

Akt. Kurs (29.05.09, 10:31, Xetra): 20,08 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **24,00 (19,50) EUR**

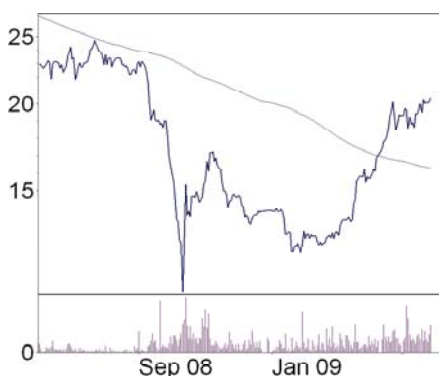
Branche: Konsumgüter (Foto)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC:GR

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	25,00 €	10,35 €
Aktueller Kurs:	20,08 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	32,6%	
Marktkapitalis.:	148,2 Mio. €	



Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	414	420	424	436
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	14,3	12,4	14,9	25,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	5,9	7,0	7,9	14,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,83	1,01	1,14	2,13
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,20	1,00	1,00	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	24,3	19,8	17,7	9,4
Div.rendite	6,0%	5,0%	5,0%	6,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auftaktquartal im Rahmen der Erwartungen und ohne Überraschungen

CeWe Color veröffentlichte am 8.5. den Bericht für das Auftaktquartal des Geschäftsjahres 2009. Der Umsatz erreichte mit 81,7 (Vj. 82,5) Mio. Euro nahezu das Vorjahresniveau. Angesichts der zunehmenden Verschiebung der Umsätze in das vierte Quartal halten wir das Umsatzminus von 1 Prozent im traditionell schwachen ersten Quartal für ein zufriedenstellendes Resultat.

Das operative Ergebnis (EBIT) verschlechterte sich um 6,3 Prozent auf minus 14,9 (-14,1) Prozent. Maßgeblich ausschlaggebend dafür war ein um 6,6 Prozent überproportional auf 34,7 (32,6) Mio. Euro angewachsener Materialaufwand. Laut Aussage von CeWe Color gab es hier zwar durch gesunkene Rohstoffpreise einen Entlastungseffekt, dieser wurde jedoch durch erhöhten Aufwand für Handelsware überkompensiert, so dass unter dem Strich ein Anstieg zu verzeichnen war.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter ging um 31 Prozent auf minus 16,7 (-12,8) Mio. Euro deutlicher als das EBIT zurück. Die Ursache lag jedoch außerhalb des operativen Geschäftes: Während CeWe Color im Vorjahr per Saldo einen Ertrag aus der Auflösung latenter Steuern in Höhe von 1,5 Mio. Euro verbuchen konnte, fiel im ersten Quartal 2009 ein gleichartiger Steueraufwand in Höhe von 1,2 Mio. Euro an.

Insgesamt bewegten sich die Zahlen vor allem auf operativer Ebene in unserem Erwartungsrahmen. Traditionell ist das erste Quartal bei CeWe Color eher schwächer. Dieser Effekt wird sich unseres Erachtens künftig noch verstärken, da mit dem zunehmenden Trend zu Geschenkartikeln und Fotobüchern auch weitere Umsatzverlagerungen in das vierte Quartal (Weihnachtsgeschäft) einhergehen dürften.

Unternehmensplanung setzt jetzt Schwerpunkt auf Marketingaktivitäten

Nachdem bei CeWe Color in den letzten Jahren die Überführung von der Analog- in die Digitalwelt im Vordergrund der strategischen Unternehmensplanung stand, kann das Unternehmen jetzt andere Schwerpunkte setzen.

In der Telefonkonferenz am 20.5. betonte CeWe Vorstandsvorsitzender Dr. Rolf Hollander, dass jetzt alle Maßnahmen im Zusammenhang mit der Schließung der Betriebe in Teplice (Tschechische Republik) und Paris abgeschlossen seien. Demnach werde man die für dieses Jahr anvisierte Obergrenze der letztmalig anfallenden Restrukturierungsaufwendungen von maximal 10 Mio. Euro deutlich unterschreiten.

Im Gespräch mit uns betonte Vorstand Dr. Olaf Holzkämper, dass jetzt Maßnahmen wie z.B. die Intensivierung des Marketings, die Optimierung der Produktpalette im stark wachsenden Geschenkartikelbereich, die weitere Optimierung der Software für das CeWe-Fotobuch und der Aufbau des Digital

drucks für kommerzielle Anwender geplant oder bereits angelaufen seien. Hier ist die Integration der letzten Herbst erworbenen diron GmbH in den CeWe-Konzern bereits in vollem Gange.

Ausführlich äußerte sich Herr Dr. Holzkämper zu Fragen der Unternehmensplanung auch bei seinem Besuch in Düsseldorf am 7.5. anlässlich eines Investorenmeetings (siehe [GSC-Event-Bericht CeWe Color](#)).

Schätzungen unverändert

Vor dem Hintergrund der zuletzt sehr positiven Nachrichtenlage bei CeWe Color haben wir unsere Schätzungen bei den meisten Parametern unverändert gelassen. Wir rechnen für 2009 weiterhin mit einem Umsatz von 424 Mio. Euro, was ein Plus von einem Prozent gegenüber 2008 bedeuten würde. Unsere Schätzung bewegt sich somit am oberen Rand des vom Unternehmen angepeilten Umsatzkorridors von 420 bis 425 Mio. Euro.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir unverändert bei 14,9 Mio. Euro, was einem Wachstum von einem Fünftel gleich käme. Das Ergebnis vor Steuern schätzen wir nach wie vor auf 13,2 Mio. Euro, was einer Zunahme von über einem Drittel entspräche. CeWe Color hat hier eine Bandbreite von 10 bis 15 Mio. Euro als eigene Zielvorgabe formuliert.

Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir weiterhin auf einem Niveau von 7,9 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,14 Euro entspricht. Unsere Dividendenprognose für 2009 belassen wir bei 1,00 Euro.

Für 2010 haben unsere Annahmen ebenfalls beibehalten. Bei einem unverändert geschätzten Umsatz von 436 Mio. Euro gehen wir von einem Jahresüberschuss nach Steuern von 14,8 Mio. Euro und einem Ergebnis je Aktie von 2,13 Euro aus.

Der signifikante Ergebnissprung entsteht durch Wegfall von in 2009 noch anfallenden Restrukturierungsaufwendungen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für 2010 weiterhin mindestens eine Rückkehr zur gewohnten Ausschüttungshöhe von 1,20 Euro je Aktie. Wir können uns aufgrund der stets aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik von CeWe Color aber auch eine Erhöhung der Dividende auf 1,30 Euro vorstellen.

Bewertung

Da es keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber zu CeWe Color 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 13,7 (bisher 11,0) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2009 unverändert angesetzten Gewinn je Aktie von 1,14 Euro einen Wert von 15,58 (12,53) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser etwas höhere Wert resultiert aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Eine interessante Indikation für die Bewertung von CeWe Color lieferte in der Vergangenheit die Betrachtung reiner Kamerahersteller bzw. Fotofirmen wie Eastman Kodak, Olympus Optical, Fuji Photo Film, Konica, Nikon und Canon. Der Konsensus erwartet jedoch für diese Unternehmen bis auf Konica und Olympus in 2009 bzw. 2010 Verluste. Vor diesem Hintergrund hält sich die

Aussagekraft des für 2009 errechneten Wertes von 23,96 Euro auf Basis des auf nur zwei Firmen basierenden Durchschnitts-KGVs von 21,1 in Grenzen.

Die Verluste der anderen Fotounternehmen unterstreichen unserer Meinung nach die Leistung des CeWe-Managements, das Oldenburger Unternehmen ohne ein einziges Verlustjahr durch die Restrukturierung zu steuern.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Zinssatz 6,17%, ewiges Wachstum 0%, Ausgangs-Cashflow 6,5 Mio. €, Beta 1,0) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 32,51 (bisher 26,39) Euro. Dieser höhere Wert resultiert aus dem Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen, die wir in Vergangenheit sehr vorsichtig angesetzt hatten. Aus gleichem Grund haben wir den Betafaktor von bisher 1,1 auf 1,0 zurückgenommen, da wir nach Auslaufen der Restrukturierung kein über dem allgemeinen Marktniveau liegendes Risiko in der CeWe-Aktie mehr sehen.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein Wert von 24,04 (19,46) Euro, so dass wir unser Kursziel auf 24,00 (19,50) Euro anpassen. Wir erneuern vor diesem Hintergrund unsere Kaufempfehlung.

Fazit

Die Zahlen für das traditionell eher schwächere erste Quartal bewegen sich im Rahmen unserer Erwartungen. Für den Erfolg eines Geschäftsjahres wird zunehmend das vierte Quartal an Bedeutung gewinnen. Der Grund liegt in der Produktpalette in Form von Geschenkartikeln und Fotobüchern, die von den Kunden gerne als Weihnachtsgeschenk geordert werden.

Insofern sehen wir trotz des verhaltenen Jahresauftakts keinen Grund, unsere Schätzungen zu ändern. Gleichwohl halten wir es für vertretbar, angesichts des jetzt absehbaren Endes der Restrukturierung unsere Bewertungsmodelle um die hierfür bisher notwendigen Risikozuschläge zu bereinigen. Da wir unsere Gewinnschätzungen als vorsichtig und realistisch einstufen, erwarten wir kurzfristig aber von der Ertragsseite keine zusätzlichen Kursimpulse mehr.

Insofern erneuern wir unsere Kaufempfehlung mit einem von 19,50 Euro auf 24,00 Euro erhöhten Kursziel. Wir verweisen aber darauf, dass diese Anpassung einer einmaligen Änderung von Bewertungsparametern geschuldet und somit nicht wiederholbar ist. Der Anleger sollte die Aktie nach jetzigem Stand bis zu einem Niveau von circa 21 Euro kaufen. Ab dieser Marke wäre die Aktie gemäß unserer Klassifizierung nur noch eine Halteposition.

Gewinn- und Verlustrechnung

CeWe Color Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse	413,5	99,6%	420,0	99,6%	424,0	99,8%	436,0	99,9%	448,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		1,0%		2,8%		2,8%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,5	0,4%	1,5	0,4%	0,7	0,2%	0,3	0,1%	0,3	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-54,1%		-57,1%		0,0%	
Gesamtleistung	415,0	100,0%	421,5	100,0%	424,7	100%	436,3	100,0%	448,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		0,8%		2,7%		2,8%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	154,6	37,3%	163,2	38,7%	158,0	37,2%	161,4	37,0%	165,9	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,6%		-3,2%		2,2%		2,8%	
Personalaufwand	108,4	26,1%	105,0	24,9%	107,9	25,4%	106,9	24,5%	107,6	24,0%
Veränderung zum Vorjahr			-3,2%		2,8%		-0,9%		0,7%	
Sonstiges Ergebnis	-99,2	-23,9%	-100,5	-23,8%	-104,1	-24,5%	-103,8	-23,8%	-106,2	-23,7%
Veränderung zum Vorjahr			1,3%		3,5%		-0,2%		2,3%	
EBITDA	52,8	12,7%	52,8	12,5%	54,8	12,9%	64,1	14,7%	68,6	15,3%
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		3,7%		17,1%		6,9%	
Abschreibungen	38,5	9,3%	40,4	9,6%	39,9	9,4%	38,4	8,8%	38,6	8,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		-1,2%		-3,8%		0,4%	
EBIT	14,3	3,4%	12,4	3,0%	14,9	3,5%	25,7	5,9%	30,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			-13,0%		19,5%		73,2%		16,7%	
Finanzergebnis	-1,5	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			13,3%		0,0%		5,9%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
Ergebnis vor Steuern	12,8	3,1%	10,7	2,5%	13,2	3,1%	23,9	5,5%	28,2	6,3%
Steuerquote	53,9%		34,4%		40,0%		38,0%		36,0%	
Ertragssteuern	6,9	1,7%	3,7	0,9%	5,3	1,2%	9,1	2,1%	10,2	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			-46,4%		42,3%		72,8%		11,7%	
Jahresüberschuss	5,9	1,4%	7,0	1,7%	7,9	1,9%	14,8	3,4%	18,1	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		12,1%		87,9%		21,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0 *		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,9	1,4%	7,0	1,7%	7,9	1,9%	14,8	3,4%	18,1	4,0%
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		12,1%		87,9%		21,7%	
Anzahl der Aktien	7,138		6,956		6,956		6,956		6,956	
Gewinn je Aktie	0,83		1,01		1,14		2,13		2,59	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	9,9%
Nord/LB, Hannover	7,8%
Sentosa Beteiligungs GmbH	6,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	6,3%
Eigene Aktien	5,0%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
Streubesitz	32,9%

Termine

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

Ansprechpartner Investor Relations:

Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 – 2288
Fax: +49 (0) 441 / 404 – 421
Email: ir@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
09.04.2009	16,80 €	Kaufen	19,50 €
04.02.2009	13,34 €	Kaufen	18,00 €
28.11.2008	14,80 €	Kaufen	19,00 €
29.08.2008	22,21 €	Kaufen	26,50 €
28.05.2008	23,88 €	Halten	26,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	59,2%	60,0%
Halten	23,7%	26,7%
Verkaufen	17,1%	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), 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.