

Akt. Kurs (20.04.10, 17:06, Xetra): 28,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **35,00 (32,50) 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

Bilanzpressekonferenz bestätigt bereits bekannte vorläufige Zahlen

Am 13.4. veröffentlichte die CEWE COLOR Holding AG den Geschäftsbericht für das Ende Dezember abgelaufene Geschäftsjahr 2009. Da das Oldenburger Unternehmen bereits Ende Februar neben dem Umsatz die wichtigsten Ergebniskennziffern bekanntgegeben hatte (siehe unsere Research-Note vom 05.03.2010), war der Blick der Beobachter der Aktie mehr auf die zukunftsorientierten Aussagen des CEWE-Managements gerichtet. Zunächst wollen wir aus Vollständigkeitsgründen jedoch noch einmal kurz die wichtigsten Daten des Geschäftsjahres 2009 rekapitulieren.

Die Erlöse bildeten sich plangemäß um 2,4 Prozent auf 409,8 (Vj. 420,0) Mio. Euro zurück. Hier wirkte sich der Verfall insbesondere der osteuropäischen Währungen drastisch aus. Währungsbereinigt hätte die Gruppe einen Umsatzzuwachs von 1,8 Prozent vermelden können.

Auf der Ertragsebene zeigten sich durch den Rückgang der Restrukturierungsaufwendungen um fast ein Fünftel auf 9,5 (11,4) Mio. Euro und ein stringentes Kostenmanagement massive Fortschritte. Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich in diesem Zusammenhang um über die Hälfte auf 18,7 (12,4) Mio. Euro.

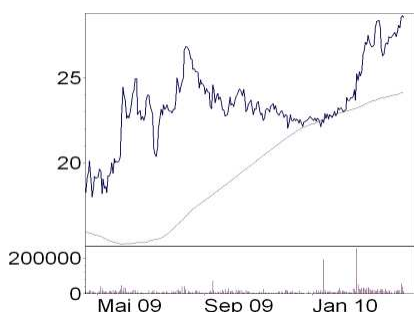
Leider machten sich diese Verbesserungen auf operativer Ertragsebene nicht beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bemerkbar. Dieser sank gegen den sonstigen Ergebnistrend sogar noch einmal leicht um 4,2 Prozent auf 6,7 (7,0) Mio. Euro. Während das Unternehmen im Vorjahr noch einen positiven Steuereffekt vermelden konnte, der das eigentlich nicht so gute Ergebnis auf dieser Ebene überzeichnete, musste man für 2009 den gegenteiligen Effekt hinnehmen, da die Restrukturierungsaufwendungen in Frankreich hiezulande nicht als Betriebsausgaben anerkannt wurden. Das Ergebnis je Aktie ging demgemäß ebenfalls leicht auf 1,00 (1,02) Euro zurück.

Da sämtliche Fakten - inklusive der außerhalb der Gestaltungskraft der CEWE COLOR Holding AG liegenden Steuerthematik - bereits im Vorfeld bekannt waren, ergaben sich durch die jetzt erfolgte Bestätigung der vorläufigen Zahlen keine Überraschungen. Gerade beim Nachsteuerergebnis hatten in jüngster Zeit viele Unternehmen ihre vorläufigen Zahlen bei den Bilanzpressekonferenzen korrigieren müssen, was jedoch bei der CEWE-Gruppe nicht der Fall war.

Dividendenerhöhung sendet psychologisches Signal an die Märkte

Die größte und auch positivste Überraschung im Rahmen der Bilanzvorlage war unseres Erachtens die angekündigte Dividendenerhöhung um 5 Cent auf 1,05 Euro je Anteilsschein für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009. Wir hatten lediglich mit einer Dividende auf Vorjahresniveau in Höhe von 1,00 Euro gerechnet, was bezogen auf das Ergebnis je Aktie bereits eine Vollausschüttung bedeutet hätte.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	30,02 €	18,00 €
Aktueller Kurs:	28,80 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	37,1%	
Marktkapitalis.:	212,5 Mio. €	



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	420	410	425	440
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	12,4	18,7	26,0	32,0
<i>bisher</i>	---	---	---	32,2
Jahresüb.	7,0	6,7	13,5	18,7
<i>bisher</i>	---	---	---	18,9
Erg./Aktie	1,02	1,00	1,99	2,75
<i>bisher</i>	---	---	---	2,77
Dividende	1,00	1,05	1,30	1,50
<i>bisher</i>	---	1,00	---	---
KGV	28,2	28,8	14,5	10,5
Div.rendite	3,5%	3,6%	4,5%	5,2%

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

Insofern werten wir die angekündigte Dividendenerhöhung eher als psychologisches Signal an die Märkte. Der wirtschaftliche Aspekt der Entscheidung tritt hier unserer Meinung nach angesichts der Überschaubarkeit des zusätzlichen Betrages in den Hintergrund. Der CEWE-Vorstandsvorsitzende Dr. Rolf Hollander begründete diese Entscheidung auf unsere Nachfrage hin denn auch mit dem Argument, dass man sich damit auch für die Treue der Aktionäre in der jetzt abgeschlossenen Umstrukturierungsphase bedanken wolle.

Finanzvorstand Dr. Olaf Holzkämper ergänzte hierzu, dass diese Vorgehensweise in keinerlei Hinsicht eine Abkehr von der bewährten und soliden Bilanzpolitik des Unternehmens bedeute. Wegen der Sondereffekte im Rahmen der Umstrukturierung seien jedoch in den letzten Jahren die Dividendenentscheidungen hauptsächlich auf Basis einer eher liquiditätsorientierten Cash Flow-Betrachtung getroffen worden.

Mit dem Ende der Restrukturierung werde man sicherlich künftig nicht weiterhin eine Politik der Vollausschüttung im Vergleich mit der Kennziffer Jahresüberschuss wie für die Jahre 2008 und 2009 praktizieren können. Zu einer Guidance der zukünftigen prozentualen Ausschüttungshöhe in Relation zum Jahresüberschuss wollte sich das CEWE-Management jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht äußern. Dr. Hollander und Dr. Holzkämper bekräftigten jedoch unisono, dass die CEWE COLOR Holding AG auch in Zukunft die Aktionäre hinreichend an den Unternehmensergebnissen partizipieren lassen werde.

In Anlehnung an die Aussagen des Managements erwarten wir, dass die Gesellschaft in Zukunft circa 55 bis 60 Prozent des Jahresüberschusses nach Steuern und Anteilen Dritter an ihre Aktionäre ausschütten wird, was in Anbetracht der jetzt nach dem Ende der Restrukturierung ansteigenden Gewinne zu Dividendenrenditen von über 5 Prozent führen dürfte.

Geschäft erneut von anhaltendem Boom bei Fotobüchern beflügelt

Im Zuge der Etablierung des CEWE FOTOBUCHS als Geschenkartikel legte die Anzahl der produzierten Fotobücher im abgelaufenen Geschäftsjahr erneut deutlich um über ein Drittel auf 3,6 (Vj. 2,6) Mio. Stück zu. Hierzu trug insbesondere das vierte Quartal mit dem mittlerweile bei diesem Produkt sehr wichtigen Weihnachtsgeschäft bei. Allein hier wurden 1,4 (1,0) Mio. CEWE FOTOBÜCHER produziert, was einen Zuwachs von 40 Prozent bedeutet. Das Management sieht hier bei weitem noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht und geht in der unternehmenseigenen Prognose für 2010 von 4,2 Mio. CEWE FOTOBÜCHERN aus, was einen Zuwachs von 17 Prozent gegenüber 2009 bedeuten würde.

Insgesamt stieg die Anzahl der Digitalfotos (inklusive der CEWE FOTOBUCH-Prints) nochmals um 14 Prozent auf 2,0 (1,8) Milliarden Stück. Allerdings ist hier laut Unternehmen die Entwicklung zu beobachten, dass die Zahl der außerhalb des Fotobuchbereiches entwickelten Digitalfotos mittlerweile zurückgeht, wobei sich jedoch ein Großteil der betreffenden Kunden dem CEWE FOTOBUCH zuwendet. Diese Prämisse liegt auch der unternehmenseigenen Prognose zugrunde, die von einer Stagnation bei der Gesamtmenge der Digitalfotos auf dem hohen Niveau von 2,0 Milliarden Stück ausgeht.

Da die Anzahl der analogen Fotos nochmals um über ein Drittel – mittlerweile jedoch auf geringem Niveau – auf 0,4 Milliarden Stück schrumpfen dürfte, erwartet das CEWE-Management in 2010 einen zehnzehnten Rückgang bei der Gesamtzahl der entwickelten Fotos auf 2,4 Milliarden Stück. In 2011 könnte jedoch unseres Erachtens auch bei dieser Zahl eine Trendwende ein-

setzen. CEWE-Finanzvorstand Dr. Olaf Holzkämper wollte sich hier jedoch nicht auf eine genaue Jahreszahl festlegen. Aus seiner Sicht ist für zufriedenstellende Erfolgskennziffern des Unternehmens weiteres Wachstum bei Fotobüchern, Kalendern und sonstigen Mehrwertprodukten wesentlich relevanter.

Segmentbericht: Basis für Wende in Frankreich gelegt

Auf Segmentebene stand im abgelaufenen Jahr die Restrukturierung der französischen Tochter der CEWE COLOR Holding AG im Vordergrund. Hier fielen mit 9,2 Mio. Euro insbesondere wegen der Schließung des Produktionsstandorts Paris nochmals hohe Aufwendungen an, die nahezu identisch mit dem Betrag der konzernweiten Restrukturierungskosten von 9,5 Mio. Euro waren.

Auf der Umsatzebene verzeichnete der Bereich Westeuropa, zu dem Frankreich gehört, einen leichten Zuwachs von 3,9 Prozent auf 45,6 (Vj. 43,8) Mio. Euro. Wegen der hohen Restrukturierungsaufwendungen verharrte das Segmentergebnis vor Steuern jedoch mit minus 11,3 (-7,1) Mio. Euro erneut deutlich im negativen Bereich. Laut Aussage des CEWE-Vorstands ist jedoch mit der Schließung des Pariser Standortes diese Phase jetzt abgeschlossen, so dass man hier schon im laufenden Jahr einen leichten Gewinn erwartet.

Insgesamt überzeugte uns auf Segmentebene insbesondere der bereits von den margenstarken Mehrwertprodukten geprägte Bereich Zentraleuropa. Hier konnte man bei einem nur leichten Umsatzminus von 2,1 Prozent mit 207,7 (212,2) Mio. Euro den Vorjahreswert fast halten. Das Segmentergebnis vor Steuern verbesserte sich aufgrund des Fortfalls der hauptsächlich in Deutschland im Vorjahr noch angefallenen Restrukturierungskosten deutlich um über die Hälfte auf 24,9 (14,5) Mio. Euro.

Die Aktivitäten in den Benelux-Ländern steuerten mit einem stabilen Umsatz von 34,6 (34,7) Mio. Euro und einem Segmentergebnis vor Steuern von unverändert 1,5 Mio. Euro einen unspektakulären, aber soliden Beitrag zu den Konzernzahlen bei.

Das Engagement in Mittelosteuropa litt auf Umsatzebene neben dem deutlichen Konjunkturunbruch auch unter der schwachen Entwicklung der dortigen Währungen. Der Umsatz schrumpfte hier nominell um 15,3 Prozent auf 28,6 (33,7) Mio. Euro. Das Segmentergebnis vor Steuern sank deutlich auf 0,1 (1,4) Mio. Euro. Die Restrukturierungskosten hielten sich hier mit 0,3 Mio. Euro allerdings in Grenzen. Negativer wirkte sich die ungünstige Fixkostendegression sowie die Währungsentwicklung aus, die erhöhte Kosten auf der Einkaufsseite verursachte aufgrund des Status der dortigen Standorte als Vertriebsniederlassungen.

Die von der CEWE COLOR Holding AG in Osteuropa und Skandinavien nach wie vor betriebenen Einzelhandelsaktivitäten entwickelten sich solide. Während man währungsbedingt bei den Erlösen ein kleines Minus von 2,2 Prozent auf 93,5 (95,5) Mio. Euro hinnehmen musste, konnte das Vorsteuerergebnis durch interne Maßnahmen zur Effizienzsteigerung deutlich auf 1,6 (0,3) Mio. Euro gesteigert werden.

Nach Beendigung der Restrukturierung steht Marketing im Vordergrund

Nachdem in den Vorjahren die Bewältigung des Wandels von der Analog- zur Digitalfotografie im Mittelpunkt der Anstrengungen des CEWE-Managements stand, haben sich nun die Prioritäten verschoben. Laut Aussage von Finanzvorstand Dr. Holzkämper liegt jetzt der Fokus auf der weiteren Marktdurch-

dringung mit den bewährten höhermargigen Mehrwertprodukten wie z.B. dem CEWE FOTOBUCH. Zu diesem Zweck schaltete man im vergangenen Jahr Fernsehwerbung und buchte sehr zielgruppenspezifische Anzeigen z.B. in auflagenstarken Frauenzeitschriften. Zudem präsentierte das Unternehmen sein Fotobuch auf zahlreichen Verbrauchermessen im In- und Ausland.

Dieses unseres Erachtens für den Konsumgütersektor richtige Vorgehen bedeutet für die GuV, dass letztendlich ein Teil der jetzt nach Beendigung der Restrukturierung frei werdenden Mittel in die in der Position „Sonstiger Aufwand“ verbuchten Marketing- und Werbeaufwendungen umgeleitet wird. Diese Prämisse liegt sowohl der CEWE-Unternehmensplanung als auch unseren Schätzungen zugrunde.

Unternehmensprognose für 2010 in vollem Umfang bestätigt

Anlässlich der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes für 2009 bekräftigte der CEWE-Vorstand nochmals die bereits bei der Vorlage der vorläufigen Zahlen kommunizierte Unternehmensplanung für das laufende Geschäftsjahr 2010. Diese sieht weiterhin einen währungsbereinigten Umsatz von 420 bis 430 Mio. Euro vor. Aufgrund der schwer einschätzbaren volatilen Entwicklung der osteuropäischen Währungen verzichtet die CEWE COLOR Holding AG momentan weiterhin auf eine offizielle Schätzung für die nominellen, d.h. nicht währungsbereinigten Erlöse.

Das operative Ergebnis (EBIT) soll sich in einem Korridor von 24 bis 29 Mio. Euro bewegen. Das Ergebnis vor Steuern sieht man für 2010 weiterhin in einer Bandbreite von 22 bis 27 Mio. Euro, was gegenüber den jetzt gemeldeten 16,8 Mio. Euro für 2009 einen Zuwachs von 31 bis 61 Prozent bedeuten würde.

Beim Nachsteuerergebnis scheint die CEWE COLOR Holding AG ihrer Planung mit circa 45 Prozent eine nach wie vor vergleichsweise hohe Steuerquote zugrunde zu legen. Die absolute Planungsgröße lautet hier 12 bis 15 Mio. Euro, was gegenüber 2009 (6,7 Mio. €) eine Verdoppelung bedeuten würde. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario bei 1,76 bis 2,20 Euro einstellen. Eine offizielle Dividendenprognose wurde vom Unternehmen nicht veröffentlicht.

GSC-Schätzungen für 2010 bestätigt und für 2011 nur marginal geändert

Trotz der weiterhin schwierigen Lage der osteuropäischen Volkswirtschaften behalten wir für 2010 unsere Erwartung für den (nicht währungsbereinigten) Umsatz mit 425 Mio. Euro bei, was gegenüber dem Vorjahr einen Zuwachs von 3,7 Prozent bedeuten würde.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir vor dem Hintergrund der großen Fortschritte bei der operativen Ertragsstärke des Konzerns unverändert bei 26,0 Mio. Euro. Der bereits angesprochene zunehmende Anteil an höhermargigen Mehrwertprodukten (wie z.B. dem CEWE FOTOBUCH) sollte dieses Resultat ermöglichen.

Nach dem Ende der Restrukturierung ist die CEWE COLOR Holding AG in der Lage, einen Teil der frei werdenden Mittel von ungefähr 10 Mio. Euro jährlich in das Marketingbudget umzuleiten. Wir belassen deshalb unseren Ansatz für das Sonstige Ergebnis mit knapp minus 103 Mio. Euro auf hohem Niveau.

Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir weiterhin bei 13,5 Mio. Euro, was gegenüber 2009 mehr als eine Verdoppelung bedeuten würde. Das Ergebnis je Aktie würde sich in unserem Szenario auf 1,99 Euro stellen. Unsere Dividendenschätzung für 2010 belassen wir bei 1,30 Euro je Anteilsschein.

Für 2011 erwarten wir unverändert einen Umsatz von 440 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 18,7 (bisher 18,9) Mio. Euro. Hier haben wir einige kleinere Änderungen bei den Schätzungen vorgenommen und z.B. unseren Ansatz für die Personalkosten wegen des zunehmenden Anteils höher qualifizierter Mitarbeiter vor allem im Bereich Software leicht erhöht. Unsere Prognose für das Ergebnis je Aktie vermindert sich demzufolge leicht auf 2,75 (2,77) Euro. Nichtsdestotrotz bestätigen wir unsere Dividendenschätzung von 1,50 Euro je Anteilsschein.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die CEWE COLOR Holding AG auch im Zuge der langsam an Fahrt gewinnenden Aktivitäten im kommerziellen Digitaldruck nach der abgeschlossenen Restrukturierung in den nächsten Jahren wieder substanzielles Wachstum aufweisen wird.

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 (d.h. ohne Lebensmittel) zugrunde. Das 2010er-KGV dieser Peer Group von 18,2 (bisher 16,4) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2010 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von unverändert 1,99 Euro einen Wert von 36,21 (32,74) Euro als erstes Zwischenergebnis. Der höhere Wert resultiert ausschließlich aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Eine interessante Indikation für die Bewertung der CEWE COLOR Holding AG liefert auch weiterhin die Betrachtung reiner Kamerahersteller bzw. Fotofirmen wie Eastman Kodak, Olympus Optical, Fuji Photo Film, Konica, Nikon und Canon. Die Aussagekraft des auf Basis des Durchschnitts-KGVs dieser Firmen von 21,0 (20,8) errechneten Wertes von 41,84 (41,45) Euro hält sich allerdings in Grenzen, da das KGV von Technologiewerten traditionell über dem von Titeln aus dem Bereich Konsum und Handel liegt.

Demzufolge sind wir unverändert 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. Obwohl diese durch die allgemeine Wirtschaftslage gedämpft ist und demzufolge nach übereinstimmenden Vorhersagen der Konjunkturforschungsinstitute in 2010 stagnieren dürfte, profitiert das Oldenburger Unternehmen doch von der emotionalen Wirkung der offerierten Produkte. Diese werden im Vergleich zu anderen Geschenkideen zu moderaten Preisen angeboten und haben sehr persönliche Komponenten.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,77%, Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~ 18 Mio. €, Beta 1,0) heran und ermitteln daraus ein zweites Zwischenergebnis von 33,62 (32,43) Euro. Dieser über dem bisherigen Niveau liegende Wert resultiert aus der nach dem Ende der Restrukturierung in unsere Schätzungen eingearbeiteten sukzessiven Normalisierung der Steuerquote in Richtung 36 Prozent. Hier sehen wir durchaus noch Verbesserungspotenzial gegenüber der momentan in der betriebswirtschaftlichen Literatur meist verwendeten Faustformel von gut 30 Prozent.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 34,91 (bisher 32,58) Euro für die CEWE-Aktie, so dass wir unser gerundetes Kursziel auf 35,00 (32,50) Euro erhöhen.

Nach den überzeugenden Zahlen für 2009 in Verbindung mit dem psychologischen Signal der leichten Dividendenerhöhung um 5 Cent für 2009 und dem bestätigten Ausblick für 2010 sehen wir trotz des erfolgten Kursanstiegs um fast 250 Prozent seit Anfang 2009 noch ein Potenzial von knapp einem Viertel. Eine sich in den nächsten Jahren in Richtung 5 Prozent entwickelnde Dividendenrendite sollte zudem das Kursrisiko begrenzen. Vor diesem Hintergrund behalten wir unsere Kaufempfehlung mit einem um 2,50 Euro auf 35,00 Euro erhöhten Kursziel bei.

Fazit

Die CEWE COLOR Holding AG hatte die wesentlichen Zahlen für 2009 sowie die Unternehmensprognose für 2010 bereits bei der Vorlage der vorläufigen Zahlen Ende Februar veröffentlicht. Vor diesem Hintergrund war nun nicht nur für uns die größte Überraschung die jetzt bekanntgegebene Dividendenerhöhung. Wir hatten hier mit einer gegenüber dem Vorjahr unveränderten Ausschüttung von 1,00 Euro gerechnet. Zwar hält sich der wirtschaftliche Effekt der Anhebung um 5 Cent auf 1,05 Euro je Aktie in Grenzen. Wir stufen jedoch das psychologische Signal dieser Entscheidung im Hinblick auf eine weiterhin aktionärsfreundliche Dividendenpolitik wesentlich stärker ein.

Für die Zukunft erwarten wir nach der Beendigung der Restrukturierung und daraus folgender steigender Erträge eine auf die Ebene des Jahresüberschusses bezogene Ausschüttungsquote von 55 bis 60 Prozent.

Auch durch die wachsende Bedeutung von margenstarken Mehrwertprodukten wie dem CEWE FOTOBUCH gehen wir in den nächsten Jahren von weiterem Wachstum insbesondere auf der Ertragsseite aus. In diesem Zusammenhang haben wir unsere Schätzungen für 2010 bestätigt und für 2011 nur geringfügig geändert.

Unser Kursziel haben wir leicht um 2,50 Euro auf 35,00 Euro angehoben. Vor diesem Hintergrund erneuern wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der CEWE COLOR Holding AG.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE COLOR Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
Umsatzerlöse	420,0	99,6%	409,8	99,7%	425,0	99,8%	440,0	99,8%	455,0	99,7%
Veränderung zum Vorjahr			-2,4%		3,7%		3,5%		3,4%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,5	0,4%	1,3	0,3%	1,0	0,2%	1,1	0,2%	1,2	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			-14,7%		-23,1%		10,0%		9,1%	
Gesamtleistung	421,5	100,0%	411,1	100%	426,0	100,0%	441,1	100,0%	456,2	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,5%		3,6%		3,5%		3,4%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	163,2	38,7%	154,7	37,6%	157,6	37,0%	163,9	37,2%	168,8	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,2%		1,9%		4,0%		3,0%	
Personalaufwand	105,0	24,9%	104,8	25,5%	102,2	24,0%	103,2	23,4%	105,4	23,1%
Veränderung zum Vorjahr			-0,2%		-2,4%		1,0%		2,1%	
Sonstiges Ergebnis	-100,5	-23,8%	-95,7	-23,3%	-102,7	-24,1%	-104,1	-23,6%	-109,5	-24,0%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-7,3%		-1,4%		-5,2%	
EBITDA	52,8	12,5%	55,9	13,6%	63,5	14,9%	69,9	15,9%	72,5	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		13,5%		10,1%		3,7%	
Abschreibungen	40,4	9,6%	37,2	9,0%	37,5	8,8%	37,9	8,6%	38,3	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			-7,9%		0,8%		1,2%		1,0%	
EBIT	12,4	3,0%	18,7	4,5%	26,0	6,1%	32,0	7,3%	34,2	7,5%
Veränderung zum Vorjahr			50,3%		39,0%		23,1%		7,0%	
Finanzergebnis	-1,7	-0,4%	-1,9	-0,5%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-11,8%		5,3%		0,0%		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	10,7	2,5%	16,8	4,1%	24,2	5,7%	30,2	6,8%	32,4	7,1%
Steuerquote	34,4%		60,1%		44,0%		38,0%		36,0%	
Ertragssteuern	3,7	0,9%	10,1	2,5%	10,6	2,5%	11,5	2,6%	11,7	2,6%
Veränderung zum Vorjahr			172,7%		5,5%		7,8%		1,8%	
Jahresüberschuss	7,0	1,7%	6,7	1,6%	13,5	3,2%	18,7	4,2%	20,7	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			-4,8%		101,9%		38,2%		10,9%	
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	7,0	1,7%	6,7	1,6%	13,5	3,2%	18,7	4,2%	20,7	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		100,8%		38,2%		10,9%	
Anzahl der Aktien	6,956		6,797		6,797		6,797		6,797	
Gewinn je Aktie	1,02		1,00		1,99		2,75		3,05	

* = Anteile Dritter vorhanden, aber unter Ausweisgrenze

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Nord/LB, Hannover	7,8%
Sentosa Beteiligungs GmbH, Hamburg (Aufsichtsratsmitglied Dr. Jacobs)	6,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	6,3%
Eigene Aktien	5,0%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	4,3%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
CEWE COLOR Vorstand und Aufsichtsrat (ohne Positionen Sentosa / Dr. Jacobs)	1,4%
Streubesitz	37,1%

Termine

18. Mai 2010	Veröffentlichung des Berichtes über das 1. Quartal 2010
02. Juni 2010	Hauptversammlung
17. August 2010	Halbjahresbericht 2010
16. November 2010	Neunmonatszahlen 2010

Kontaktadresse

CEWE COLOR Holding AG
Meerweg 30-32
D-26133 Oldenburg

Internet: www.cewecolor.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr 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
05.03.2010	27,50 €	Kaufen	32,50 €
18.01.2010	22,91 €	Kaufen	29,00 €
17.12.2009	22,23 €	Kaufen	29,00 €
28.08.2009	24,76 €	Halten	26,00 €
29.05.2009	20,08 €	Kaufen	24,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,0%	60,7%
Halten	37,3%	35,7%
Verkaufen	15,7%	3,6%

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.