

Akt. Kurs (04.02.09, 10:45, Xetra): 13,34 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **18,00 (19,00) EUR**

**Branche:** Konsumgüter (Foto)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005403901  
**Reuters:** CWCG.DE  
**Bloomberg:** CWC:GR

## Kurzportrait

Die CeWe Color Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

## Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	26,56 €	10,35 €
Aktueller Kurs:	13,34 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	33,5%	
Marktkapitalis.:	98,4 Mio. €	

### Saisonale Umsatzverschiebung in das vierte Quartal bewahrheitet sich

Im Rahmen eines ausführlicheren „Trading Statements“ gab CeWe Color am 29. Januar ausgewählte Absatzzahlen sowie den Umsatz und das Ergebnis vor Restrukturierung bekannt. Nachdem die Zahlen für das dritte Quartal leicht enttäuschten, hielt CeWe jetzt Wort und meldete ein gutes viertes Quartal. Die im Zuge der wachsenden Bedeutung von Fotobüchern und Geschenkartikeln prognostizierte Verschiebung in das vierte Quartal trat nach Unternehmensangaben im erwarteten Umfang ein.

Der Absatz des Vorzeigeproduktes CeWe-Fotobuch erhöhte sich aufgrund eines guten Weihnachtsgeschäftes im Gesamtjahr 2008 deutlich um fast 75 Prozent auf 2,64 (vj. 1,51) Mio. Stück. Insgesamt wuchs das Volumen der Digitalfotos um 18 Prozent auf 1,79 (1,51) Milliarden Stück. Plangemäß schrumpfte die Anzahl der entwickelten Analogfotos um etwas mehr als ein Drittel auf 0,83 (1,28) Milliarden Stück. Hier erwarten wir Ende 2009 bzw. Anfang 2010 eine Bodenbildung.



Quelle: Market-Maker

Auch in den übrigen Produktkategorien Fotokalender, Grußkarten und Fotoleinwände verzeichnete CeWe Color nach eigenen Angaben Umsatz- bzw. Stückzahlzuwächse von mindestens 70 Prozent, ohne dass das Oldenburger Unternehmen dies näher ausführte. Nach unserem Eindruck runden diese Produkte das Leistungsspektrum ab und generieren ebenfalls auskömmliche Margen, liegen jedoch in der Bedeutung für den Konzern hinter dem CeWe-Fotobuch klar zurück.

Positiv werten wir auch den Zuwachs der Internet-Bestellungen von CeWe-Produkten um mehr als ein Drittel, da dies unseres Erachtens unterstreicht, dass CeWe nach gewissen Anfangsschwierigkeiten die veränderten Vermarktungsanforderungen umgesetzt hat. Viele Investoren hatten in der Vergangenheit bekanntlich kritisiert, dass sich CeWe im Gegensatz z.B. zum US-Unternehmen Shutterfly zu spät den Herausforderungen durch die Digitalisierung der Fotowelt gestellt hat. Auch der im vergangenen Jahr vorgenommene und in unserer letzten Analyse ausführlich besprochene Kauf von Diron unterstreicht die Kompetenz von CeWe im Digitaldruckbereich.

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	396	414	419	424
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	26,4	14,3	13,0	14,9
<i>bisher</i>	---	---	---	15,7
<b>Jahresüb.</b>	19,2	5,9	6,3	8,4
<i>bisher</i>	---	---	---	9,0
<b>Erg./Aktie</b>	2,61	0,83	0,88	1,18
<i>bisher</i>	---	---	---	1,26
<b>Dividende</b>	1,20	1,20	1,20	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	5,1	16,1	15,2	11,3
<b>Div.rendite</b>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Vorläufige Zahlen im Rahmen der Erwartungen

CeWe Color meldete nach vorläufigen Zahlen einen Umsatzkorridor von 415 bis 420 (Vj. 413,5) Mio. Euro an, was sich mit unserer Schätzung von 419 Mio. Euro deckt. Das Ergebnis vor Steuern und Restrukturierung wird sich nach Unternehmensangaben in einer Spannweite von 20 bis 25 (27,8) bewegen. Wir halten diese Zahl für realistisch. In der Addition der von uns geschätzten Restrukturierungsaufwendungen von ungefähr 12 Mio. Euro und unseres erwarteten Vorsteuerergebnisses in Höhe von 11,4 Mio. Euro bewegt sich unser Ansatz mit einem Wert von 23,4 Mio. Euro somit fast exakt in der Mitte der vom Unternehmen kommunizierten Bandbreite.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Während für uns die Zahlen eine Bestätigung unserer Einschätzung bildeten, zeigte sich der Markt eher positiv überrascht. In jedem Fall werten auch wir die vorläufigen Zahlen positiv, da sie der im Markt kursierenden Unsicherheit im Hinblick auf den Verlauf des Weihnachtsgeschäftes die Grundlage entzog.

### **Schätzungen für 2008 beibehalten, für 2009 marginal geändert**

Mit den jetzt gemeldeten vorläufigen Zahlen bestätigte CeWe Color die Anfang November kommunizierte Planung, die einen Umsatz in einer Bandbreite von 415 bis 420 Mio. Euro vorsah. Diese war Anfang November von 426 Mio. auf den genannten Korridor zurückgestuft worden. Wir sehen nach den unseren Erwartungen entsprechenden vorläufigen Zahlen keinen Anlass, auf dem jetzigen Kenntnisstand unsere Schätzungen zu überarbeiten, und behalten somit unsere Prognose für den Umsatz mit 419 Mio. Euro bei.

Auf Ergebnisebene sehen wir das EBIT weiterhin bei 13,0 Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern sollte sich nach wie vor bei 6,3 Mio. Euro einpendeln, was ein Ergebnis je Aktie von 0,88 Euro nach sich ziehen würde.

Die von uns prognostizierten Ergebnisgrößen beinhalten bereits rund 12 Mio. Euro an geschätzten Restrukturierungskosten, während CeWe Color nur eine Prognose für das Ergebnis vor Steuern und Restrukturierung veröffentlichte. Diese Größe wurde im November bekanntlich von 31 Mio. Euro auf eine Bandbreite von 20 bis 25 Mio. Euro reduziert. Unsere Vergleichsgröße dazu beträgt wie bereits oben genannt 23,4 Mio. Euro.

Zur Dividendenfrage äußerte sich CeWe Color in der Meldung vom 29. Januar nicht. Wir gehen aufgrund der Dividendenkontinuität in der Vergangenheit trotz der hohen Restrukturierungsaufwendungen aber unverändert von einer Ausschüttung in Höhe der in den letzten Jahren gezahlten 1,20 Euro aus.

Auch für 2009 haben wir unsere Umsatzschätzung mit 424 Mio. Euro beibehalten. Hierin ist die diron GmbH & Co. KG mit 4 Mio. Euro enthalten. Zugleich erwarten wir etwas höherer Materialaufwandskosten nunmehr ein leicht niedrigeres EBIT in Höhe von 14,9 (bisher 15,7) Mio. Euro. Dabei haben wir die Restrukturierungskosten für 2009 (v.a. Frankreich) mit ca. 8 Mio. Euro angesetzt. Die leichte Erhöhung des Materialaufwands resultiert unter anderem aus dem zunehmenden Anteil des Mail-Order-Geschäftes, das nach Angaben von CeWe Color erhöhte Verpackungsaufwendungen nach sich zieht.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir im Zuge einer auf 36 Prozent zurückgehenden Steuerquote jetzt bei 8,4 (9,0) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,18 (1,26) Euro bedeuten würde.

### **Bewertung**

Da es keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber in Deutschland gibt, legen wir unserer Bewertung weiterhin das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zu Grunde.

Das 2009er-KGV von 10,2 (bisher 9,8) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2009 geschätzten Ergebnis von 1,18 (1,26) Euro je Aktie ein Zwischenergebnis von 12,00 (11,27) Euro als Bewertungsindikation. Dieser leicht höhere Wert resultiert aus dem im turbulenten Börsenumfeld behaupteten Bewertungsniveau der Vergleichsaktien, welches unsere geringfügige Reduktion der CeWe-Gewinnschätzung überkompensiert.

Eine interessante Indikation für die Bewertung von CeWe Color liefert die Betrachtung reiner Kamerahersteller bzw. Fotofirmen wie z.B. Eastman Kodak und Canon. Diese werden mit einem KGV von 18,6 (14,3) deutlich höher bewertet als unsere Peer Group. Der Anstieg um 4,3 Punkte resultiert jedoch ausschließlich aus der Sondersituation bei Kodak, die im Moment ein exorbitant hohes KGV aufweist.

Auch unter Herausrechnung dieses Sondereffektes sind diese Unternehmen aber traditionell höher bewertet als die übrigen Sonstigen Konsumittel. Wir sehen jedoch in CeWe Color eher einen konsumorientierten Wert als einen technikgetriebenen Kamerahersteller, weswegen wir eine breite Bewertungsbasis gewählt haben.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Zinssatz 6,58%, ewiges Wachstum 0%, Ausgangs-Cashflow 8 Mio. €, Beta 1,1 wegen anhaltendem Restrukturierungsbedarf) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 24,06 (bisher 26,58) Euro. Dieser leicht reduzierte Wert liegt an unseren Prämissen für den Cash-Flow in 2008, die wir wegen des Diron-Kaufes und der laufenden Restrukturierung vor der Veröffentlichung der IST-Zahlen in unser Modell eher vorsichtig angesetzt haben. Das zurückgegangene Zinsniveau kompensiert jedoch einen Teil dieses Effektes.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein Wert von 18,03 (18,93) Euro, so dass wir unser Kursziel auf 18 (19) Euro anpassen.

### **Fazit**

Während die gemeldeten vorläufigen Zahlen von CeWe Color unseren Erwartungen entsprachen, hatten wir den Eindruck, dass zahlreiche Marktteilnehmer positiv überrascht waren. Mangels Erfahrungswerten war in jüngster Zeit eine Trennung zwischen allgemeinen Konjunkturerffekten und produktbedingten Umsatzverschiebungen kaum möglich, was viele Analysten zu einer eher vorsichtigen Herangehensweise an die CeWe-Aktie veranlasst hat.

CeWe hat in der Tat ein gutes Weihnachtsgeschäft verzeichnet und das Versprechen gehalten, dass wir es bei dem Umsatzrückgang nach neun Monaten nicht nur mit einem klassischen Umsatzrückgang, sondern mit einer Verschiebung in das vierte Quartal zu tun haben.

Sicherlich ist die CeWe-Aktie weiterhin keine Aktie, bei der gegen den allgemeinen Trend kurzfristig eine positive Kursentwicklung zu erwarten ist. Die aktuelle Bewertung der Börse basiert aber nur auf dem kurzfristigen Ertragspotenzial von CeWe Color und berücksichtigt unseres Erachtens nicht die vorhandenen Perspektiven nach dem endgültigen Abschluss des Umbaus zu einem digitalgetriebenen Unternehmen.

Für langfristig orientierte Value-Investoren, die von einer gelungenen Restrukturierung ausgehen, ist die Aktie daher unseres Erachtens weiterhin ein Engagement wert. Wir empfehlen die Aktie daher mit einem geringfügig reduzierten Kursziel von 18 Euro weiter zum Kauf.

Die in der Vergangenheit stets verlässlich gezahlte Dividende von 1,20 Euro bedeutet aktuell eine Rendite von über 9 Prozent. Wird diese Ausschüttungshöhe auch für 2008 bestätigt, könnte der Wegfall der diesbezüglichen Restunsicherheit dem Kurs Schwung verleihen. Großer Abgabedruck dürfte unseres Erachtens bei der Aktie vorerst nur entstehen, wenn in Frankreich überproportional hohe Restrukturierungsaufwendungen auftreten sollten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CeWe Color Holding AG</b>										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>396,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>413,5</b>	<b>99,6%</b>	<b>419,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>424,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>436,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			4,4%		1,3%		1,2%		2,8%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	0,8	0,2%	1,5	0,4%	0,7	0,2%	0,7	0,2%	0,3	0,1%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>396,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>415,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>419,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>424,7</b>	<b>100%</b>	<b>436,3</b>	<b>100,0%</b>
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	139,6	35,2%	154,6	37,3%	158,6	37,8%	158,0	37,2%	161,4	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			10,7%		2,6%		-0,4%		2,2%	
Sonstiges Ergebnis	-82,9	-20,9%	-99,2	-23,9%	-99,9	-23,8%	-104,1	-24,5%	-103,8	-23,8%
Veränderung zum Vorjahr			19,7%		0,7%		4,2%		-0,2%	
Personalaufwand	111,5	28,1%	108,4	26,1%	108,3	25,8%	107,9	25,4%	106,9	24,5%
Veränderung zum Vorjahr			-2,8%		-0,1%		-0,4%		-0,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>62,8</b>	<b>15,8%</b>	<b>52,8</b>	<b>12,7%</b>	<b>52,9</b>	<b>12,6%</b>	<b>54,8</b>	<b>12,9%</b>	<b>64,1</b>	<b>14,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-15,9%		0,2%		3,6%		17,1%	
Abschreibungen	36,4	9,2%	38,5	9,3%	39,9	9,5%	39,9	9,4%	38,4	8,8%
<b>EBIT</b>	<b>26,4</b>	<b>6,7%</b>	<b>14,3</b>	<b>3,4%</b>	<b>13,0</b>	<b>3,1%</b>	<b>14,9</b>	<b>3,5%</b>	<b>25,7</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-45,8%		-9,0%		14,2%		73,2%	
Finanzergebnis	-5,3	-1,3%	-1,5	-0,4%	-1,6	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,8	-0,4%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>21,1</b>	<b>5,3%</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>11,4</b>	<b>2,7%</b>	<b>13,2</b>	<b>3,1%</b>	<b>23,9</b>	<b>5,5%</b>
Steuerquote	15,2%		53,9%		45,0%		36,0%		34,0%	
Ertragssteuern	3,2	0,8%	6,9	1,7%	5,1	1,2%	4,7	1,1%	8,1	1,9%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>17,9</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5%</b>	<b>8,4</b>	<b>2,0%</b>	<b>15,8</b>	<b>3,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-67,0%		6,4%		34,2%		87,5%	
Saldo Bereinigungsposition	5,1		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	3,8		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>19,2</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>6,3</b>	<b>1,5%</b>	<b>8,4</b>	<b>2,0%</b>	<b>15,8</b>	<b>3,6%</b>
Anzahl der Aktien	7,377		7,138		7,138		7,138		7,138	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>2,61</b>		<b>0,83</b>		<b>0,88</b>		<b>1,18</b>		<b>2,21</b>	

## Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	10,2%
Nord/LB, Hannover	7,8%
Sentosa Beteiligungs GmbH	6,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	6,3%
Eigene Aktien	4,1%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
Streubesitz	33,5%

## Termine

07.04.2009	Bilanzpressekonferenz
20.05.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. Quartal 2009
28.05.2009	17. ordentliche Hauptversammlung
25.08.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. - II. Quartal 2009
24.11.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. - III. Quartal 2009

## Kontaktadresse

Cewe Color Holding AG  
Meerweg 30-32  
D-26133 Oldenburg

Internet: [www.cewecolor.de](http://www.cewecolor.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Hella Hahm

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 400

Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421

Email: [hella.hahm@cewecolor.de](mailto:hella.hahm@cewecolor.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
28.11.2008	14,80 €	Kaufen	19,00 €
29.08.2008	22,21 €	Kaufen	26,50 €
28.05.2008	23,88 €	Halten	26,50 €
04.04.2008	21,80 €	Halten	25,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CeWe Color Holding AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.