

Akt. Kurs (17.12.09, 14:42, Xetra): 22,23 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **29,00 (26,00) EUR**

**Branche:** Sonst. 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

### Drittes Quartal trotz Umsatzverlagerung in akzeptabler Größenordnung

Am 24.11. meldete die CeWe Color Holding AG die Zahlen für das dritte Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2009. In der Vergangenheit repräsentierte dieser Berichtszeitraum das für das Abschneiden im Gesamtjahr vorentscheidende Quartal. In der neuen Digitalwelt entfällt jedoch die Tendenz, dass die Kunden ihre Fotos aus dem Sommerurlaub sofort entwickeln lassen. Vor diesem Hintergrund müssen die Zahlen für das dritte Quartal nunmehr anders eingeordnet werden als in der Vergangenheit.

Der Umsatz fiel mit 112,2 (Vj. 117,7) Mio. Euro in dem von uns erwarteten Rahmen um 4,7 Prozent niedriger aus als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Auch da sich der größte Aufwandsposten Materialkosten um 4,5 Prozent auf 41,8 (43,8) Mio. Euro leicht unterproportional zum Umsatz zurückbildete, fiel das Rohergebnis nur um 3,2 Prozent auf 77,9 (80,4) Mio. Euro, was eine aus unserer Sicht beachtenswerte Steigerung der Rohertragsmarge auf 69,4 (68,3) Prozent nach sich zog.

Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich leicht um 1,1 Prozent auf 15,8 (15,6) Mio. Euro, entsprechend einer EBIT-Marge von 14,1 (13,3) Prozent. Der Grund hierfür lag in dem mit 29,3 (31,4) Mio. Euro um 6,9 Prozent gesunkenen Sonstigen betrieblichen Aufwand. Vorstandsmitglied Dr. Olaf Holzkämper erklärte dazu, dass dies auch aus den positiven Auswirkungen der rückläufigen Restrukturierungskosten resultiere. Dazu sei angemerkt, dass wir diese in unserem GuV-Tableau auf Seite 7 nicht separat ausweisen, sondern dort in den verschiedenen Aufwandspositionen berücksichtigt haben.

Der Quartalsüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter stieg leicht um 2,8 Prozent auf 12,2 (11,9) Mio. Euro. Insgesamt werten wir das dritte Quartal vor dem Hintergrund der neuen Saisonalität bei der CeWe Color Holding AG als zufriedenstellend.

### Neunmonatszahlen erfüllen wegen neuer Zyklus GSC-Erwartungen

Wie bereits eingangs ausgeführt, kann eine Beurteilung des Geschäftserfolges der CeWe Color Holding AG für das Gesamtjahr im Gegensatz zur Vergangenheit nicht mehr auf Basis der Neunmonatszahlen erfolgen. Insofern haben wir unsere Erwartungshaltung an den Neunmonatsbericht leicht gesenkt. Nachdem das Unternehmen im vergangenen Jahr das Versprechen eingehalten hat, dass sich die Umsätze wegen des an Bedeutung zunehmenden Weihnachtsgeschäftes lediglich in das vierte Quartal verlagern, sehen wir auch für 2009 keinen Grund, an dieser Aussage zu zweifeln. Dementsprechend berücksichtigen wir dies bei der Beurteilung der Neunmonatszahlen.

Erwartungsgemäß meldete das Unternehmen auf Neunmonatsebene einen Umsatzrückgang um 5,6 Prozent auf 282,4 (Vj. 299,3) Mio. Euro. Das Rohergebnis fiel zwar auf absoluter Basis um 4,2 Prozent auf 193,6 (202,1) Mio. Euro, bei der Rohertragsmarge ergab sich jedoch wegen des um 6 Prozent

	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	27,75 €	12,02 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	22,23 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.380.000	
<b>Streubesitz:</b>	32,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	164,1 Mio. €	



Quelle: vw d market manager (vw d group)

## Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	414	420	415	425
<i>bisher</i>	---	---	424	436
<b>EBIT</b>	14,3	12,4	14,5	23,4
<i>bisher</i>	---	---	14,9	25,7
<b>Jahresüb.</b>	5,9	7,0	7,7	13,4
<i>bisher</i>	---	---	7,9	14,8
<b>Erg./Akte</b>	0,83	1,01	1,11	1,92
<i>bisher</i>	---	---	1,14	2,13
<b>Dividende</b>	1,20	1,00	1,00	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	26,9	21,9	20,1	11,6
<b>Div.rendite</b>	5,4%	4,5%	4,5%	5,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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

auf 110,0 (Vj. 117,0) Mio. Euro gesunkenen Materialaufwandes ein leichter Zuwachs auf 68,6 (67,5) Prozent.

Das operative Ergebnis (EBIT) bildete sich um etwas mehr als ein Viertel auf 3,0 (4,1) Mio. Euro zurück. Vorstandsmitglied Dr. Holzkämper erklärte diesen „Performance-Rückstand“ mit dem Effekt der Saisonverschiebung des Geschäftes in das vierte Quartal. Zunehmend wird deshalb auch das Ergebnis des vierten Quartals prägend für das Abschneiden der CeWe Color Holding AG im Gesamtjahr.

Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter ist hingegen durch den Wegfall eines positiven steuerlichen Effektes im Bereich der latenten Steuern aus dem Vorjahr in 2009 kein adäquater Indikator für eine Prognose des Gesamtjahresergebnisses. Diese Kennziffer drehte wegen der auf 4,0 (1,5) Mio. Euro gestiegenen Steuerbelastung mit minus 3,0 (+0,5) Mio. Euro in die roten Zahlen, was aus den genannten Gründen jedoch nicht überinterpretiert werden sollte.

Das Ergebnis je Aktie für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres von minus 0,44 (+0,07) Euro sei deshalb nur aus Vollständigkeitsgründen genannt. Insgesamt erfüllten die Neunmonatszahlen unter Berücksichtigung der neuen Zyklik bei der CeWe Color Holding AG vor allem auf operativer Ebene unsere Erwartungen.

### **Segmente im Zeichen von Währungsentwicklung und Restrukturierung**

Die Neunmonatsberichterstattung auf Segmentbasis zeigte sich im Bereich des Fotofinishings nach unserer Einschätzung unspektakulär und in den gewohnten Bahnen. Insgesamt gestalteten sich die Umsätze in Westeuropa stabil, während sie in Osteuropa währungsbedingt mit 18,6 (Vj. 23,3) Mio. Euro um ein Fünftel niedriger als im Vorjahr ausfielen.

Negativ wirkten sich neben der schwachen Währungsentwicklung in Osteuropa auch die in den Berichtszeitraum fallenden Restrukturierungsaufwendungen von 9,2 Mio. Euro in Frankreich aus, die das Segmentergebnis (EBT – Ergebnis vor Steuern) der Region Westeuropa deutlich belasteten und zu einem Verlust von minus 11,7 (-5,0) Mio. Euro führten. Zudem beeinträchtigte hier die wirtschaftliche Entwicklung und das schwache Pfund die Resultate in Großbritannien.

In der auch Deutschland umfassenden Region Zentraleuropa konnte jedoch aufgrund gegenüber dem Vorjahr entfallender Restrukturierungsaufwendungen von 9,8 Mio. Euro ein mehr als verdoppeltes Segmentergebnis vor Steuern von 11,7 (5,5) Mio. Euro erzielt werden.

Die in Osteuropa und Skandinavien betriebenen Einzelhandelsaktivitäten litten zwar auf der Umsatzseite unter den schwachen lokalen Währungen, so dass hier ein Minus von 13 Prozent auf 65,5 (75,3) Mio. Euro zu Buche schlug. Da jedoch wesentliche Kostenbestandteile ebenfalls in den lokalen Währungen anfielen, konnte mit plus 0,8 (~0) Mio. Euro trotzdem ein positives Segmentergebnis nach Steuern ausgewiesen werden.

Die besondere Herausforderung für die CeWe Color Holding AG besteht in Osteuropa laut Unternehmensangaben darin, dass der Anteil der „Mehrwertprodukte“ dort aufgrund der langsameren Wandlung des Marktes in Richtung Digitalisierung noch nicht so hoch ist, wie in den reiferen Märkten Westeuropas.

### **Trend zu „Mehrwertprodukten“ mit höherer Marge setzt sich fort**

Wie gewohnt informiert die CeWe Color Holding AG Anleger und Analysten im Rahmen des Neunmonatsberichtes auch umfangreich über neue Produkte. Neben dem schon bekannten CeWe-Fotobuch gewinnen nach Aussage des Oldenburger Unternehmens zunehmend auch Produkte aus dem Bereich Kalender und auf Gemäldeformat vergrößerte Fotos als Wanddekoration an Bedeutung.

Das Marktforschungsinstitut FutureSource.com notierte hier in 2008 ein um fast ein Drittel gegenüber dem Vorjahr auf 140 Mio. Euro angestiegenes Marktvolumen in Westeuropa. Im Bereich des Vorzeigeproduktes CeWe-Fotobuch sieht FutureSource.com bis 2012 noch Potenzial für eine Verdoppelung des Marktvolumens gegenüber 2008 auf circa 23 Mio. Stück.

Im Bereich des mit der diron-Übernahme als neues Wachstumsfeld identifizierten kommerziellen Digitaldrucks läuft die Entwicklung laut dem CeWe-Vorstandsvorsitzenden Dr. Rolf Hollander weiterhin planmäßig. Zwar habe es einige kleinere Verzögerungen gegenüber den ursprünglichen Unternehmensplanungen gegeben. Dies sei seiner Meinung nach jedoch bei Projekten dieser Tragweite vollkommen normal, da die Tücken der Integration hier oft im Detail versteckt seien.

Ohne auf die konkreten Zahlen des neuen B2B-Bereiches einzugehen, sagte Dr. Hollander, dass man bereits erste Kunden gewonnen habe und dass auch die über das IR-Cockpit des Finanzdienstleisters EquityStory angelaufene Zusammenarbeit erste Früchte trage. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen bei einer gegenüber dem Stammgeschäft wachsenden Bedeutung hier in Zukunft auch im Rahmen der Segmentberichterstattung konkrete Zahlen nennen wird, die eine Beurteilung der neuen Aktivitäten im kommerziellen Digitaldruck zulassen dürften. Auch ein Vergleich mit den stets sehr ausführlich kommunizierten Zahlen des Endverbrauchergeschäftes dürfte unserer Meinung nach sehr interessant werden.

### **Unternehmensstrategie setzt auf Ausweitung der Marktanteile**

Nach übereinstimmenden Berichten sowohl unabhängiger Marktforschungsinstitute als auch der CeWe Color Holding AG zeigt sich der Markt für „Mehrwertprodukte“ sowohl im Allgemeinen als auch speziell für Fotobücher nach wie vor sehr fragmentiert.

CeWe Color kommt als unangefochtener Marktführer nach dem aktuellsten derzeit verfügbaren Zahlenmaterial hier lediglich auf einen Marktanteil von ungefähr einem Fünftel. Der zweitplatzierte Wettbewerber Infowerk vereinigt lediglich etwas über 8 Prozent auf sich. Die sechs größten Anbieter kommen insgesamt auf weniger als 50 Prozent, was in der Volkswirtschaftslehre einem vergleichsweise geringen Konzentrationsgrad entspricht.

Insofern dürfte die CeWe Color Holding AG aufgrund ihrer finanziell gesunden Aufstellung mit einem positiven Cash Flow aus dem operativen Geschäft im dritten Quartal von 14,0 (Vj. 20,5) Mio. Euro und einer Eigenkapitalquote per 30.9. von 39,2 (31.12.2008: 42,9) Prozent weiterhin auf eine Ausweitung des eigenen Marktanteils im Zuge einer Marktkonsolidierung setzen.

Dazu wird laut Vorstandsmitglied Dr. Olaf Holzkämper jetzt auch verstärkt Fernsehwerbung eingesetzt. Dem Unternehmen kommt hier zugute, dass einige mit Schwierigkeiten kämpfende Branchen, wie z.B. die Automobilindustrie, ihre Budgets gekürzt haben, so dass momentan Werbezeiten ver-

gleichsweise günstig eingekauft werden können. Einzelheiten über den exakten Budgetansatz wollte Dr. Holzkämper jedoch aus Wettbewerbsgründen nicht mitteilen. Insgesamt bewerten wir diese Strategie als Zeichen der finanziellen Stärke des Unternehmens.

Wie in vielen Bereichen werden derzeit die Anteile auch in dem für die CeWe Color Holding AG relevanten Markt neu verteilt. Wir haben deshalb in unseren Schätzungen die im Sonstigen Ergebnis enthaltenen Marketing- und Werbeausgaben gegenüber dem bisherigen Ansatz leicht erhöht. Dies betrachten wir jedoch nicht als klassische Rücknahme unserer Gewinnerwartungen.

### **Schätzungen wegen Währungseffekten und Werbeausgaben angepasst**

Obwohl die Geschäftsentwicklung der CeWe Color Holding AG erwartungsgemäß positiv verläuft, haben wir unser Schätzungstableau aufgrund der in dieser Dimension nicht absehbaren schwachen Entwicklung des englischen Pfundes sowie der skandinavischen und osteuropäischen Währungen an die aktuelle Entwicklung adjustiert. Zudem haben wir die Werbeausgaben in der GuV-Position Sonstiges Ergebnis in Anlehnung an die Aussagen des Oldenburger Unternehmens gegenüber unserem bisherigen Ansatz in Relation zum Umsatz vor allem in 2010 etwas höher angesetzt.

Unsere alte Umsatzprognose für 2009 von 424 Mio. Euro hätte bei einer weniger dramatischen Entwicklung auf der Währungsseite ohne große Probleme vom Unternehmen eingehalten werden können. Die Gesellschaft bestätigte im Rahmen der Neunmonatszahlen jedoch den geplanten Umsatzkorridor von 420 bis 425 Mio. Euro nur auf währungsbereinigter Basis. Die Währungsverluste wurden bis dato mit rund 17 Mio. Euro beziffert. Auf Eurobasis änderte CeWe Color die Prognose demgemäß jetzt auf ein Niveau von 405 bis 410 Mio. Euro. Wir sind mit unserer angepassten Schätzung von 415 Mio. Euro etwas optimistischer, gehen hier aber ebenfalls unter unseren bisherigen Ansatz.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir jetzt bei 14,5 (bisher 14,9) Mio. Euro, was ein Wachstum von knapp 17 Prozent gegenüber dem Vorjahr bedeuten würde. Die vergleichsweise moderate Rücknahme unserer EBIT-Erwartung resultiert auch aus den entlastenden Effekten auf der Kostenseite durch die Währungsentwicklungen in Großbritannien, Skandinavien und Osteuropa. Den Ergebniseffekt aus dem Wegfall der analog-digital-transformationsbedingten Restrukturierung hatten wir bereits in unserer alten Schätzung berücksichtigt.

Das Ergebnis vor Steuern schätzen wir jetzt auf 12,8 (13,2) Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einer Zunahme von 40 Prozent entspräche. Das Unternehmen hat hier eine unveränderte Bandbreite von 10 bis 15 Mio. Euro als eigene Zielvorgabe formuliert. Hier positionieren wir uns somit weiterhin in der Mitte, da wir davon ausgehen, dass ein höherwertiger Produktmix erreicht wird, als die untere Bandbreite des genannten Korridors nach unserem Eindruck implizieren würde. Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir jetzt auf einem Niveau von 7,7 (7,9) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,11 (1,14) Euro entspräche.

Unsere Dividendenprognose für 2009 belassen wir bei 1,00 Euro, da sich die CeWe Color Holding AG in der Vergangenheit stets um eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik bemüht hat. Das für Finanzen zuständige Vorstandsmitglied Dr. Olaf Holzkämper wollte unsere Dividendenschätzung in Anbetracht der noch ausstehenden Erörterungen des Themas in den einschlägigen Gremien nicht kommentieren.

Unsere Erwartungen für 2010 haben wir auf der Umsatzseite an den Basisfekt aus 2009 angeglichen. Wir gehen jetzt von einem (nicht währungsbereinigten) Umsatz von 425 (bisher 436) Mio. Euro aus, was gegenüber 2009 einen Zuwachs von 2,4 Prozent bedeuten würde.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir jetzt bei 23,4 (25,7) Mio. Euro. Dieser niedrigere Wert resultiert hauptsächlich aus einem mit minus 102,9 (-103,8) Mio. trotz der niedrigeren Umsatzerwartung nahezu konstanten Ansatz des Sonstigen Ergebnisses aufgrund der von uns erwarteten erhöhten Werbe- und Marketingaufwendungen. Der trotz unserer Prognosekürzung mit fast 61 Prozent gegenüber 2009 signifikante Sprung beim EBIT resultiert aus dem Auslaufen der Restrukturierungsaufwendungen, die in den letzten Jahren mit jährlich ungefähr 10 bis 15 Mio. Euro zu Buche geschlagen haben.

Aufgrund der beendeten Restrukturierung in Frankreich gehen wir weiterhin von einer mit 38 Prozent gegenüber 2009 (40%) um zwei Punkte rückläufigen Steuerquote aus. Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir demgemäß nun bei 13,4 (14,8) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,92 (2,13) Euro entspräche. Unsere Dividendenschätzung für 2010 belassen wir bei 1,30 Euro je Anteilschein.

### **Bewertung**

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

Das 2010er-KGV von 16,6 (bisher 15,2 auf Basis 2009) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2010 geschätzten Gewinn je CeWe Color-Aktie von 1,92 (2,13) Euro einen Wert von 31,87 (17,20 auf Basis des 2009er-Gewinns) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser deutlich höhere Wert resultiert aus der turnusgemäßen Umstellung des Bewertungsmodells vom Gewinn des laufenden auf das EPS des kommenden Geschäftsjahres. Während diese Maßnahme normalerweise relativ „geräuschlos“ vonstatten geht, zeigt sich bei CeWe Color die enorme Hebelwirkung der entfallenden Restrukturierungsaufwendungen.

Eine interessante Indikation für die Bewertung der CeWe Color Holding AG liefert weiterhin die Betrachtung reiner Kamerahersteller bzw. Fotofirmen wie Eastman Kodak, Olympus Optical, Fuji Photo Film, Konica, Nikon und Canon. Der Konsensus erwartet jedoch für Eastman Kodak und Fuji in 2010 Verluste. Die Aussagekraft des auf Basis des Durchschnitts-KGVs der verbleibenden vier Firmen von 19,7 (bisher 25,5 auf Basis 2009) errechneten Wertes von 37,82 (28,96) Euro hält sich daher in Grenzen.

Zudem sind wir der Überzeugung, dass der Geschäftsverlauf der CeWe Color Holding AG eher von der allgemeinen Konsumneigung der Verbraucher als von technischen Neuerungen wie bei den zitierten Fotofirmen bestimmt wird.

Die Verluste der anderen Fotofirmen unterstreichen unserer Meinung nach unverändert die Leistung des CeWe Color-Managements, das Unternehmen ohne ein einziges Verlustjahr durch die unlängst beendete Restrukturierung gesteuert zu haben.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,85%, ewiges Wachstum 0%, Ausgangs-Cash Flow 5,5 Mio. €, Beta 1,0) heran und ermitteln daraus ein zweites Zwischenergebnis von

26,15 (bisher 34,52) Euro. Dieser niedrigere Wert resultiert aus unseren Schätzungsrevisionen beim Umsatz und den im Sonstigen Ergebnis enthaltenen Marketingausgaben.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 29,01 (25,86) Euro, so dass wir unser Kursziel auf 29,00 (26,00) Euro erhöhen. Somit birgt die CeWe Color-Aktie nach der jüngeren Seitwärtsbewegung unseres Erachtens aufgrund der klar positiven Aussichten für das kommende Geschäftsjahr aktuell wieder Kurspotenzial von fast einem Drittel. Wir ändern in diesem Zusammenhang folgerichtig unsere Handlungsempfehlung von „Halten“ auf „Kaufen“.

### **Fazit**

Die Neunmonatszahlen der CeWe Color Holding AG bargen keine Überraschungen in sich und entsprachen unseren an die neue saisonale Umsatzverteilung angepassten Erwartungen. Diese Gemengelage wird durch die Nachricht der planmäßigen Beendigung der Restrukturierung unterstützt.

Dennoch haben wir unsere Schätzungen für 2009 und 2010 etwas nach unten korrigiert. Zum einen haben wir wie viele Beobachter die Währungsentwicklungen in Großbritannien, Skandinavien und Osteuropa unterschätzt, zum anderen haben wir trotz geringerer Umsatzerwartungen unseren Ansatz für die Marketing- und Werbeausgaben nahezu beibehalten, so dass sich hier eine höhere Quote im Hinblick auf die Erlöse ergibt.

Vor dem Hintergrund der beendeten Restrukturierung und der klaren Perspektiven für das kommende Geschäftsjahr halten wir eine Umstellung der Bewertung auf den Gewinn je Aktie für 2010 jetzt für gerechtfertigt. Während diese Umstellung normalerweise ohne große Auswirkungen vonstatten geht, ist sie bei der CeWe Color Holding AG das entscheidende Argument für ein höheres Kursziel und die damit einhergehende Änderung des Anlageurteils.

Wir ändern somit unsere Handlungsempfehlung von „Halten“ auf „Kaufen“ mit einem um 3,00 Euro auf 29,00 Euro erhöhten Kursziel. Die Dividendenrendite von aktuell 4,5 Prozent sollte das Rückschlagsrisiko begrenzen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CeWe Color Holding AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>413,5</b>	<b>99,6%</b>	<b>420,0</b>	<b>99,6%</b>	<b>415,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>425,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>435,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-1,2%		2,4%		2,4%	
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%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>415,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>421,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>415,7</b>	<b>100%</b>	<b>425,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>435,3</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-1,4%		2,3%		2,4%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	154,6	37,3%	163,2	38,7%	154,6	37,2%	157,4	37,0%	161,1	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,6%		-5,2%		1,8%		2,4%	
Personalaufwand	108,4	26,1%	105,0	24,9%	105,6	25,4%	104,2	24,5%	104,5	24,0%
Veränderung zum Vorjahr			-3,2%		0,6%		-1,3%		0,3%	
Sonstiges Ergebnis	-99,2	-23,9%	-100,5	-23,8%	-101,8	-24,5%	-102,9	-24,2%	-104,5	-24,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,3%		1,3%		1,1%		1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>52,8</b>	<b>12,7%</b>	<b>52,8</b>	<b>12,5%</b>	<b>53,6</b>	<b>12,9%</b>	<b>60,8</b>	<b>14,3%</b>	<b>65,3</b>	<b>15,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		1,5%		13,4%		7,4%	
Abschreibungen	38,5	9,3%	40,4	9,6%	39,1	9,4%	37,4	8,8%	37,4	8,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		-3,3%		-4,2%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>14,3</b>	<b>3,4%</b>	<b>12,4</b>	<b>3,0%</b>	<b>14,5</b>	<b>3,5%</b>	<b>23,4</b>	<b>5,5%</b>	<b>27,9</b>	<b>6,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,0%		16,9%		60,8%		19,1%	
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>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>10,7</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>21,6</b>	<b>5,1%</b>	<b>26,1</b>	<b>6,0%</b>
Steuerquote	53,9%		34,4%		40,0%		38,0%		36,0%	
Ertragssteuern	6,9	1,7%	3,7	0,9%	5,1	1,2%	8,2	1,9%	9,4	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			-46,4%		38,9%		59,6%		14,3%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>7,7</b>	<b>1,9%</b>	<b>13,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>16,7</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		9,5%		73,6%		24,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0 *		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>7,7</b>	<b>1,9%</b>	<b>13,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>16,7</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		9,4%		73,6%		24,6%	
Anzahl der Aktien	7,138		6,956		6,956		6,956		6,956	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,83</b>		<b>1,01</b>		<b>1,11</b>		<b>1,92</b>		<b>2,39</b>	

\* = Anteile Dritter vorhanden, aber unter Ausweisgrenze

**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, Hamburg	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**

13. April 2010	Bilanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2009
18. Mai 2010	Veröffentlichung des Berichtes über das I. Quartal 2010
02. Juni 2010	Hauptversammlung
17. August 2010	Halbjahresbericht 2010
16. November	Neunmonatszahlen 2010

**Kontaktadresse**

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

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

**Ansprechpartner Investor Relations:**

Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 – 2288  
Fax: +49 (0) 441 / 404 – 421  
Email: [ir@cewecolor.de](mailto: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
28.08.2009	24,76 €	Halten	26,00 €
29.05.2009	20,08 €	Kaufen	24,00 €
09.04.2009	16,80 €	Kaufen	19,50 €
04.02.2009	13,34 €	Kaufen	18,00 €
28.11.2008	14,80 €	Kaufen	19,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

## 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.