

Akt. Kurs (19.11.10, 09:17, Xetra): 33,09 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **34,50 (34,50) 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

|                         | Hoch         | Tief    |
|-------------------------|--------------|---------|
| <b>Kurs 12 Mon.:</b>    | 33,60 €      | 21,51 € |
| <b>Aktueller Kurs:</b>  | 33,09 €      |         |
| <b>Aktienzahl ges.:</b> | 7.380.020    |         |
| <b>Streubesitz:</b>     | 52,0%        |         |
| <b>Marktkapitalis.:</b> | 244,2 Mio. € |         |

### Trend zu Digitalfotos ungebrochen

Am 15.11. veröffentlichte CEWE COLOR seine Zahlen für die ersten drei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2010. Diese lagen insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen und haben den Trend des ersten Halbjahres bestätigt.



Produktseitig haben sich in den letzten drei Monaten keine wesentlichen Veränderungen ergeben. So erhöhte sich die Anzahl der Digitalfotos weiter, wohingegen die Zahl der entwickelten analogen Fotos (vom Film) unverändert deutlich zurückging. Für die ersten neun Monate stieg die Zahl der Digitalfotos um 3,3 Prozent auf 1,5 Milliarden Stück. Die Zahl der analogen Fotos reduzierte sich auf niedrigem Niveau nochmals plangemäß um rund ein Drittel auf 300 (460) Mio. Stück.

Wachstumstreiber ist weiterhin das CEWE FOTOBUCH, bei dem der Konzern ein Plus von 18,7 Prozent auf 2,7 Mio. Bücher erzielen konnte. Damit übertraf der Absatz nach Aussage des Managements sogar die unternehmenseigene Wachstumsprognose von 17 Prozent.

## Kennzahlen

|                    | 2008 | 2009 | 2010e | 2011e |
|--------------------|------|------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>      | 420  | 410  | 425   | 440   |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>EBIT</b>        | 12,4 | 18,7 | 26,0  | 32,0  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Jahresüb.</b>   | 7,0  | 6,7  | 13,5  | 18,7  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Erg./Aktie</b>  | 1,02 | 1,00 | 1,99  | 2,75  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Dividende</b>   | 1,00 | 1,05 | 1,30  | 1,50  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>KGV</b>         | 32,4 | 33,1 | 16,6  | 12,0  |
| <b>Div.rendite</b> | 3,0% | 3,2% | 3,9%  | 4,5%  |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Ergebniszahlen deutlich verbessert

Auch wenn die Anzahl der insgesamt entwickelten Fotos zum 30.9. mit 6 Prozent auf 1,8 Milliarden Stück rückläufig gewesen ist, konnte CEWE COLOR dank der Mehrwertprodukte – insbesondere dem CEWE FOTOBUCH – und einem um 5,8 Prozent höheren Umsatz pro Foto den Periodenumsatz um 5,1 Prozent auf 296,8 Mio. Euro steigern.

Auf der Ergebnisseite konnte die Gesellschaft das EBIT auf 6,4 (3,0) Mio. Euro mehr als verdoppeln. Das dritte Quartal für sich genommen musste dabei zwar einen Rückgang von 15,8 auf 12,0 Mio. Euro verkraften. Dies ist jedoch alleine auf erhöhte Marketingaufwendungen von 9,3 (5,1) Mio. Euro zurückzuführen. Diese deutlich hochgefahrenen Marketingaufwendungen sind Vorleistungen für das ergebnisentscheidende vierte Quartal. Nach Aussage des Unternehmens stieg dadurch beispielsweise die Markenbekanntheit des CEWE FOTOBUCHs innerhalb weniger Monate von 15 auf 22 Prozent.

Das Vorsteuerergebnis verdreifachte sich auf 4,9 (1,6) Mio. Euro, wohingegen der Periodenüberschuss mit -1,1 (-3,0) Mio. Euro sowie das Ergebnis je Aktie mit -0,17 (-0,44) Euro noch im Minus lagen. Hierbei ist zu beachten, dass CEWE COLOR im zweiten Quartal einen negativen steuerlichen Sondereffekt in Höhe von 3 Mio. Euro verbuchen musste, der auf einen Steuerbescheid aus 2008 zurückzuführen ist. Hintergrund ist, dass der steuermindernde Charakter des Forderungsverzichts der deutschen Mutter gegenüber der französischen CEWE-Tochter nicht anerkannt wird.

## Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

m.schrade@gsc-research.de

### **Unternehmensprognose bestätigt – viertes Quartal entscheidend**

Nachdem die Neun-Monats-Zahlen nach Aussage des Managements vollumfänglich den eigenen Planungen entsprochen haben, verwundert es nicht, dass CEWE COLOR alle ausgegebenen Jahresziele bestätigt hat. Demnach geht das Unternehmen weiterhin von einem währungsbereinigten Umsatzvolumen in einer Größenordnung von 420 bis 430 Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis (EBIT) soll dabei unverändert in einer Bandbreite zwischen 24 und 29 Mio. Euro liegen.

Den geplanten Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter setzt der Konzern 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 von Seiten des Unternehmens unverändert nicht.

### **GSC-Schätzungen bleiben unverändert**

Wie bereits kommentiert haben die berichteten Zahlen zum 30.9. unsere Erwartungen getroffen. Wir sehen daher keine Veranlassung, unsere eigenen Schätzungen für 2010 zu überarbeiten. Auch für die kommenden beiden Geschäftsjahre, in denen CEWE COLOR von den Vorleistungen der Vorperioden wie Investitionen in die technische Ausstattung und verstärkte Marketingaufwendungen sowie dem Trend zu höhermargigen Produkten profitieren sollte, haben wir aktuell keine Adjustierungen vorgenommen.

Wir rechnen für 2010 weiterhin mit einem Umsatz von 425 Mio. Euro und einem operative Ergebnis (EBIT) von 26,0 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir nach wie vor bei 13,5 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie würde sich in unserem Szenario bei 1,99 Euro bewegen. Unsere Dividendenschätzung für 2010 belassen wir unverändert bei 1,30 Euro je Anteilschein.

Für 2011 sollten der Umsatz dann auf 440 Mio. Euro und der Jahresüberschuss auf 18,7 Mio. Euro steigen. Das Ergebnis je Aktie würde somit bei 2,75 Euro liegen, was bei dem Cashflow-starken Geschäftsmodell eine weitere Dividendenerhöhung auf 1,50 Euro je Anteilschein zulassen würde.

In 2012 dürfte die Profitabilität bei einem auf 455 Mio. Euro gestiegenen Umsatz noch leicht zulegen, so dass der Konzern dann ein Ergebnis je Aktie von 3,05 Euro erzielen würde.

In unseren Planungen haben wir berücksichtigt, dass CEWE COLOR erste Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus den gestarteten Aktivitäten im kommerziellen Digitaldruck generieren sollte.

### **Bewertung und Fazit**

Eine Bewertung mittels Peer Group ist bei CEWE COLOR nicht ganz einfach, da es in Deutschland keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt. Annäherungsweise vergleichen wir die Gesellschaft daher unverändert mit einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (d.h. ohne Lebensmittel).

Für 2011 beträgt das KGV dieser Gruppe derzeit knapp 15. Auf Basis eines von uns prognostizierten Gewinns von 2,75 Euro je Aktie ergäbe sich rein rechnerisch ein fairer Wert je Anteilsschein von rund 41 Euro.

Bei dem Erreichen des so errechneten Wertes von 41 Euro würde CEWE COLOR ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 2,3 auf Basis des für 2011 erwarteten Eigenkapitals je Aktie von 17,50 Euro haben. Angesichts einer Eigenkapitalrentabilität von lediglich 14 bzw. 16 Prozent für 2011 bzw. 2012 halten wir den oben annäherungsweise ermittelten fairen Wert für zu hoch.

Wir nehmen daher auf diesen Wert einen Abschlag von 15 Prozent vor. Dieser ließe sich auch damit begründen, dass viele Unternehmen der oben genannten Peer Group zum Teil deutlich größer als CEWE COLOR sind und über eine höhere Börsenliquidität verfügen. Wir errechnen nach dem Abschlag somit einen ersten Zwischenwert von 35 Euro.

Eine zweite Bewertungsidee liefert uns nach wie vor ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 6,3 Prozent, Ewiges Wachstum 1 Prozent, normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ca. 16 Mio. Euro, Beta 1,0). Das so ermittelte zweite Zwischenergebnis beträgt 34 Euro.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 34,50 Euro, der somit eine Bestätigung unseres bisherigen Kursziels darstellt. Nachdem die Aktie seit unserem letzten Analyse-Update bereits um über 25 Prozent gestiegen und unserem Kursziel sehr nahe gekommen ist, senken wir unsere Einschätzung zu dem Wert von zuletzt Kaufen auf Halten. Die Dividendenrendite von fast 4 Prozent minimiert jedoch das Rückschlagspotenzial.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| <b>CEWE COLOR Holding AG</b>   |              |               |              |              |              |               |              |               |              |               |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.                                     | 2008         |               | 2009         |              | 2010e        |               | 2011e        |               | 2012e        |               |
| <b>Umsatzerlöse</b>  | 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%         |               |
| <b>Gesamtleistung</b>  | <b>421,5</b> | <b>100,0%</b> | <b>411,1</b> | <b>100%</b>  | <b>426,0</b> | <b>100,0%</b> | <b>441,1</b> | <b>100,0%</b> | <b>456,2</b> | <b>100,0%</b> |
| 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%        |               |
| <b>EBITDA</b>  | <b>52,8</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>55,9</b>  | <b>13,6%</b> | <b>63,5</b>  | <b>14,9%</b>  | <b>69,9</b>  | <b>15,9%</b>  | <b>72,5</b>  | <b>15,9%</b>  |
| 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%         |               |
| <b>EBIT</b>  | <b>12,4</b>  | <b>3,0%</b>   | <b>18,7</b>  | <b>4,5%</b>  | <b>26,0</b>  | <b>6,1%</b>   | <b>32,0</b>  | <b>7,3%</b>   | <b>34,2</b>  | <b>7,5%</b>   |
| 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>   | 0,0          |               | 0,0          |              | 0,0          |               | 0,0          |               | 0,0          |               |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>  | <b>10,7</b>  | <b>2,5%</b>   | <b>16,8</b>  | <b>4,1%</b>  | <b>24,2</b>  | <b>5,7%</b>   | <b>30,2</b>  | <b>6,8%</b>   | <b>32,4</b>  | <b>7,1%</b>   |
| 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%         |               |
| <b>Jahresüberschuss</b>  | <b>7,0</b>   | <b>1,7%</b>   | <b>6,7</b>   | <b>1,6%</b>  | <b>13,5</b>  | <b>3,2%</b>   | <b>18,7</b>  | <b>4,2%</b>   | <b>20,7</b>  | <b>4,5%</b>   |
| 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 *        |               |
| <b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>                                      | <b>7,0</b>   | <b>1,7%</b>   | <b>6,7</b>   | <b>1,6%</b>  | <b>13,5</b>  | <b>3,2%</b>   | <b>18,7</b>  | <b>4,2%</b>   | <b>20,7</b>  | <b>4,5%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr  |              |               | -4,2%        |              | 100,8%       |               | 38,2%        |               | 10,9%        |               |
| Anzahl der Aktien  | 6,956        |               | 6,797        |              | 6,797        |               | 6,797        |               | 6,797        |               |
| <b>Gewinn je Aktie</b>   | <b>1,02</b>  |               | <b>1,00</b>  |              | <b>1,99</b>  |               | <b>2,75</b>  |               | <b>3,05</b>  |               |

\* = 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%  |
| Eigene Aktien   | 5,0%  |
| Sparinvest Holding A/S, Dänemark  | 4,0%  |
| CEWE COLOR Vorstand und Aufsichtsrat (ohne Positionen Sentosa / Dr. Jacobs) | 1,4%  |
| Streubesitz (gem. Definition Deutsche Börse)                                | 52,0% |

## **Termine**

22. November 2010                      Deutsches Eigenkapitalforum, Frankfurt

## **Kontaktadresse**

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

Internet: [www.cewecolor.de](http://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](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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 02.09.2010             | 26,27 €             | Kaufen     | 34,50 €  |
| 01.07.2010             | 25,14 €             | Kaufen     | 33,50 €  |
| 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 €  |

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2010):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen     | 47,6%                           | 57,7%                        |
| Halten     | 36,9%                           | 38,5%                        |
| Verkaufen  | 15,5%                           | 3,8%                         |

### 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](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.