

Akt. Kurs (01.07.10, 11:16, Xetra): 25,14 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **33,50 (35,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die CEWE COLOR Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

Anlagekriterien

Guter Start in das laufende Geschäftsjahr nach traditionellem Muster

Mitte Mai veröffentlichte die CEWE COLOR Holding AG die Zahlen für das Auftaktquartal des laufenden Geschäftsjahres. Nach den guten Vorjahreszahlen sahen die Investoren dem ersten Quartalsbericht für 2010 vergleichsweise unaufgeregt entgegen. Nach dem Auslaufen der Restrukturierungsaufwendungen Ende 2009 war nun nicht mehr mit weiteren Belastungen gerechnet worden, so dass die Beobachter im Vorfeld ein gutes, aber unspektakuläres Zahlenwerk erwarteten.

Als ein solches kann der Quartalsbericht auch eingestuft werden. Der Umsatz legte leicht um 2,9 Prozent auf 84,0 (Vj. 81,7) Mio. Euro zu. Als Folge der Ende letzten Jahres abgeschlossenen ausländischen Standortschließungen (Frankreich bzw. Tschechische Republik) sanken die Personalaufwendungen deutlich um fast ein Fünftel auf 24,8 (30,6) Mio. Euro.

Damit gelang es erstmals seit langem, im ersten Quartal auf EBITDA-Ebene mit einem Resultat von plus 3,5 (-4,9) Mio. Euro die eigentlich in Q1 traditionell roten Zahlen zu vermeiden. Wie bei vielen Konsum- und Handelsunternehmen ist das Auftaktquartal bei der CEWE COLOR Holding AG von hohen Vorleistungen geprägt, während das Jahresergebnis stark vom Abschneiden im vierten Quartal abhängt.

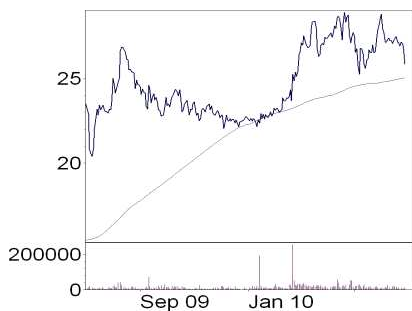
So nahmen die Beobachter auch den auf EBIT-Ebene mit minus 7,8 (-14,9) Mio. Euro nahezu halbierten Verlust durchaus positiv auf. Der Quartalsfehlbetrag halbierte sich auf minus 8,2 (-16,7) Mio. Euro. Hier profitierte das Unternehmen im Gegensatz zum Vorjahreszeitraum von einer positiven Steuerbuchung.

Bestätigte Unternehmensprognose als positives Signal in unruhigen Zeiten

Neben den deutlich verbesserten Ertragskennziffern nahmen die Investoren auch die bestätigte Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr 2010 zufrieden zur Kenntnis. Demnach geht die CEWE COLOR Holding AG weiterhin von einem währungsbereinigten Umsatzvolumen in einer Größenordnung von 420 bis 430 Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis (EBIT) sieht man unverändert in einer Bandbreite von 24 bis 29 Mio. Euro.

Den geplanten Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter setzt das Oldenburger Unternehmen weiter auf einem Niveau von 12 bis 15 Mio. Euro an, was einem Ergebnis je Aktie von 1,76 bis 2,20 Euro entsprechen würde. Eine offizielle Dividendenprognose gibt es nicht. Finanzvorstand Dr. Olaf Holzkämper wies in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die Analysten hier in der Vergangenheit ein recht gutes Fingerspitzengefühl bewiesen hätten. Wir rechnen für 2010 mit einer Dividende von 1,30 Euro.

Hoch **Tief**
Kurs 12 Mon.: 30,02 € 19,78 €
Aktueller Kurs: 25,14 €
Aktienzahl ges.: 7.380.020
Streubesitz: 41,4%
Marktkapitalis.: 185,5 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>	---	---	---	---
Jahresüb.	7,0	6,7	13,5	18,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,02	1,00	1,99	2,75
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,00	1,05	1,30	1,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	24,6	25,1	12,6	9,1
Div.rendite	4,0%	4,2%	5,2%	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

Privater Konsum dürfte nach Sparprogramm der Regierung stagnieren

Die auf den ersten Blick unspektakulär wirkenden Zahlen der CEWE COLOR Holding AG aus der jüngsten Vergangenheit müssen unseres Erachtens vor allem vor dem Hintergrund des nach wie vor schwierigen Konsumklimas in Deutschland gesehen werden.

Dieses leidet nach einem vergleichsweise guten Jahresauftakt unter der Verunsicherung der Verbraucher als Folge der Euro-Schuldenkrise. So bildete sich das GfK-Konsumklima (Gesamtindikator) für Juni leicht auf 3,5 (Vormonat 3,7) Punkte zurück. Hier überlagerte die Eurokrise die positiven Impulse des im Zuge wieder erstarkter Exporte gestiegenen Bruttoinlandsproduktes (BIP). Der für die Konsumneigung wichtige Teilwert der persönlichen Einkommenserwartung der Bürger verlor laut Angaben der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) im Juni über 15 Punkte, lag aber mit einem Wert von plus 8,2 Punkten immer noch deutlich über dem extrem schlechten Vorjahreswert von minus 3,3.

Nach dem vergleichsweise guten Jahresauftakt dürften sehr wahrscheinliche Gebührenanhebungen der Städte und Gemeinden als Folge des Sparpaketes der Bundesregierung die Konsumneigung der Verbraucher auch weiterhin dämpfen. Zwar leiden darunter eher Unternehmen, die größere und teurere Produkte als die CEWE COLOR Holding AG anbieten, allerdings fördern derartige Maßnahmen auch nicht die allgemeine Anschaffungsneigung der Konsumenten.

Auf dieser Basis erwarten wir für das Gesamtjahr einen stagnierenden Konsum der privaten Haushalte und sehen somit insgesamt das für die CEWE COLOR Holding AG relevante makroökonomische Umfeld neutral. Zwar rechnen die meisten Wirtschaftsforschungsinstitute für 2010 und 2011 mit Zuwächsen des BIP von 1,5 bis 2,3 Prozent. Übereinstimmung herrscht jedoch bei allen Quellen, dass dieser Zuwachs fast ausschließlich aus den wieder angesprungenen Exporten resultieren dürfte.

GSC-Schätzungen für 2010 und 2011 aus Vorsichtsgründen beibehalten

Die guten Zahlen des ersten Quartals hätten unseres Erachtens bei einer „offensiven“ Interpretation durchaus eine Anhebung unserer Prognosen erlaubt. Aufgrund des durchwachsenen Datenkranzes für die CEWE COLOR Holding AG belassen wir unsere Schätzungen jedoch aus Vorsichtsgründen auf dem bisherigen Niveau.

Wir rechnen somit für 2010 weiterhin mit einem (nicht währungsbereinigten) Umsatz von 425 Mio. Euro, 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 zunehmende Anteil an höhermargigen Mehrwertprodukten (wie z.B. dem CEWE FOTOBUCH) sollte in Verbindung mit dem Auslaufen der Restrukturierungsaufwendungen dieses Resultat ermöglichen.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir nach wie vor bei 13,5 Mio. Euro, was gegenüber 2009 mehr als eine Verdoppelung bedeuten würde. Das Ergebnis je Aktie würde sich in unserem Szenario bei 1,99 Euro bewegen. Unsere Dividendenschätzung für 2010 belassen wir bei 1,30 Euro je Anteilschein.

Für 2011 erwarten wir unverändert einen Umsatz von 440 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 18,7 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 2,75 Euro einhergehen würde. Unsere Dividendenschätzung für 2011 belassen wir dementsprechend bei 1,50 Euro je Anteilschein.

Weiterhin 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 und damit auch breiter als in der Vergangenheit aufgestellt sein wird. Momentan fußt unsere Bewertung jedoch noch mehr auf den gut laufenden Mehrwertprodukten wie dem CEWE FOTOBUCH und der sonstigen breit gefächerten Produktpalette, wie z.B. Tassen und Kalender.

Bewertung

Da es in Deutschland keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber zur CEWE COLOR Holding AG gibt, legen wir unserer Bewertung nach wie vor 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 14,8 (bisher 18,2) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2010 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von unverändert 1,99 Euro einen Wert von 29,42 (36,21) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser niedrigere Wert resultiert ausschließlich aus dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Unverändert sind wir der Überzeugung, dass der Geschäftsverlauf der CEWE COLOR Holding AG eher von der allgemeinen Konsumneigung der Verbraucher als von technischen Neuerungen bestimmt wird. Obwohl die Konsumneigung weiterhin durch die allgemeine Wirtschaftslage gedämpft ist und in 2010 stagnieren dürfte, profitiert das Oldenburger Unternehmen doch von der emotionalen Wirkung der offerierten Produkte. Diese werden im Vergleich zu anderen Geschenkkideen zu moderaten Preisen angeboten und haben sehr persönliche Komponenten.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,34%, Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~ 18 Mio. €, Beta 1,0) heran und ermitteln daraus ein zweites Zwischenergebnis von 37,35 (33,62) Euro. Dieser über dem bisherigen Niveau liegende Wert resultiert bei unveränderten Schätzungen ausschließlich aus dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 33,39 (34,91) Euro für die CEWE-Aktie, so dass wir unser gerundetes Kursziel um 1,50 Euro auf 33,50 (35,00) Euro absenken. Da der CEWE-Aktienkurs momentan im Bereich von 25 bis 26 Euro stagniert, eröffnet auch unser leicht reduziertes Kursziel dem Anleger noch ein Potenzial von über 30 Prozent, um von den seit Auslaufen der Restrukturierung verbesserten Ertragsaussichten zu profitieren. Zudem bietet die CEWE-Aktie nach wie vor eine als gut zu bezeichnende Dividendenrendite von über 5 Prozent. Wir erneuern vor diesem Hintergrund unsere Kaufempfehlung für den value-orientierten Anleger.

Fazit

Auch wenn das erste Quartal bei der CEWE COLOR Holding AG generell nicht überbewertet werden darf, veröffentlichte das Oldenburger Unternehmen

unter Berücksichtigung des Saisonverlaufes unserer Meinung nach gute Zahlen für den Jahresauftakt 2010. Diese hätten bei sehr optimistischer Interpretation durchaus eine Anhebung unserer Schätzungen gerechtfertigt. Wir haben uns jedoch aus Vorsichtsgründen und aufgrund der durch das Sparprogramm der Bundesregierung zu erwartenden Stagnation des privaten Konsums in Deutschland gegen diesen Schritt entschieden.

Sicherlich dürfte der Konzern mit seinem Vorzeigeprodukt CEWE FOTOBUCH weniger von einer zurückhaltenden Anschaffungsneigung der privaten Verbraucher betroffen sein als die Hersteller langlebiger Konsumgüter, große Impulse sind aber nach unserer Einschätzung in diesem Jahr von der makroökonomischen Seite auch nicht zu erwarten.

Insgesamt führen unsere unveränderten Schätzungen in Verbindung mit den in unser Bewertungsmodell einfließenden Kapitalmarktparametern zu einem leicht um 1,50 auf 33,50 Euro reduzierten Kursziel. Da der Aktienkurs momentan eine Verschnaufpause im Bereich von 25 bis 26 Euro eingelegt hat, bietet auch dieses neue Kursziel noch ein Potenzial von über 30 Prozent für den Value-Investor. Zudem besitzt die Aktie mit einer Dividendenrendite von über 5 Prozent eine weiterhin als gut zu bezeichnende Ausschüttungshöhe. Wir erneuten vor diesem Hintergrund unsere Kaufempfehlung für den konservativen Anleger.

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%	
Info: a.o. Ergebnis	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
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%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
CEWE COLOR Vorstand und Aufsichtsrat (ohne Positionen Sentosa / Dr. Jacobs)	1,4%
Streubesitz	41,4%

Termine

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
20.04.2010	28,80 €	Kaufen	35,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,4%	55,6%
Halten	34,9%	40,7%
Verkaufen	15,7%	3,7%

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 Holding 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 Holding 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.