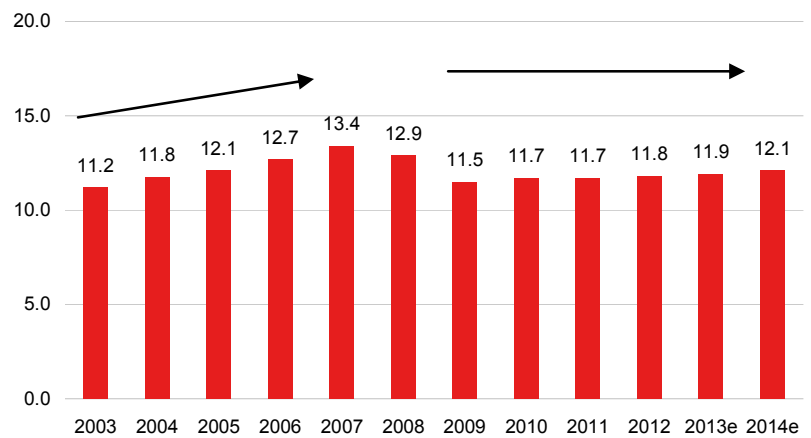
**Marktanteile nach Umsätzen in Europa**


Quelle: CSIL, Warburg Research

Küchen sind private Investitionsgüter und ihr Umsatz hängt in erster Linie an der Beschäftigungsquote eines Landes und der jeweiligen Zinsstruktur. Auch wenn eine breite Erholung der europäischen Nachbarn einsetzt, sollte der Küchenmarkt eine

nachgelagerte Wiederbelebung verspüren. Kurz- bis mittelfristig wird keine Belebung des europäischen Küchenmarktes erwartet.

#### Marktwachstum in Europa (in EUR Mrd.)



Quelle: CSIL 2011, Warburg Research (Schätzungen)

## AFP Küchen AG auf einen Blick

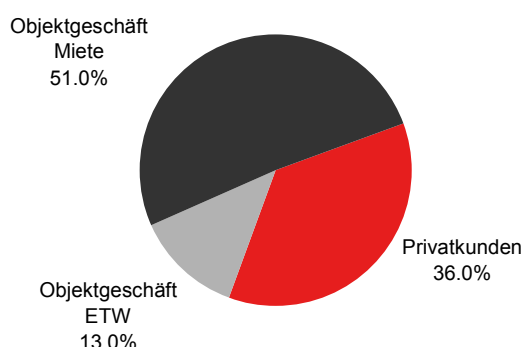
### Finanzen

In der Vergangenheit hinderte die Abhängigkeit vom deutschen Küchenmarkt die ALNO AG daran wieder profitabel zu sein. Mit der Ausweitung des Umsatzanteils von europäischen Nachbarländern sowie der Internationalisierung der Aktivitäten löst sich die ALNO AG zunehmend aus dem margenschwachen Heimatmarkt.

#### Die AFP-Akquisition im Detail

Die AFP Küchen AG besteht aus den beiden Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen, die fast ausschließlich (zu 99% in 2014) den Schweizer Markt beliefern. Verkäufer der AFP Küchen AG war die schweizer AFG Arbonia Forster Holding AG. 80% des Umsatzes werden über 14 eigene Shops erzielt und weitere 20% erzielen exklusive Fachhändler. Somit unterhält die AFP Küchen AG einen direkten Kontakt zu ihren Kunden, was in Deutschland durch die Einkaufsorganisationen nicht möglich ist. Der Umsatz nach Geschäftsfeldern teilt sich wie folgt auf:

#### Gesamtumsatz nach Geschäftsfeldern der AFP Küchen AG (in 2014)



Quelle: Warburg Research, ALNO AG

Piatti ist im Bereich Holzküchen Schweizer Marktführer und erzielt mit einem durchschnittlichen Endkundenpreis von EUR 9.000 pro Küchen einen Umsatz von ca. EUR 110 Mio. (WRe) Forster Schweizer Stahlküchen erzielte im gleichen Zeitraum Umsätze im Wert von ca. EUR 35 Mio. (WRe). Insgesamt verkaufte die AFP Küchen AG rund 3.500 (WRe) Stahlküchen zum durchschnittlichen Endkundenpreis von EUR 15.000.

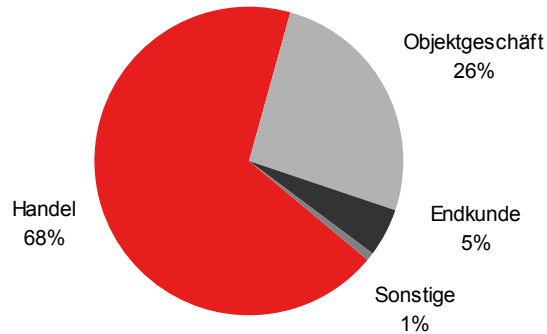
Die ALNO AG hat mit der Kaufpreiszahlung von EUR 30,0-35,0 Mio. (WRe) die Grundstücke und Gebäude der Forster-Produktion übernommen. Im Rahmen der Piatti-Übernahme wurden lediglich die Produktionsanlagen übernommen. Darüber hinaus wurden die Küchencentren, die Marke Piatti sowie die Kundenstämme übernommen. Für die Marke Forster Schweizer Stahlküchen wurden lediglich ein 5-jähriges Nutzungsrechte erworben. Es besteht eine zweijährige Verlängerungsoption.

### Umsatzsplit

#### Umsatz nach Distributionskanälen

Nach der Übernahme der AFP Küchen AG wird der Umsatz der ALNO AG allein durch die Konsolidierung der Schweizer Gesellschaften um rund EUR 144,9 Mio. ansteigen. Der ehemalige Umsatzsplit der ALNO AG teilte sich in die markenorientierten Segmente ALNO, Wellmann und Pino. Zudem werden die international tätigen Gesellschaften, die Auslandstochtergesellschaften (ATG), berichtet. Nachdem die AFP Küchen AG als wahrscheinlich eigenständiges Segment berichtet werden wird, sieht der erweiterte Umsatzsplit wie folgt aus:

## AFP-Umsatz nach Distributionskanälen (2014)



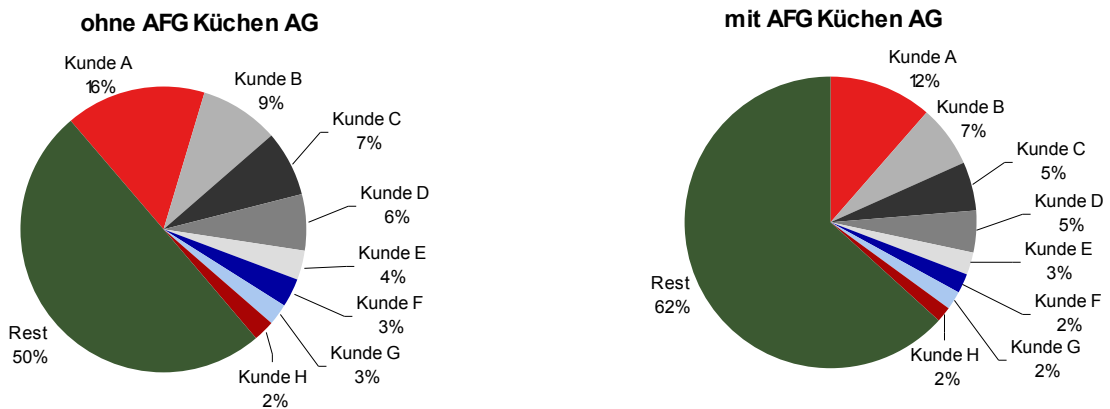
Quelle: Warburg Research, ALNO AG

## Auswirkung der AFP-Akquisition auf den ALNO-Konzern

## Umsatz nach Kunden – Diversifiziertes Bild

In Deutschland, dem wichtigsten Markt für die ALNO AG (ca. 48% Umsatzanteil in 2014), werden über 90% der Umsätze mit Einkaufsorganisationen erzielt. Diese organisieren und bündeln die Bestellungen für die Verkaufsstellen wie Möbelhäuser oder Küchenstudios. Im Ausland wird der Umsatz ebenfalls über Vertriebsgesellschaften oder über eigene Tochtergesellschaften erzielt. Durch die Akquisition der AFP wurde die Abhängigkeit von einzelnen Kunden deutlich reduziert. Durch den Verkauf von Impuls wird eine weitere Diversifizierung erwartet.

## Diversifizierung der Kundenstruktur durch AFP Küchen AG (2013)



Quelle: ALNO, Warburg Research

## Umsatz nach Regionen – Exportanteil steigt deutlich

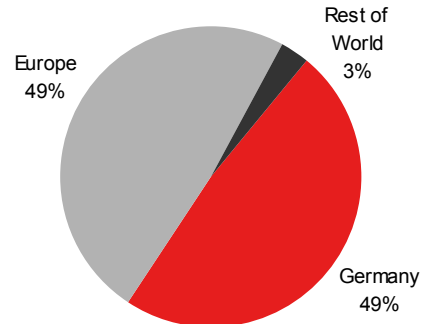
Diese Darstellung hat sich durch die Akquisition in der Schweiz erheblich verschoben, wie der Vergleich der Diagramme zeigt. In 2013 erzielte die ALNO AG lediglich einen Exportanteil von 33%. Der Branchendurchschnitt liegt deutlich über 40% - vereinzelt werden sogar über 70% (Poggenpohl) oder 80% (Bulthaup) im Ausland generiert. Bei der ALNO AG stehen das europäische Ausland für 24% des Umsatzes und der Rest der Welt für weitere 5%.

Mit der Übernahme der AFP Küchen AG zählt die Schweiz zum zweitgrößten Markt für die ALNO AG. Hier werden ab 2014e rund 27% des Gesamtumsatzes erzielt werden. Vor der Akquisition wurden hier ca. 8% (WRe) von der ALNO AG erlöst. Insgesamt sollten rund 45% der Umsätze aus dem Exportgeschäft stammen, womit die ALNO AG

über dem Branchenschnitt liegt.

Der Auslandsumsatz steigt zudem durch die Zusammenarbeit mit der französischen Franchise Kette Ixina. Die ALNO AG konnte hier einen Auftrag im niedrigen zweistelligen Millionenbereich (WRe) akquirieren.

#### Gesamtumsatz nach Regionen (ALNO Konzern 2014)



Quelle: Warburg Research, ALNO AG

#### Zahlreiche qualitative und quantitative Synergien

#### Umsatz und Synergiepotenzial

##### Hochwertige Fronten auch bei Piatti

Die Marke Piatti widerfährt eine deutliche, qualitative Aufwertung. Durch den Zusammenschluss mit der ALNO AG wird Piatti ebenfalls in der Lage sein, höherpreisige Komponenten wie Glas und Keramik anzubieten. Dieser Synergieeffekt wurde durch die Verlagerung der Piatti-Produktion von Dietlikon nach Pfullendorf ermöglicht, da die entsprechenden Produktionsanlagen (Lackiererei, Glas- und Keramikfertigung) in Pfullendorf installiert sind. Das Unternehmen beziffert die Umsatzpotenziale auf rund EUR 17,0 Mio., die sich allein durch die Ausweitung des Produktportfolios bei Piatti ergeben. Dieses Umsatzpotenzial wird mit einem sukzessive steigenden Anteil in den Umsatzschätzungen reflektiert, denn die bestehende Vertriebsinfrastruktur sowie die Verkaufsstellen vorab auf die neuen Produkte abgestimmt werden müssen.

##### Internationalisierung der Forster Schweizer Stahlküchen

Die AFP Küchen AG hat in 2013 ein EBITDA von EUR -3,0 Mio. erzielt. Dies setzt sich zusammen aus einem positiven Beitrag der Marke Piatti sowie dem deutlich negativen Beitrag der Marke Forster.

Das Luxusprodukt Forster Schweizer Stahlküchen wird in Arbon, Schweiz produziert. Mit 3.500 verkauften Stahlküchen und einem Umsatz von ca. EUR 36,0 Mio. (2013) ist der Standort Arbon einschichtig ausgelastet. Ziel ist es, die Werkskapazität mittelfristig auf 2 Schichten auszuweiten und die Prozessabläufe weiter zu optimieren.

Wesentliches Problem des Nischenproduktes ist die fehlende Internationalisierung. Die Stahlküchen wurden ausschließlich in der Schweiz und Liechtenstein vertrieben. Unter der Marke ALNOINOX kann das feuchtigkeitsresistente Edelstahlprodukt besonders im feucht-tropischen, asiatischen Raum vertrieben werden. Aber auch im europäischen Markt sollte sich Potenzial für die Stahlküche ergeben. ALNO besitzt die notwendigen Vertriebsstrukturen, um die Skalierung des Standortes zu erzielen. Die Küche hat einen Durchschnittspreis von EUR 15.000 und zählt damit zum Premiumsegment. Eine Verdoppelung des Absatzes in diesem Nischenmarkt ist durch die Internationalisierung möglich.

##### Direktvertrieb ermöglicht gezielte Kundenansprache

Als weiterer Vorteil ist das eigene Händlernetz in der Schweiz zu nennen. Mit der Akquisition erhielt ALNO AG rund 500.000 Kundendaten (WRe) und löst sich aus der Abhängigkeit auf dem deutschen Möbelmarkt und verfügt nun über einen Direktvertrieb.

Dies ermöglicht der ALNO AG Kunden frühzeitig über neue Produkte und Linien zu informieren. Aufgrund der höheren Auswahl durch ein breiteres Produktportfolio sollten höhere Wiederkäuferquoten bei Projektleitern im Objektgeschäft die Folge sein.

Auf Basis der genannten Synergien, der angestrebten Internationalisierung des Vertriebs sowie der Rückkehr der Kunden erwarten wir folgende Umsatzpotenziale für die neu formierte Gruppe.

### Umsatzsteigerung durch neue und alte Kunden...

#### Umsatztreiber des ALNO Konzerns

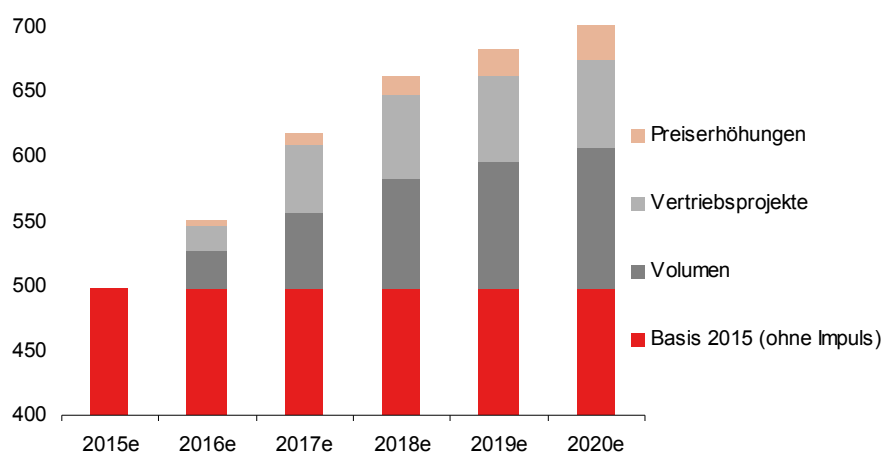
Ausgehend von einem Basisumsatz mit langjährigen und treuen Bestandskunden in Höhe von EUR 498 Mio. wird eine positive Umsatzentwicklung aufgrund der folgenden Aspekte angenommen. Umsatztreiber im kurz und mittelfristigen Horizont sind:

- die Rückgewinnung des Kundenvertrauens – kurzfristiges Umsatzpotenzial in 2015e – rund EUR 15,0 Mio.; bis 2016e EUR 35,0 Mio. (WRe)
- das Vertriebsprojekt mit der Steinhoff Gruppe, die Wellmann-Küchen ins Sortiment aufnimmt
- Leichte Preiserhöhungen
- ein neue Kooperation mit der französischen Franchisekette Ixina – kurzfristig EUR 5,0 Mio. (WRe); bis 2016e Umsatzpotenzial EUR 10,0 Mio. (WRe)
- der Ausbau des Überseeexports – mittlerer einstelliger Millionenbetrag
- Online-Vertrieb über Kiveda – unterer einstelliger Millionenbetrag
- der internationale Vertrieb der Forster Schweizer Stahlküchen über die Vertriebsstrukturen der ALNO AG – in 2015e rund EUR 5,0 Mio.; Mittelfristiges Umsatzpotenzial bis zu EUR 25,0-30,0 Mio. (WRe)
- die Ausweitung der Produktvielfalt von Piatti mit den Oberflächenmaterialien der ALNO (z.B. Glas und Keramik) – volles Umsatzpotenziale rund EUR 17,0 Mio.; Annahmen berücksichtigen jährlich rund EUR 4,0-5,0 Mio. ab 2015 (WRe)

### ...sowie die Aufwertung des Produktportfolios

Zusammenfassend ergibt sich für die ALNO AG nach der Übernahme der AFP Küchen AG folgende Umsatzplanung:

#### Umsatzentwicklung bis 2016 durch Übernahme (in EUR Mio.)



Basis 2015: ALNO (alt) inklusive AFP aber ohne Impuls

Quelle: ALNO AG, AFP, Warburg Research

### Verbesserte Kapazitätsauslastung bringt größte Synergie

#### Gewinn und Verlust - Synergiepotenzial

#### Steigendes Ordervolumen löst Hauptproblem der Kapazitätsauslastung

Aufgrund der fehlenden Aufträge, besonders bei den Marken ALNO und Wellmann,

wurde in der Vergangenheit teilweise nur in einer Schicht produziert. In dem ALNO-Werk in Pfullendorf ist dies noch immer der Fall. Durch die Verlagerung der Piatti-Produktion ist der Standort einschichtig zu 90% ausgelastet. Um das Werk profitabel zu betreiben, ist ein zweischichtiger Betrieb notwendig. Dies wird im Laufe des Geschäftsjahres 2016 erwartet.

### Befreiungsschlag nur durch Produktionsverlagerung möglich

#### EBITDA-Synergien durch Piatti-Verlagerung

Mit der Verlagerung der Piatti-Produktion aus der Schweiz nach Pfullendorf konnten ca. 90-100 Mitarbeiter freigesetzt werden. Bei jährlichen Kosten von ca. CHF 74.000 pro Mitarbeiter ergibt sich ein Einsparpotenzial von CHF 6,9-7,0 Mio. was ungefähr EUR 5,8-6,0 Mio. entspricht. Am Standort Pfullendorf stehen bereits ausreichend Kapazitäten (Anlagen und Personal) zur Verfügung um die Aufträge der Piatti fristgerecht zu bearbeiten.

#### Verbesserte Kapazitätsauslastung bei gesenkten Personalkosten

In den vergangenen Jahren wurden massiv Stellen abgebaut, da durch den kontinuierlichen Umsatzrückgang zunehmend Überkapazitäten vorhanden waren. Im Rahmen der Restrukturierung wurden in 2013 (56 Mitarbeiter bei Wellmann) sowie in Januar 2014 (72 Mitarbeiter bei Wellmann Bauteile GmbH) weitere Personalmaßnahmen ergriffen.

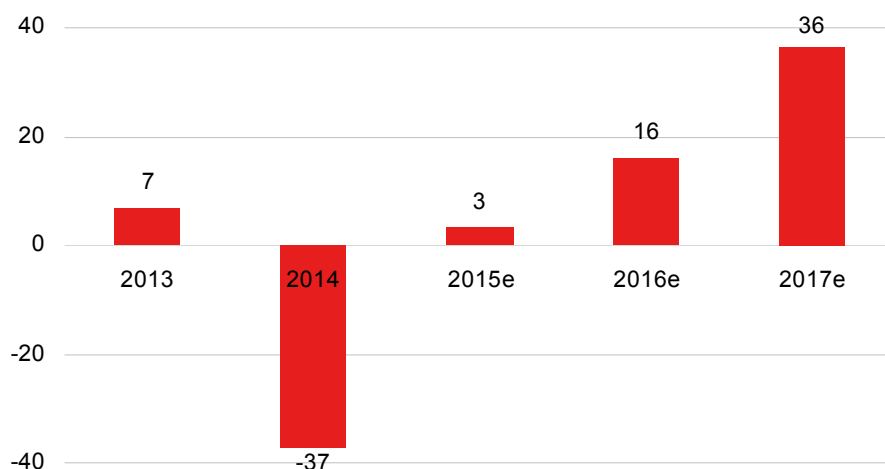
#### Senkung der Einkaufskosten bei Piatti

Piatti und ALNO haben ihre Rohstoffe und Vorprodukte bei den gleichen Lieferanten bezogen. Das Management kalkuliert durch die Zusammenlegung der Einkaufsvolumina mit einer Kostensenkung im Materialeinkauf von EUR 2,5-2,7 Mio.

#### Höhere Margen im Ausland

Mit über 50% Exportanteil schließt das Unternehmen die Lücke zu den hiesigen Wettbewerbern, die bereits seit Jahren mit Exportquoten über 40% agieren. Hierdurch erzielt das Unternehmen größere Umsatzvolumina mit höheren Deckungsbeiträgen, da etwaige Margen von deutschen Einkaufsverbänden (Marktstruktur) seitens der ALNO AG vereinnahmt werden. Damit wurde ein Kernproblem des Unternehmens gelöst. Zudem wird durch höhere Preispunkte im Ausland eine signifikante Verbesserung der EBITDA-Marge erwartet. Die dargestellten Effekte schlagen sich wie folgt im EBITDA nieder (2013 und 2014 ohne Sondereffekte):

#### Bereinigte EBITDA-Entwicklung (in EUR Mio.)



Quelle: ALNO AG, AFP, Warburg Research

### 60-65% variable Kosten

#### Kostenstruktur der Gewinn- und Verlustrechnung

Trotz der sechs Standorte verzeichnet der Konzern eine vergleichsweise geringe

Abschreibungsquote von 2-3% oder rund EUR 15,0 Mio. Dies ist aufgrund der hohen Kapitalintensität des Geschäftes bemerkenswert und teilweise auch durch einen relativ alten Maschinen und Anlagenpark zurückzuführen. Nach massiven Sonderabschreibungen im Verlauf der Restrukturierung wurde die Abschreibungsbasis, besonders an den Standorten Pfullendorf und Enger, zusammen gestrichen. Im Gegenzug wurden in 2012 und 2013 Zuschreibungen auf Betriebsgebäude in Höhe von insgesamt EUR 8,3 Mio. (ca. 10% WRe) vorgenommen.

Für die Zukunft sollten sich die Abschreibungen zwischen EUR 18-22 Mio. jährlich bewegen. Hierin sind die Abschreibungen auf Sachanlagen, aber auch Abschreibungen auf die erworbenen immateriellen Anlagevermögen der AFP Küchen AG berücksichtigt. Mit dem erworbenen Kundenstamm sowie den erworbenen Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen ist eine Ausweitung der Abschreibungen auf immaterielle Anlagegüter verbunden. Ihr Anteil an der Gesamtabschreibung lag in der Vergangenheit bei unter EUR 1,0 Mio. Vor der Akquisition waren immaterielle Vermögen von lediglich EUR 9,7 Mio. (2,5% der Bilanzsumme) vorhanden. Durch die Übernahme und den erzielten Badwill steigen die immateriellen Vermögenswerte (insbesondere durch die erworbene Marke Piatti und den vorhandenen Kundenstamm) auf ca. EUR 50,0 Mio. an.



## Bilanzanalyse - Aktive und Passive Unternehmensfinanzierung

Die ALNO AG nutzt eine Vielzahl von Finanzierungsmöglichkeiten die im folgenden Abschnitt dargestellt werden.

Finanzierung der ALNO AG	
Aktive Finanzierung Summe: EUR 55 Mio.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Factoring im Gesamtvolumen von EUR 55 Mio.</li> </ul>
Passive Finanzierung Summe: EUR 138 Mio.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Darlehen von CEO Müller: EUR 8,1 Mio. – Laufzeit Juli bis 2016</li> <li>▪ Darlehen von Großaktionär Whirlpool: EUR 35 Mio. – Laufzeit Juni bis 2017</li> <li>▪ Mittelstandsanleihe – Nominalwert EUR 45 Mio. – Laufzeit bis 2018</li> <li>▪ Wandelanleihe – Nominalwert EUR 14 Mio. – Laufzeit bis März 2019</li> <li>▪ Wandelanleihe – Nominalwert EUR 5,7 Mio. – Laufzeit bis November 2018</li> <li>▪ Bankverbindlichkeiten und sonstige: EUR 29 Mio. – diverse Laufzeiten</li> </ul>

Quelle: Warburg Research

### Aktive Finanzierung durch Forderungsverkauf

Die ALNO AG nutzt in drei Fällen Factoring zur Unternehmensfinanzierung:

- Seit 2010 nutzen die Impuls Küchen GmbH, die Pino Küchen GmbH sowie die Wellmann GmbH & Co. KG einen Factoringvertrag mit der GE Capital Bank. Die ursprüngliche Höhe von EUR 45,0 Mio. wurde sukzessive auf EUR 35,0 Mio. bis Januar 2014 reduziert. Der Gesamtrahmen wurde im Januar 2014 um EUR 5,0 Mio. auf EUR 40,0 Mio. ausgeweitet und mit einer Vertragslaufzeit von 2 Jahren erneuert.
- Es besteht zudem ein Factoring seit 01.08.2013 mit der Coface Finanz GmbH in Höhe von EUR 10,0 Mio.
- Zur Unternehmensfinanzierung wurde in der britischen Tochtergesellschaft ALNO UK Ltd., Dewsbury, Großbritannien, ein Factoring-Finanzierung vorgenommen. Insgesamt wurde ein Factoring-Rahmen in Höhe von GBP 4,0 Mio. über eine Laufzeit von 36 Monate vereinbart.

Die jeweiligen Konditionen des Factorings sind nicht bekannt.

### Umfangreiche passive Finanzierung

Nachdem im April 2010 und Februar 2011 zwei Sanierungsvereinbarungen zur Sicherung von Darlehensverbindlichkeiten geschlossen wurden, folgte im Juli 2012 eine dritte Sanierungsvereinbarung, mit dem Ziel der Restrukturierung des Eigenkapitals. Dieses wies nach vielen Jahren mit negativen Konzernergebnissen eine negative Summe von EUR -73,3 Mio. zum 31. Dezember 2011 auf.

In 2012 wurde das Grundkapital der Gesellschaft herabgesetzt und im Anschluss durch eine Kapitalerhöhung um EUR 44,0 Mio. erhöht. Aus dem Bruttoerlös in Höhe von EUR 46,2 Mio. wurden die bestehenden Darlehensverbindlichkeiten (EUR 54,0 Mio.) vollständig abgelöst und teilweise erlassen. In der Folge verbesserte sich das Eigenkapital auf EUR -18,4 Mio. zum Jahresende 2013. Durch die Übernahme der AFP wurde ein Badwill erzielt, der sich im Q1 2014 deutlich positiv auf das Eigenkapital auswirkte. Durch diesen Effekt wurde im H1 2014 ein positives Eigenkapital in Höhe von EUR 10,6 Mio. ausgewiesen. Zum 31.12.2014 wurde das Eigenkapital mit einem Wert von EUR -28 Mio. erneut negativ ausgewiesen. Die Ursachen für diese Entwicklung waren erneute operative Verluste sowie durch Sonderabschreibungen auf den im H1 aktivierten Badwill. Nach einer Kapitalerhöhung und Aktivierung latenter Steuern wird im H1 2015 ein positives Eigenkapital von EUR 40,7 Mio. ausgewiesen.

## **Kapital- und Finanzierungskonzept 2013**

Erklärungsbedürftig ist die Fremdkapitalfinanzierung des Unternehmens. Hier wurden zahlreiche Maßnahmen getroffen, die in engem Zusammenhang mit nahestehenden Personen getroffen wurden.

### **CEO Müller gewährt EUR 8,1 Mio. Darlehen via Comco**

Mit der Comco Holding GmbH, Nidau/Schweiz, die sich im Besitz von CFO Max Müller befindet, wurde eine Stillhaltevereinbarung geschlossen. Diese bezieht sich auf zwei Darlehen in Höhe von insgesamt EUR 8,1 Mio. (EUR 3,7 Mio. an die ALNO AG und EUR 4,8 Mio. an die Gustav Wellmann GmbH & Co. KG), die CEO Müller der Gesellschaft gewährt hat. Das Gesamtdarlehen betrug ursprünglich EUR 30,0 Mio. im Dezember 2011 und wurde in 2012 teilweise zurückgeführt. Die Restschuld in Höhe von EUR 8,1 Mio. wurde im April 2015 fällig. Aufgrund der weiterhin angespannten Finanzlage des Konzerns, wurde eine Verlängerung des Darlehens bis Juli 2016 vereinbart. Das Darlehen wird mit 6,5% verzinst und liegt damit unter dem Anleihenkupon.

### **Whirlpool gewährt EUR 35,0 Mio. Darlehen bis 30. Juni 2017**

Eine vergleichbare Stillhaltevereinbarung wurde mit der Bauknecht Hausgeräte GmbH, Stuttgart vereinbart. Die Bauknecht Hausgeräte GmbH gehört zum Whirlpool Konzern, der ca. EUR 90,0 Mio. (WRe) Umsatz mit der ALNO AG erzielt. Bauknecht hat im Rahmen des Finanzierungskonzeptes Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in ein langfristiges Darlehen in Höhe von EUR 30,0 Mio. umgeschuldet. Eine erste Rückzahlung von EUR 10,0 Mio. war für September 2014 geplant. Jedoch wurde eine Stillhaltevereinbarung bis Juni 2017 vereinbart. Das Darlehen trägt mit 4,5% einen niedrigeren Zinssatz als das Darlehen von Max Müller und ist damit um 4 Prozentpunkte geringer verzinst als die Mittelstandsanleihe.

Die Bauknecht Hausgeräte GmbH hat der ALNO AG mehrfach in finanziell angespannten Situationen die notwendigen Mittel zur Verfügung gestellt. So wurden zeitweise die Zahlungsziele der Lieferantenkredite deutlich ausgeweitet. Im Gegenzug wurde der Whirlpool-Gruppe ein erstrangiges Pfandrecht an den Geschäftsanteilen der Pino Küchen GmbH eingeräumt, die von der ALNO AG gehalten werden.

Die Bauknecht Hausgeräte GmbH verfügt über Sonderkündigungsrechte des Vertrages, wenn sich die finanzielle Situation des Konzerns oder der Konzerntöchter verschlechtern, das Insolvenzverfahren eröffnet wird, Vertragspflichten verletzt werden oder ein Wettbewerber von Bauknecht Hausgeräte GmbH über 10% des Eigenkapitals erwirbt.

Darüber hinaus hat sich die ALNO AG in einem exklusiven Liefervertrag dazu verpflichtet, mindestens 75% der Haus- und Küchengeräte für die Marken des Konzerns von der Bauknecht Hausgeräte GmbH zu beziehen. Weitere Details hierzu sind im Abschnitt Corporate Governance dargestellt.

## **Anleihen der ALNO AG**

### **Mittelstandsanleihe**

Die ALNO AG konnte durch eine Mittelstandsanleihe EUR 45,0 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren aufnehmen. Von April 2013 bis zum Mai 2018 wird die Anleihe mit einem Kupon von 8,5% verzinst. Die erste Zinszahlung erfolgte im Mai 2014.

### **Wandelanleihe 2014**

Die Übernahme der AFP Küchen AG wurde durch 2 Maßnahmen finanziert. EUR 14,0 Mio. wurden durch eine Pflichtwandelanleihe der ALNO AG finanziert. Die Wandelanleihe berechtigt zum Bezug von 7,0 Mio. Aktien zum Bezugspreis von EUR 2,0. Die Anleihe wird in Eigenkapital getauscht, sobald der Aktienkurs an 15 aufeinander folgenden Tagen über dem Kurs von EUR 2,40 notiert. Die Anleihe trägt einen Kupon von 8,0% und wurde bei Investoren platziert.

Durch zwei zusätzliche Optionstranchen auf 4,9 Mio. hinterlegte Aktien (Covered

Warrents) wird der Durchschnittsbezugspreis auf EUR 1,6088/ Aktie (Option A) bzw. EUR 1,7117/Aktie (Option B) gesenkt. Die ist als eine Art Bonus für die Zeichner der Anleihe zu verstehen.

#### Wandelanleihe 2015

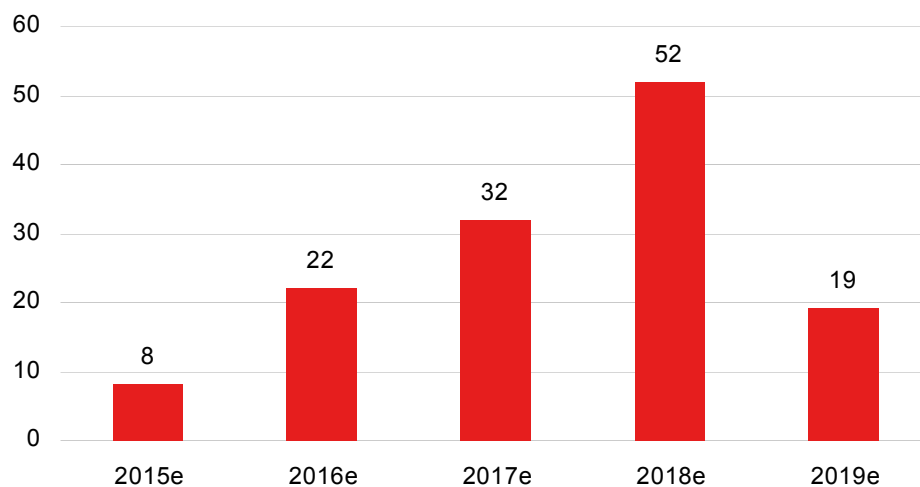
Im November wurde eine weitere Wandelanleihe begeben. Der Investor Shun Hing hat die Anleihe im Nominalwert von EUR 5,67 Mio. vollständig gezeichnet. Die Anleihe hat eine Laufzeit von drei Jahren und wird mit 6% p.a. verzinst. Wenn der Aktienkurs 20 Tage in Folge über EUR 1,20 handelt, wird die Anleihe zum Bezugspreis von EUR 1,05 gewandelt.

#### Zusammenfassung der Finanzierung zum Bilanzstichtag 2014

Die ALNO AG hat am 31.12.2014 zinstragende Finanzierungen im Umfang von EUR 131,4 Mio. in Anspruch genommen. Hinzu kommen Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung in Höhe von rund EUR 122,5 Mio. Inklusive Rückstellungen in Höhe von EUR 28,5 Mio. und einem negativen Eigenkapital in Höhe von EUR -28,0 Mio. beläuft sich die Bilanzsumme auf EUR 284 Mio. Dies ist ein Resultat der jahrelangen und kostenintensiven Restrukturierung des Unternehmens.

Mit der Veräußerung der Tochter Impuls flossen dem Unternehmen zwar EUR 40 Mio. (WRe) am 30.06.2015 zu, jedoch wurde dieser Betrag vorwiegend zur Rückzahlung (erfolgte nach Bilanzstichtag H1 2015) von Lieferantenverbindlichkeiten verwendet. Zum H1 2015 wurden die Finanzverbindlichkeiten mit EUR 138,3 Mio. ausgewiesen. Die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung betragen am Bilanzstichtag EUR 127,3 Mio.

#### Fälligkeiten der Verbindlichkeiten (in EUR Mio.)



Quelle: ALNO AG, Warburg Research

**Trotz der erwarteten positiven operativen Entwicklung der Gesellschaft, erscheinen weitere Finanzierungsmaßnahmen notwendig, um dem Turn-Around zu gewährleisten. Die Annahmen gehen davon aus, dass erst ab 2018e ein positiver Free Cash Flow erwirtschaftet wird.**

#### Unausgeglichene Finanzierungsstruktur bleibt weiterhin bestehen

Das Management hat bereits einige Erfolge erzielt, die eine potenzielle Insolvenz abwenden konnten und zu einer stabileren Finanzierung der ALNO AG geführt haben. Es wurden

- alle Bankverbindlichkeiten (mit Ausnahmen Kontokorrentlinien) getilgt,
- die hinterlegten Sicherheiten ausgelöst,
- eine fünfjährige Mittelstandsanleihe platziert,

- mit der Whirlpool Inc. wurde ein bedeutender Stakeholder (Lieferant) zu einem Ankerinvestor (20% Anteil am Eigenkapital)
- ein vertrautes Netzwerk aus weiteren Investoren inkl. des CEO geschaffen.
- zwei Wandelanleihen wurde platziert und
- im Q1 2015 wurde eine Kapitalerhöhung erfolgreich durchgeführt.

**Dennoch bleibt durch die erhebliche Fremdkapitalfinanzierung die Finanzlage angespannt.** Ein weiterer Finanzbedarf erscheint vor dem Hintergrund der ausgeprägten Fremdkapitalfinanzierung und fehlender Liquidität als notwendig. Ein positiver Free Cash Flow wird nicht von 2018 erwartet. Eine Stärkung des Eigenkapitals durch eine Kapitalerhöhung kann daher erforderlich sein.

## Company & Products

### ALNO AG - Hintergrund

Die ALNO AG entwickelt, produziert und vertreibt Küchenmöbel aus Holz und Stahl. Zudem beinhaltet das Geschäftsmodell den Handel mit Elektrogeräten und Küchenzubehör. Zudem Kernmarken zählen ALNO, Wellmann, Impuls (Verkauf im H1 2015) und Pino. Im Januar 2014 wurde der Schweizer Marktführer, die AFP Küchen AG, mit den zwei Traditionsmarken Forster Schweizer Stahlküchen und Piatti übernommen. Die AFP Küchen AG erzielte in 2013 einen Umsatz von rund EUR 144,9 Mio. inklusive der AFP erzielte die ALNO AG in 2014 einen Umsatz von ca. EUR 545,8 Mio. ALNO ist der zweitgrößte Küchenproduzent in Deutschland.

Die Gruppe hat ihren Hauptsitz im Stammwerk der Marke ALNO in Pfullendorf, Baden-Württemberg, an dem seit 1958 produziert wird. Darüber hinaus produziert das Unternehmen an zwei weiteren Standorten in Deutschland sowie einem Schweizer Standorten. Die ALNO AG hat Vertriebsgesellschaften in Großbritannien, den USA sowie zwei Joint Venture in China (Hongkong und Shanghai) und ein Joint Venture in Russland. geführt. International arbeitet das Unternehmen mit einem Netzwerk von 7.000 Vertriebspartnern in 64 Ländern.

Die Mehrmarkenstrategie des Unternehmens ermöglicht die klare und abgegrenzte Positionierung der Produkte beim Endkunden. Während Einstiegsmodelle bereits ab ca. EUR 2.000 zu erwerben sind, können hochwertige Designküchen mehrere zehntausend Euro und bis zu EUR 100.000 kosten. Historisch bedingt werden die jeweiligen Marken und Modelle an unterschiedlichen Standorten gefertigt.

---

**Diversifiziertes Markenportfolio  
bietet jedem etwas**

---

### 5 Marken – 3 Konzepte

#### Für Individualisten

In den hochpreisigen Marken (ALNO, Piatti und Wellmann) liegen die Wertschöpfung des Unternehmens in der individuellen Gestaltung einer Küche und die kundenspezifische Anpassung von Form, Farbe und Ausstattung. Die Produkte werden in enger Zusammenarbeit mit dem Kunden auf die baulichen Gegebenheiten geplant und abgestimmt sowie im Sinne des Kunden produziert. Ein Mehrwert wird besonders durch den Einsatz hochwertiger Materialien wie Vollholz, Stahl, Glas und Keramik erzielt, die individuell für den Kunden produziert werden. Das Werk in Pfullendorf ermöglicht hier ein Maximum an Flexibilität in der Herstellung, mit dem Ziel einer Küche „made to measure“.

#### Für die Masse

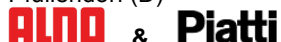
Die Einstiegsmarke Pino wird an dem Standorten Costwig produziert. Das Werk zeichnet sich durch einen hohen Automationsgrad und eine effiziente Produktion aus. Mit den Blockprodukten erzielt das Unternehmen die Marge weniger über die individuelle Anpassung, sondern stellt die Generierung von Skaleneffekten in den Vordergrund. Zudem werden Handelsmargen durch den Vertrieb von Elektroprodukten generiert. Bei Pino beträgt der Ausstattungsgrad mit Elektrogeräten 100%.

#### Für die Nische

Für Liebhaber der originellen Küche bietet die Stahlküche von Forster eine Alternative. Die Möbel des Schweizer Produzenten werden zu 100% aus Edelstahl gefertigt und bieten daher ein besonders hohes Lebensgefühl, welches insbesondere unter Designern und Kreativen gefragt ist. Zudem bietet Stahl die Stabilität, die gerade für den Export in feucht-tropische Regionen geeignet ist. Rein optisch unterscheidet sich die Küche kaum von einer Holzküche und ist nicht mit einer industriellen Edelstahlküche zu verwechseln.

**Produktionsstandorte: Kapazität und Marken pro Standort**

Pfullendorf (D)



- Produktion der Korpus-elemente für alle Standorte
- Serienfertigung, Einzelfertigung und Montage von ALNO- und Piatti-Küchen
- Aufbau einer Glas- und Keramikfertigung 2011
- 677 FTEs
- Produktionskapazität: 1 Mio. Schränke p.a. bei 2 Schichten

Enger (D)



- Produktion/Montage von Wellmann-Küchen
- Wird mit Bauteilen aus Pfullendorf beliefert
- Bad Salzuflen: Lackierung und maßgeschneiderte Services für Wellmann
- 638 FTEs
- Produktionskapazität: ~1 Mio. Schränke p.a.

Coswig (D)



- Produktion/Montage von Pino-Küchen
- Coswig erhält Bauteile aus Pfullendorf und Enger
- 212 FTEs
- Produktionskapazität: 1 Mio. Schränke p.a.

Arbon (CH)



- Produktion/Montage von Forster-Küchen
- 212 FTEs
- Produktionskapazität: ca. 7.000 Küchen p.a.

Quelle: Warburg Research, ALNO

**Übersicht und Erklärung der Marken**

**ALNO** ist die älteste und traditionsreichste Marke der Gruppe. Sie verfügt über eine erstklassige Reputation bei Kunden im Hinblick auf Sympathie und Markenbekanntheit, wie die Studie der CSIL in 2012 bestätigt. ALNO ist die Premiummarke des Konzerns und daher auch im obersten Preissegment angesiedelt. Die Marke bietet die größte Auswahl an verwendbaren Formen, Materialien, Designs und Farben. Vertrieben werden die ALNO-Küchen über Möbelgeschäfte, Küchenstudios und Vertragshändler.

**Piatti** gehört erst seit Januar 2014 zum ALNO Konzern und wurde von der Schweizer AFP Küchen AG übernommen. In Qualität, Design und Preis positioniert sich die Marke zwischen ALNO und Wellmann. Sie ist jedoch aufgrund der erstklassigen Wahrnehmung ausschließlich für den Schweizer Markt bestimmt. Über 80% des Umsatzes werden in der Schweiz durch den eigenen Vertrieb erzielt, die restlichen 20% werden über exklusive Küchenstudios generiert.

**Wellmann** ist die umsatzstärkste Marke des Konzerns. Sie ist breit aufgestellt und im unteren bis mittleren Preissegment angesiedelt. Durch eine überdurchschnittliche Anzahl an Form- und Farbgestaltungen kann die Küche nach individuellen Kundenbedürfnissen ein breites Gestaltungsspektrum abdecken. Wellmann zeichnet sich durch ein modernes Design aus. Die Marke wurde durch die Akquisition des gleichnamigen Unternehmens in 2003 in den Konzern aufgenommen. Neben Möbelgeschäften und Küchenstudios werden Wellmann Küchen im Objektgeschäft vertrieben. Besondere Bedeutung hat Wellmann für den Export nach China.

**Pino** ist die simple Einsteigerküche im unteren Preissegment. Neben ansprechenden Designs sind die Küchen in erster Linie funktional und befriedigen die Grundbedürfnisse einer Küche. Die Modelle sind in der Regel mit Elektrogeräten von Whirlpool voll ausgestattet und durch wenige Formvarianten auf die Standardbedürfnisse abgestimmt. Pino Küchen werden über Möbelhäuser, Discounter und Baumärkte vertrieben.

**Forster Schweizer Stahlküchen** wurde wie Piatti mit der AFP Küchen AG übernommen. Forster Schweizer Stahlküchen ist eine traditionelle Schweizer Marke, die sich ausschließlich auf die Produktion von Stahlküchen konzentriert und diese exklusiv über eigene Studios (neben Piatti) auf dem Heimatmarkt Schweiz vertreibt. Eine Internationalisierung der Stahlküche unter der Marke ALNOINOX ist geplant.

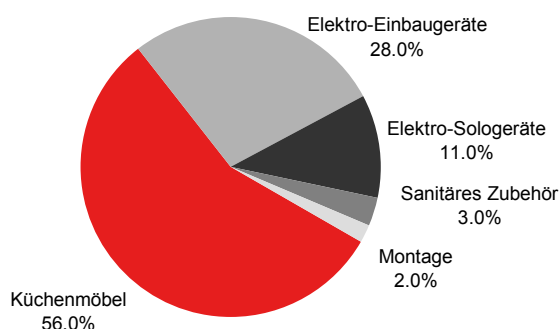
**ALNO deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab**

**Value Chain**
**Zusammensetzung einer Küche**

Der Umfang sowie die verbauten Elemente einer Küche unterscheiden sich teilweise sehr stark und beeinflusst demnach den Verkaufspreis. Maßgebend für den Endpreis sind im Wesentlichen die verwendeten Materialien, der Grad der Individualisierung durch

den Kunden sowie der Ausstattungsgrad mit elektronischen Einbaugeräten. Mit 56% ist das Möbel jedoch der größte Bestandteil einer Küche, gefolgt von den elektronischen Einbaugeräten, die 28% des Küchenpreises ausmachen.

### Bestandteile einer Küche in Deutschland



Quelle: BBE-Markt:Monitor, Warburg Research

Im sog. Blockgeschäft werden Einstiegsmodelle und nahezu komplette Küchenzeilen im unteren Preissegment gefertigt. Der Individualisierungsspielraum in Form und Farbe sind gering, sodass umfangreiche Massen produziert werden können. Diese werden nach der Fertigung mit den Elektrogeräten versehen und dem Handel zur Verfügung gestellt. Die Küchen der Marke Pino sind ab Werk zu 80% mit E-Geräten versehen. In 90-95% der Küchen werden die Produkte der Whirlpool Gruppe verbaut.

Hingegen liegt die Wertschöpfung bei den Marken Wellmann und ALNO nicht in der Skalierung der Massenfertigung. Diese Marken bieten dem Kunden die absolute Individualisierung an. Durch das aufwändige Verarbeiten von hochwertigen Rohstoffen wie Glas, Keramik und Stahl wird ein Küchenmöbel im Sinne des Kunden gefertigt. Elektrogeräte werden bei Wellmann in 25% der Küchen eingebaut. Die Marke ALNO wird gänzlich ohne Geräte geliefert.

### Einkauf mit Trend zum In-Sourcing

Eine erfolgreiche Umsetzung des In-Sourcing wurde zuletzt am Standort Pfullendorf vollzogen. In der hauseigenen Lackiererei können Bauteile individuell produziert werden. Sonderanfertigungen und Speziallacke für die kundenspezifische Oberflächengestaltungen in sehr kleinen Chargen werden somit nicht mehr extern bezogen, sondern gleich zu günstigeren Konditionen vor Ort produziert. Gleiches gilt für die hauseigene Glas- und Keramikbearbeitung. Neben geringeren Kosten, verringert sich die Lieferzeit um eine ganze Woche.

### Produktion an 4 Standorten

In 2012 wurde die Umsetzung einer neuen Produktionsstrategie umgesetzt. Durch die Produktionszentralisierung werden die Fertigungskapazitäten besser ausgeschöpft, um Massenproduktionsvorteile zu sichern. Zudem werden die Zulieferkosten durch Insourcing-Maßnahmen reduziert und der Austausch von Erfahrungswerten unter den Werken zur Kompetenzverbesserung genutzt. Durch das verbesserte Prozessmanagement in der Korpusbauteile-Produktion konnte die Produktionsleistung von vier Millionen Bauteilen auf über zehn Millionen Bauteile gesteigert werden.

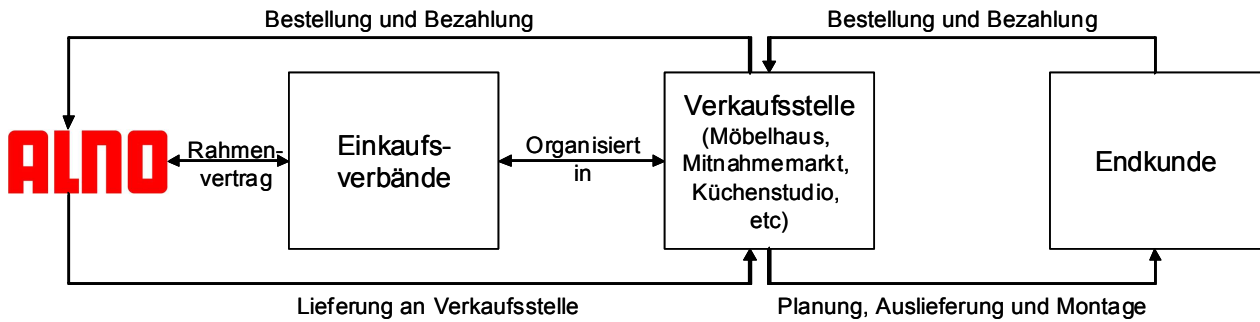
Die Werke unterscheiden sich wesentlich, da die Marken ALNO, Wellmann, Piatti sowie Forster Schweizer Stahlküchen an den Standorten gefertigt und montiert werden. Die Produktion von bestimmten Baugruppen erfolgt direkt am Standort. Das Werk von Pino hingegen ist ein reines Montagewerke, das auf einen hohen Automatisierungsgrad und das Generieren von Skalenerträgen ausgelegt ist.

### Direktvertrieb in der Schweiz

Auf dem Heimatmarkt vertreibt die ALNO AG die Küchen über Einrichtungs- und Küchenstudios, SB- und Mitnahmemärkte sowie Möbelhäuser. Wesentlicher Nachteil für

alle Möbelproduzenten ist, dass sich zwischen den Produzenten und den Verkaufsstellen dominante Einkaufsgesellschaften etabliert haben. Ihr Einfluss ist durch das Bündeln von Kaufaufträgen in den vergangenen 20 Jahren gestiegen, sodass die produzierenden Unternehmen zunehmend unter dem Margendruck leiden und bereits vielfach aus dem Markt gedrängt wurden. In Deutschland erzielt die ALNO AG ca. 90% des Umsatzes über Einkaufsverbände. Der größte Kunde der ALNO AG verantwortet einen Umsatz von ca. EUR 60,0 Mio. (WRe).

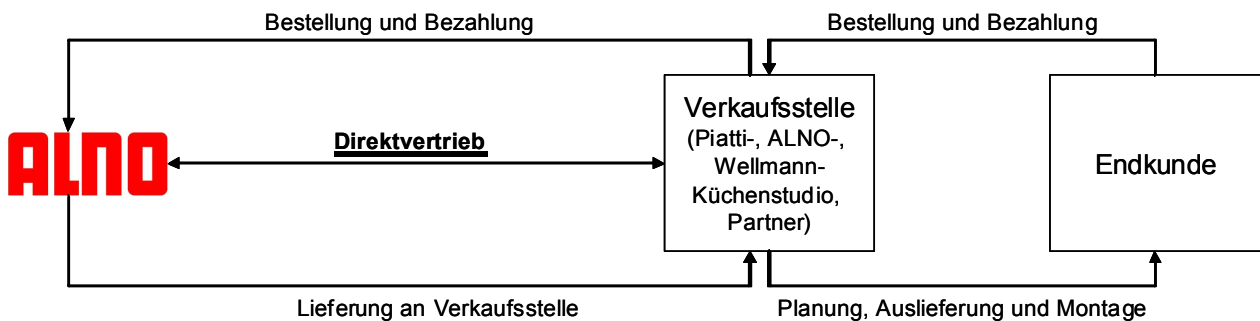
### Vertriebskanal Deutschland: 90% des Umsatzes wird mit Einkaufsverbänden erzielt



Quelle: Warburg Research

Der zwanghafte Vertrieb über Einkaufsorganisationen ist ein deutsches Phänomen. Der Direktvertrieb über eigene Küchenstudios in der Schweiz sowie die deutlich höheren Preispunkte in der Schweiz werden als Lösung für den Margendruck erachtet.

### Vertriebskanal Ausland: Direktvertrieb in den Auslandstochtergesellschaften (ATG)



Quelle: Warburg Research

Darüber hinaus ist die Gesellschaft im Objektgeschäft hauptsächlich mit der Marke Wellmann tätig. Hier werden in Neubauten und in Renovierungsprojekten die Küchen direkt über Architekten und Bauträger vertrieben. In Deutschland werden rund 3% des Umsatzes über Objekte erzielt. In China und den USA sind es nahezu 100%.

## Management und Aufsichtsrat

Das Management der ALNO AG wurde seit Beginn der Restrukturierung in 2007 mehrfach ausgetauscht. Mit der Berufung von Max Müller und Ipek Demirtas in 2011 haben sich jedoch zwei erfahrene Führungspersonen etabliert.

Die gesamte Führungsetage hat sich am Eigenkapital der Gesellschaft beteiligt. Zudem ist Herr Müller als Kreditgeber der Gesellschaft tätig. Über seine Beteiligungsgesellschaft



Comco Holding AG hat der CEO ein Volumen von EUR 8,1 Mio. der ALNO AG zur Verfügung gestellt.

### Management der ALNO AG



#### Max Müller, CEO

- ist seit April 2011 Vorsitzender des Vorstands
- 1993–heute: Verwaltungsratspräsident der Comco Holding AG und der Starlet Investment AG
- 1987–1992: Vorstandsvorsitzender der Adler Bekleidungswerke AG (Adler Modegeschäfte)
- 1986–1992: Vorstandsvorsitzender der Comco Group (Tochtergesellschaft der ASKO Deutsche Kaufhaus AG)



#### Ipek Demirtas, CFO

- Verantwortet die Finanzen der ALNO AG seit Juli 2011
- 2008–2009: OTTO-Konzern
  - Chief Financial Officer der Environmental Solutions Europe Holding B.V. und
  - Geschäftsführerin der ESE Industrie GmbH und der ESE Dienstleistungen GmbH
- 2002–2008: Geschäftsführerin der Petroplus Mineralölprodukte Deutschland GmbH
- 1992–2002: Führungskraft PwC, Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft

Quelle: Warburg Research

### Aktionärsstruktur und Corporate Governance

Größter Einzelaktionär von ALNO ist die Whirlpool Germany GmbH (vormals Bauknecht GmbH). Die Whirlpool Gruppe ist gleichzeitig größter Lieferant von Elektrogeräten, die besonders in den Küchen von Pino zum Einsatz kommen. Mit EUR 90,0 Mio. ist ALNO drittgrößter Kunde von Whirlpool in Europa.

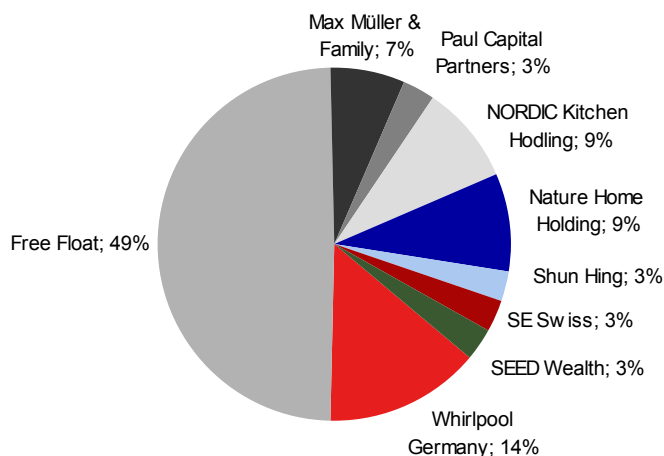
CEO Max Müller ist zu 6,7% am Eigenkapital beteiligt. Zudem ist Herr Müller über seine Beteiligungsgesellschaft Comco Holding AG sowie über die Star Capital als Kreditgeber der ALNO AG vertreten.

Der Free Float besteht zu großen Teilen aus dem Netzwerk um CEO Max Müller, welches insgesamt ca. 30% der 75,6 Mio. ALNO-Aktien hält.

Neben Herrn Müller ist Frau Demirtas (CFO) mit 250.000 Aktien am Unternehmen beteiligt.

Die rund 75,6 Mio. Aktien sind im General Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie an der Börse Stuttgart gelistet.

### Aktionärsstruktur



Quelle: Warburg Research

### Potenzielle Interessenkonflikte

### Corporate Governance

Um die ALNO AG bestehen potenzielle Interessenskonflikte. Diese begründen sich in dem persönlichen Netzwerk von Max Müller sowie die Ankerbeteiligung der Whirlpool-Gruppe, die zugleich größter Lieferant der ALNO AG ist und im Aufsichtsrat vertreten ist.

### Corporate Governance im Überblick

<b>Whirlpool Inc.</b> (Tochtergesellschaft ist die Bauknecht Hausgeräte GmbH)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hält 14,1% der Aktien</li> <li>▪ Ist größter Einzellieferant mit einem Umsatzvolumen von über EUR 90 Mio.</li> <li>▪ Stellt 95% der verbauten Elektrogeräte (insbesondere im Blockgeschäft bei Pino)</li> <li>▪ Ist im Aufsichtsrat vertreten</li> <li>▪ Darlehensgeber von EUR 35,0 Mio. – Der Standort Coswig dienen als Sicherheit</li> <li>▪ Hat offene Forderungen aus Lieferung und Leistung</li> </ul>
<b>Max Müller, CEO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hält 6,7% der Aktien</li> <li>▪ Hat ein Darlehen von EUR 8,1 Mio. zu 6,5% p.a. an die die ALNO AG ausgegeben</li> <li>▪ Ein Investorennetzwerk um Müller hält ca. weitere 30% des Free Floats (z.B. Nordic Kitchen Holding AG, Zug, Schweiz hält 9,8%)</li> <li>▪ Das Netzwerk und Herr Müller selbst haben die Mittelstandsanleihe sowie die Wandelanleihe (via Private Placement) bezogen</li> <li>▪ Das Netzwerk ist im Aufsichtsrat vertreten</li> </ul>
<b>Ipek Demirtas, CFO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hält Aktien im nicht nennenswerten Umfang (250.000 Stück)</li> </ul>

Quelle: Warburg Research

---

**Albert Nothdurft (ALNO)**  
baut Küchen seit 1927

---

**Geschichte**

- 1927 gründet **AL**bert **NO**thdurft (ALNO) eine Schreinerwerksatt in Göppingen, Deutschland
- 1957 wird die Produktion nach Pfullendorf, Deutschland eröffnet
- 1958 wird die ALNO Möbelwerke GmbH & Co. KG gegründet
- 1960-1970 wächst das Unternehmen stark. Der Umsatz wird von EUR 2,5 Mio. auf über EUR 35,2 Mio. ausgebaut. 3 neue Standorte werden eröffnet und die Mitarbeiterzahl steigt von 95 auf 677.
- 1970 übernimmt AEG 51% der ALNO Möbelwerke GmbH & Co. KG
- 1969-1974 werden Niederlassungen in Frankreich, Belgien, Italien und der Schweiz eröffnet. Weitere Töchtergesellschaften folgen
- 1982 AEG trennt sich von der Beteiligung
- 1990 Gründung der Impuls Küchen GmbH in Brilon
- 1994 Gründung der Pino Küchen GmbH in Klieken
- 1995 IPO
- 2003 Fusion mit Casawell Service Gruppe (Wellmann, Geba, Wellpac) und Übernahme der Gustav Wellmann KG
- 2004 Die Gruppe trennt sich von Beteiligungen und konzentriert sich auf das Kerngeschäft
- 2005 Gründung und Eröffnung der Produktionsstätte ALNO Middle East in Dubai
- 2007 Start eines umfangreichen Restrukturierungsprogramms
- 2013 Umfangreiche Restrukturierung der passiven Bilanzseite durch diverse Kapitelmaßnahmen und die Platzierung einer Mittelstandsanleihe in Höhe von EUR 45 Mio.
- 2014: Kauf der Schweizer AFP Küchen AG mit den Marken Piatti und Forster Schweizer Stahlküchen
- 2015: Verkauf der Tochter Impuls

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	520,6	550,5	618,2	662,7	682,9	701,6	715,6	729,9	744,5	759,4	774,6	786,2	798,0	
Umsatzwachstum	-4,6 %	5,7 %	12,3 %	7,2 %	3,0 %	2,7 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EBIT	8,8	-1,0	17,7	24,3	34,7	41,2	43,9	44,8	45,7	46,6	47,5	48,2	49,0	
EBIT-Marge	1,7 %	-0,2 %	2,9 %	3,7 %	5,1 %	5,9 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	
Steuerquote (EBT)	4,2 %	-38,3 %	6,9 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	8,4	-1,3	16,4	20,4	29,1	34,6	36,9	37,6	32,0	32,6	33,3	33,8	34,3	
Abschreibungen	17,1	16,9	18,8	18,6	19,1	17,5	17,9	18,2	18,6	19,0	19,4	19,7	20,0	
Abschreibungsquote	3,3 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	10,3	-5,6	4,0	3,9	5,0	5,3	5,6	5,8	9,0	0,3	0,3	0,2	0,2	
- Investitionen	17,2	17,2	17,2	19,9	20,5	21,0	21,5	21,9	22,3	22,8	23,2	23,6	20,0	
Investitionsquote	3,3 %	3,1 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,3	4,0	14,1	15,2	22,8	25,8	27,7	28,1	19,3	28,5	29,1	29,6	34,0	35
Barwert FCF	-1,3	3,7	11,8	11,6	15,6	15,9	15,4	14,1	8,7	11,6	10,7	9,8	10,1	109
Anteil der Barwerte	5,76 %			50,03 %										44,21 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	30,00 %	Finanzielle Stabilität	2,20
FK-Zins (nach Steuern)	8,6 %	Liquidität (Akte)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	2,20
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>10,94 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,90</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	138		
Terminal Value	109		
Zinstr. Verbindlichkeiten	144		
Pensionsrückstellungen	29		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	6	Aktienzahl (Mio.)	75,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>79</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,05</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>2,16</b>	11,9 %	0,60	0,63	0,66	0,68	0,71	0,74	0,77	<b>2,16</b>	11,9 %	-0,47	-0,09	0,30	0,68	1,07	1,45	1,84
<b>2,03</b>	11,4 %	0,77	0,79	0,82	0,86	0,89	0,93	0,96	<b>2,03</b>	11,4 %	-0,35	0,06	0,46	0,86	1,26	1,66	2,06
<b>1,96</b>	11,2 %	0,85	0,88	0,92	0,95	0,99	1,02	1,07	<b>1,96</b>	11,2 %	-0,28	0,13	0,54	0,95	1,36	1,77	2,18
<b>1,90</b>	10,9 %	0,94	0,98	1,01	<b>1,05</b>	1,09	1,13	1,17	<b>1,90</b>	10,9 %	-0,20	0,21	0,63	<b>1,05</b>	1,47	1,88	2,30
<b>1,84</b>	10,7 %	1,04	1,08	1,11	1,15	1,20	1,24	1,29	<b>1,84</b>	10,7 %	-0,13	0,30	0,73	1,15	1,58	2,01	2,44
<b>1,77</b>	10,4 %	1,14	1,18	1,22	1,26	1,31	1,36	1,41	<b>1,77</b>	10,4 %	-0,05	0,39	0,83	1,26	1,70	2,14	2,58
<b>1,64</b>	9,9 %	1,36	1,41	1,45	1,51	1,56	1,62	1,68	<b>1,64</b>	9,9 %	0,13	0,59	1,05	1,51	1,96	2,42	2,88

- Neu- und Bestandskunden reagieren bereits auf der Möbelmesse in 2015 auf den Turn-Around und erhöhen Ordervolumen.
- Mit der Steinhoff Gruppe wurde eine Vertriebskooperation geschlossen (Umsatzvolumen von bis zu EUR 30 Mio. WRe ab 2016)
- Es bestehen Zusagen (EUR 16 Mio. WRe) von Impuls Kunden die zukünftig bei Pino ordern werden ab 2016e.
- Inklusive ALNOINOX und einem verbesserten Preis-Produkt-Mix wird ein deutlicher Umsatzanstieg bis 2017e antizipiert.
- 6,1% EBIT-Marge; Peers erzielen im Schnitt 7-8% (4,6% bei bestem Peer Nobia SA)

## Peer Group

### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e
American Woodmark	USD	85,71	1.395,1	1.223,4	2,02	3,29	3,83	828,3	934,3	1.034,5	67,0	102,0	117,5	49,1	87,8	104,0
Fabryki Mebli Forte	PLN	54,95	1.313,4	1.390,8	3,56	4,19	4,45	939,8	1.068,3	1.136,5	123,0	145,0	152,8	104,5	122,8	129,8
Hermann Miller	USD	31,98	1.914,7	2.157,1	1,74	2,04	2,26	2.137,2	2.269,7	2.391,7	228,7	245,0	266,0	n.a.	n.a.	n.a.
Howden Joinery	GBP	530,50	341.233,9	3.189,6	0,26	0,29	0,31	1.217,8	1.321,2	1.414,8	240,7	266,4	290,7	215,7	237,2	259,1
Nobia	SEK	107,90	18.914,2	18.870,2	5,56	6,36	6,92	13.382,6	14.199,5	14.752,9	1.643,2	1.822,1	1.942,4	1.279,4	1.460,0	1.576,2
<b>ALNO</b>	<b>EUR</b>	<b>0,77</b>	<b>57,9</b>	<b>237,6</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,04</b>	<b>520,6</b>	<b>550,5</b>	<b>618,2</b>	<b>3,2</b>	<b>16,0</b>	<b>36,5</b>	<b>8,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>17,7</b>

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

### Peer-Group ALNO

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e	15e	16e	17e
American Woodmark	USD	85,71	1.395,1	1.223,4	42,5 x	26,1 x	22,4 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	18,3 x	12,0 x	10,4 x	24,9 x	13,9 x	11,8 x
Fabryki Mebli Forte	PLN	54,95	1.313,4	1.390,8	15,4 x	13,1 x	12,4 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	11,3 x	9,6 x	9,1 x	13,3 x	11,3 x	10,7 x
Hermann Miller	USD	31,98	1.914,7	2.157,1	18,4 x	15,7 x	14,2 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	9,4 x	8,8 x	8,1 x	n.a.	n.a.	n.a.
Howden Joinery	GBP	530,50	341.233,9	3.189,6	20,3 x	18,4 x	16,9 x	2,6 x	2,4 x	2,3 x	13,3 x	12,0 x	11,0 x	14,8 x	13,4 x	12,3 x
Nobia	SEK	107,90	18.914,2	18.870,2	19,4 x	17,0 x	15,6 x	1,4 x	1,3 x	1,3 x	11,5 x	10,4 x	9,7 x	14,7 x	12,9 x	12,0 x
Mittelwert					23,2 x	18,0 x	16,3 x	1,6 x	1,5 x	1,4 x	12,7 x	10,5 x	9,7 x	16,9 x	12,9 x	11,7 x
Median					19,4 x	17,0 x	15,6 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x	11,5 x	10,4 x	9,7 x	14,8 x	13,2 x	11,9 x
<b>ALNO</b>	<b>EUR</b>	<b>0,77</b>	<b>57,9</b>	<b>237,6</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>19,2 x</b>	<b>0,5 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>0,4 x</b>	<b>74,8 x</b>	<b>14,9 x</b>	<b>6,5 x</b>	<b>27,0 x</b>	<b>neg.</b>	<b>13,5 x</b>
Potenzial zum Median in %					n.a.	n.a.	-19%	224%	203%	218%	-85%	-30%	49%	-45%	n.a.	-12%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Median					n.a.	n.a.	0,62	7,79	7,16	7,63	n.a.	n.a.	2,31	n.a.	n.a.	0,40

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

- Aussagekraft der Peer ist unzureichend, da die meisten Wettbewerber nicht gelistet sind.
- Nobia AB hat die größte Schnittmenge mit der ALNO AG.
- Howden Joinery Group erzielt Umsatz und EBIT nur teilweise mit Küchen.
- Für die weiteren börsennotierten Peers liegen keine Schätzungen vor.
- ALNO AG als Turn-Around-Unternehmen ist bedingt mit profitablen Peers zu vergleichen.

### Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5 x	2,5 x	2,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,22	-0,57	-0,40	-1,18	-0,21	-0,42	-0,37
EV / Umsatz	0,4 x	0,2 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
EV / EBITDA	34,9 x	5,3 x	26,3 x	5,4 x	8,7 x	14,7 x	6,4 x
EV / EBIT	n.a.	84,2 x	n.a.	34,5 x	25,5 x	n.a.	13,3 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	73,4 x	n.a.	n.a.	n.a.	13,3 x
Kurs / FCF	n.a.	3,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	76,1 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0 x	n.a.	18,9 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,9 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,7 %	18,6 %	1,8 %	19,5 %	38,3 %	6,6 %	15,0 %

\*Adjustiert um: -

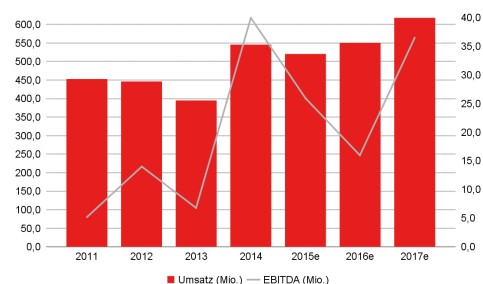
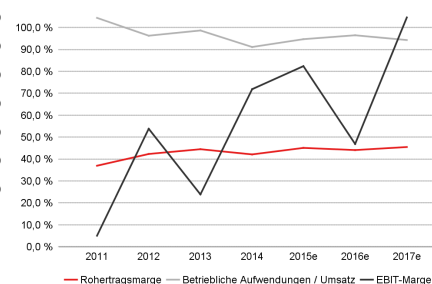
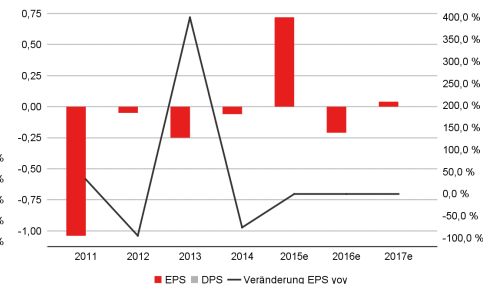
**GuV**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>452,8</b>	<b>446,3</b>	<b>395,1</b>	<b>545,8</b>	<b>520,6</b>	<b>550,5</b>	<b>618,2</b>
Veränd. Umsatz yoy	-3,1 %	-1,4 %	-11,5 %	38,2 %	-4,6 %	5,7 %	12,3 %
Bestandsveränderungen	0,9	0,4	2,6	0,6	2,9	0,6	0,6
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>453,7</b>	<b>446,7</b>	<b>397,7</b>	<b>546,4</b>	<b>523,5</b>	<b>551,0</b>	<b>618,8</b>
Materialaufwand	286,4	257,9	222,0	316,2	288,9	308,3	337,5
<b>Rohertrag</b>	<b>167,3</b>	<b>188,7</b>	<b>175,6</b>	<b>230,1</b>	<b>234,6</b>	<b>242,8</b>	<b>281,3</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>36,9 %</b>	<b>42,3 %</b>	<b>44,5 %</b>	<b>42,2 %</b>	<b>45,1 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>45,5 %</b>
Personalaufwendungen	98,5	97,2	95,3	138,3	136,9	121,1	137,9
Sonstige betriebliche Erträge	6,3	9,8	9,5	78,2	39,0	9,9	11,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	94,2	84,4	82,2	121,2	106,4	111,7	118,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	24,3	-3,0	-0,9	-8,9	-4,3	-3,9	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,2</b>	<b>14,0</b>	<b>6,7</b>	<b>40,0</b>	<b>25,9</b>	<b>16,0</b>	<b>36,5</b>
<b>Marge</b>	<b>1,1 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>5,9 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	14,9	12,0	11,5	16,9	15,6	15,4	17,3
<b>EBITA</b>	<b>-9,7</b>	<b>2,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>23,1</b>	<b>10,3</b>	<b>0,5</b>	<b>19,2</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,1	0,7	16,9	1,5	1,5	1,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-10,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>8,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>17,7</b>
<b>Marge</b>	<b>-2,4 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>1,1 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>-0,2 %</b>	<b>2,9 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-10,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-70,8</b>	<b>-13,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>17,7</b>
Zinserträge	0,1	9,0	0,2	2,7	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	11,2	10,8	7,9	12,3	15,0	15,0	13,5
Sonstiges Finanzergebnis	-3,4	-0,3	-0,7	-2,9	0,1	0,1	0,1
<b>EBT</b>	<b>-25,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-13,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>4,4</b>
<b>Marge</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>-3,5 %</b>	<b>-1,2 %</b>	<b>-1,2 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,7 %</b>
Steuern gesamt	0,3	0,2	3,5	-2,2	-60,1	0,4	1,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-25,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-17,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>54,1</b>	<b>-16,1</b>	<b>3,1</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-25,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-17,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>54,1</b>	<b>-16,1</b>	<b>3,1</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-25,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-17,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>54,1</b>	<b>-16,1</b>	<b>3,1</b>
<b>Marge</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>-0,8 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>-2,9 %</b>	<b>0,5 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	24,6	30,9	70,1	70,1	75,6	75,6	75,6
<b>EPS</b>	<b>-1,04</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,72</b>	<b>-0,21</b>	<b>0,04</b>
EPS adj.	-1,04	-0,05	-0,25	-1,16	-0,39	-0,21	0,04

\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz und EBITDA über Vorjahr****Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	104,4 %	96,3 %	98,7 %	91,2 %	94,7 %	96,5 %	94,2 %
Operating Leverage	1,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	-8,9 x	n.a.	n.a.
EBITDA / Interest expenses	0,5 x	1,3 x	0,9 x	3,3 x	1,7 x	1,1 x	2,7 x
Steuerquote (EBT)	-1,4 %	-16,7 %	-25,1 %	34,7 %	1003,0 %	-2,3 %	28,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	250.725	240.441	208.253	237.190	226.237	239.231	268.653

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR**Operative Performance**  
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

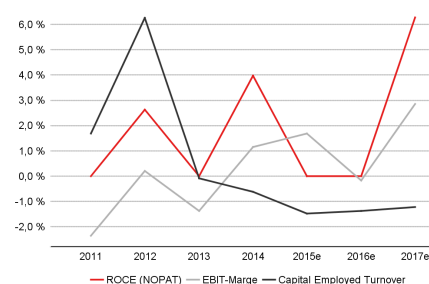
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

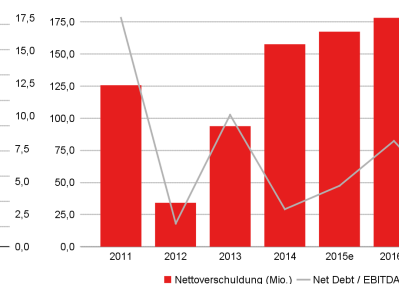
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,0	8,7	9,7	55,0	54,7	54,4	54,1
davon übrige imm. VG	4,5	5,0	6,0	49,5	49,2	48,9	48,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,5	3,7	3,7	5,5	5,5	5,5	5,5
Sachanlagen	73,5	75,7	84,5	111,0	111,4	112,0	110,7
Finanzanlagen	4,0	2,6	2,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>83,5</b>	<b>86,9</b>	<b>96,6</b>	<b>167,0</b>	<b>167,1</b>	<b>167,4</b>	<b>165,8</b>
Vorräte	25,9	24,5	24,0	34,8	33,2	35,1	39,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	41,3	45,3	43,2	59,2	62,8	57,3	64,4
Liquide Mittel	2,2	5,4	3,3	2,3	5,5	4,7	5,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	6,7	6,1	14,3	21,2	90,3	90,3	90,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>76,2</b>	<b>81,3</b>	<b>84,8</b>	<b>117,5</b>	<b>191,8</b>	<b>187,4</b>	<b>199,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>159,7</b>	<b>168,3</b>	<b>181,5</b>	<b>284,5</b>	<b>358,9</b>	<b>354,8</b>	<b>365,4</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	67,8	70,1	70,1	70,1	75,6	75,6	75,6
Kapitalrücklage	45,9	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Gewinnrücklagen	-187,1	-82,3	-91,9	-101,4	-38,4	-54,6	-51,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	-1,3	-1,3
Buchwert	-73,3	-8,9	-18,5	-28,0	39,0	23,0	26,1
Anteile Dritter	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>-73,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-18,4</b>	<b>-28,0</b>	<b>39,0</b>	<b>23,0</b>	<b>26,1</b>
Rückstellungen gesamt	26,8	29,3	24,7	37,8	37,3	37,3	37,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	18,0	20,3	20,6	28,5	29,1	29,1	29,1
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	109,9	19,3	76,5	131,4	143,7	153,7	153,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	69,3	1,5	0,0	12,0	9,4	9,4	9,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	86,9	118,2	70,8	122,5	114,1	116,1	123,6
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4	10,1	27,8	21,0	24,7	24,6	24,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>233,0</b>	<b>177,0</b>	<b>199,9</b>	<b>312,6</b>	<b>319,9</b>	<b>331,8</b>	<b>339,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>159,7</b>	<b>168,3</b>	<b>181,5</b>	<b>284,5</b>	<b>358,9</b>	<b>354,8</b>	<b>365,4</b>

**Kennzahlen**

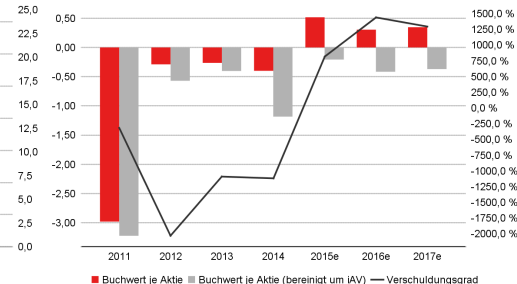
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	8,4 x	16,4 x	4,9 x	6,6 x	5,6 x	6,2 x	6,8 x
Capital Employed Turnover	8,7 x	17,5 x	5,2 x	4,2 x	2,5 x	2,7 x	3,0 x
ROA	-30,6 %	-1,6 %	-17,9 %	-2,5 %	32,4 %	-9,6 %	1,9 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	n.a.	2,6 %	n.a.	4,0 %	n.a.	n.a.	6,3 %
ROE	35,7 %	3,5 %	126,1 %	17,7 %	983,0 %	-52,0 %	12,8 %
Adj. ROE	35,7 %	3,5 %	126,1 %	349,0 %	-528,7 %	-52,0 %	12,8 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	125,7	34,2	93,8	157,6	167,3	178,1	177,4
Nettofinanzverschuldung	107,7	13,9	73,3	129,1	138,2	149,0	148,3
Net Gearing	-171,4 %	-392,7 %	-510,5 %	-562,6 %	428,9 %	774,7 %	678,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	2069,3 %	99,6 %	1085,8 %	323,1 %	533,1 %	933,7 %	406,5 %
Buchwert je Aktie	-3,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,5	0,3	0,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,2	-0,6	-0,4	-1,2	-0,2	-0,4	-0,4

**Entwicklung ROCE**


Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung  
in Mio. EUR**


Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie  
in EUR**


Quelle: Warburg Research

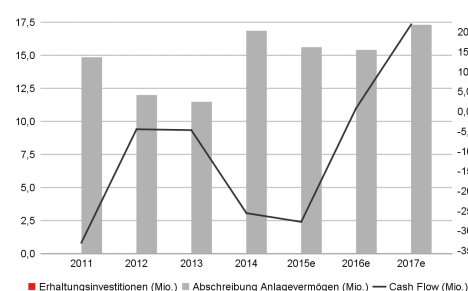
## Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-25,6	-1,4	-17,3	-4,1	54,1	-16,1	3,1
Abschreibung Anlagevermögen	14,9	12,0	11,5	16,9	15,6	15,4	17,3
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,1	0,7	16,9	1,5	1,5	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-5,2	-4,8	-6,1	3,5	0,6	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-18,1	-11,3	6,6	-58,6	-99,7	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-33,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-25,6</b>	<b>-27,8</b>	<b>0,8</b>	<b>22,0</b>
Veränderung Vorräte	2,3	2,0	0,4	1,2	1,6	-1,9	-4,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-9,2	3,8	-7,0	0,3	-3,6	5,5	-7,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	36,6	24,2	-18,3	39,2	-8,4	2,0	7,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	29,8	29,9	-24,9	40,8	-10,3	5,6	-4,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-3,3</b>	<b>25,5</b>	<b>-29,5</b>	<b>15,2</b>	<b>-38,1</b>	<b>6,4</b>	<b>18,0</b>
Investitionen in iAV	-1,9	-1,2	-1,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
Investitionen in Sachanlagen	-16,7	-13,0	-13,6	-15,5	-16,0	-16,0	-16,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-37,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	1,5	-0,1	1,2	0,8	40,4	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-17,1</b>	<b>-14,7</b>	<b>-13,7</b>	<b>-52,7</b>	<b>23,2</b>	<b>-17,2</b>	<b>-17,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-4,1	-51,3	42,0	33,8	12,4	10,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	26,1	46,2	0,0	0,0	5,8	0,0	0,0
Sonstiges	-1,9	-1,9	-0,4	2,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>20,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>41,6</b>	<b>36,6</b>	<b>18,2</b>	<b>10,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,4	3,7	-1,6	-1,0	3,3	-0,8	0,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>

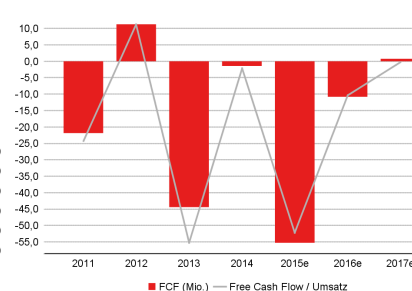
## Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-21,9	11,3	-44,4	-1,4	-55,3	-10,8	0,8
Free Cash Flow / Umsatz	-4,8 %	2,5 %	-11,2 %	-0,3 %	-10,6 %	-2,0 %	0,1 %
Free Cash Flow Potential	4,9	13,8	3,3	42,1	86,0	15,6	35,3
Free Cash Flow / Umsatz	-4,8 %	2,5 %	-11,2 %	-0,3 %	-10,6 %	-2,0 %	0,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	85,5 %	-793,1 %	256,4 %	34,7 %	-102,1 %	67,0 %	23,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,7 %	235,6 %	4,7 %	96,0 %	2,6 %	1,9 %	2,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	11,4 %	16,7 %	16,5 %	11,8 %	10,9 %	10,1 %	8,8 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	4,1 %	3,2 %	3,8 %	3,0 %	3,3 %	3,1 %	2,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	116,9 %	108,6 %	122,3 %	49,2 %	100,5 %	101,7 %	91,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-6,6 %	-7,6 %	-6,6 %	-2,9 %	-4,5 %	-3,8 %	-3,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	47,6 %	38,3 %	61,1 %	48,4 %	55,0 %	49,4 %	52,1 %
Vorratumschlag	11,1 x	10,5 x	9,2 x	9,1 x	8,7 x	8,8 x	8,5 x
Receivables collection period (Tage)	33	37	40	40	44	38	38
Payables payment period (Tage)	111	167	116	141	144	137	134
Cash conversion cycle (Tage)	-75	-129	-73	-97	-97	-92	-86

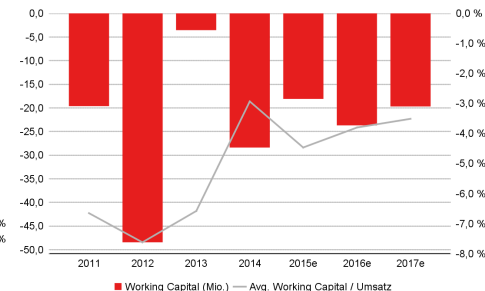
## Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

## QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

### Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
ALNO	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007788408.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007788408.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	62
Halten	58	32
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>183</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	20	69
Halten	7	24
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>29</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [ALNO] AM [03.12.2015]**


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com