

Akt. Kurs (24.02.11, 10:01, Xetra): 33,57 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **36,00 (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

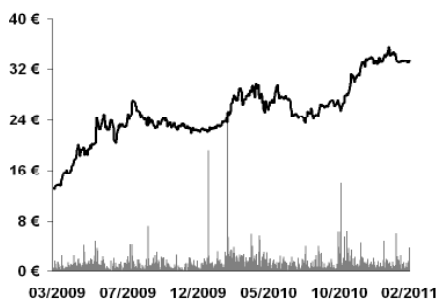
	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	35,80 €	23,28 €
Aktueller Kurs:	33,57 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	52,0%	
Marktkapitalis.:	247,7 Mio. €	

Vorläufige Zahlen 2010 über den Erwartungen

Gestern hat CEWE COLOR seine vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 veröffentlicht. Diese lagen insgesamt über unseren Erwartungen. Zugleich haben die vorgelegten Daten den Trend zur Saisonverschiebung in das vierte Quartal bestätigt. So erzielte der Konzern im Abschlussquartal mit dem immer wichtiger werdenden Weihnachtsgeschäft 34 Prozent der Umsätze und sogar rund 77 Prozent des operativen Ergebnisses (EBIT).

Insgesamt summierten sich die Erlöse auf 446,8 Mio. Euro und lagen damit sowohl über dem unternehmenseigenen Zielkorridor von 420 bis 430 Mio. Euro als auch über unserer Schätzung von 425 Mio. Euro. Anzumerken ist jedoch der hohe Währungseinfluss. Währungsbereinigt lag der Umsatz angabegemäß bei 434,4 Mio. Euro.

Das operative Ergebnis konnte um über 50 Prozent auf 28,2 Mio. Euro gesteigert werden und erreichte damit das obere Ende der Prognosebandbreite von 24 bis 29 Mio. Euro. Wir hatten hier zuletzt nur mit 26,0 Mio. Euro gerechnet.



Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	420	410	447	455
<i>bisher</i>	---	---	425	440
EBIT	12,4	18,7	28,2	31,9
<i>bisher</i>	---	---	26,0	32,0
Jahresüb.	7,0	6,7	13,7	18,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,02	1,00	2,02	2,75
<i>bisher</i>	---	---	1,99	---
Dividende	1,00	1,05	1,30	1,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	32,9	33,6	16,6	12,2
Div.rendite	3,0%	3,1%	3,9%	4,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0
 Fax: 0211 / 17 93 74 – 44
 m.schrade@gsc-research.de

Aufgrund einer mit 48 Prozent deutlich höheren als von uns mit 44 Prozent geplanten Steuerquote lag das Nachsteuerergebnis mit 13,7 Mio. sowie der Gewinn je Aktie mit 2,02 Euro trotzdem nur unwesentlich über unseren eigenen Planzahlen von 13,5 Mio. bzw. 1,99 Euro. Die hohe Steuerquote ist insbesondere auf einen negativen steuerlichen Sondereffekt in Höhe von 3 Mio. Euro infolge des Steuerbescheids für 2008 zurückzuführen. Hintergrund ist, dass der steuermindernde Charakter des Forderungsverzichts der deutschen Mutter gegenüber der französischen CEWE-Tochter nicht anerkannt wurde.

In Bezug auf die Ausschüttung plant der Vorstand angesichts der positiven Gewinnentwicklung und der soliden Bilanzstruktur, die unter anderem eine Eigenkapitalquote von 42 Prozent beinhaltet, mit einer Dividendenerhöhung für das abgelaufene Geschäftsjahr, ohne hier jedoch konkreter zu werden. Den genauen Dividendenvorschlag wird die Gesellschaft bei der Vorlage der endgültigen Geschäftszahlen 2010 am 23.3. bekannt geben.

Wachstumstreiber bleiben Fotobücher und Mehrwertprodukte

Wie bereits in den letzten Quartalen zu erkennen, bleiben das CEWE FOTOBUCH sowie Mehrwertprodukte wie Kalender, Grußkarten und Wanddekoration die stärksten Wachstumstreiber. Dagegen geht das Volumen der analogen Fotos erwartungsgemäß weiter deutlich zurück.

Insgesamt entwickelte CEWE COLOR im letzten Jahr 2,50 Milliarden Fotos, davon 2,13 Milliarden Digitalfotos und nur noch 0,37 Milliarden analoge Fotos. Bei der Jahresplanung war der Vorstand von 2,35 Milliarden Fotos ausgegangen. Das CEWE FOTOBUCH konnte insgesamt 4,3 Millionen Mal verkauft werden und hat damit die Planungen von 4,2 Mio. Stück knapp übertroffen.

Unternehmensprognose 2011 im Rahmen unserer Planungen

Erwartungsgemäß hat das Management bereits früh im neuen Geschäftsjahr eine detaillierte Jahresprognose veröffentlicht, die insgesamt unseren Erwartungen entspricht. So sollen die währungsbereinigten Erlöse in einer Bandbreite von 447 bis 460 Mio. Euro liegen. Parallel dazu soll das EBIT auf 28 bis 31 Mio. Euro steigen. Aufgrund des Wegfalls des steuerlichen Sonderaufwands wird sich das Nachsteuerergebnis deutlich überproportional auf 16 bis 19 Mio. Euro erhöhen. Für den Gewinn je Aktie geht die Gesellschaft somit von 2,36 bis 2,80 Euro aus.

Unsere eigenen Schätzungen für das Jahr 2011 mit einem Umsatz von 455 Mio. Euro, einem EBIT von 31,9 Mio. Euro sowie einem Ergebnis je Aktie von 2,75 Euro liegen damit im oberen Bereich des Zielkorridors. Abgesehen von einer Anpassung auf der Umsatzseite von 440 auf 455 Mio. Euro und minimale sonstige Adjustierungen behalten wir somit unsere bisherige Ergebnisschätzung bei.

Auch für das Folgejahr haben wir lediglich eine Anpassung bei der Umsatzzschätzung von 455 auf 465 Mio. Euro vorgenommen, während unsere Gewinnprognosen für 2012 weiterhin Bestand hat.

Ausbau von viaprinto.de soll für nächsten Wachstumsschub sorgen

Für das weitere Wachstum plant die Gesellschaft neben dem CEWE FOTO-BUCH auch den kommerziellen Digitaldruck über ihre Plattform viaprinto.de weiter auszubauen. Viaprinto wird derzeit von CEWE COLOR als Online-Druckerei für den hochwertigen und schnellen Druck in kleinen Auflagen wie z.B. Präsentationen, Geschäftsberichte etc. aufgebaut.

Für 2011 rechnet die Gesellschaft aufgrund einer Anschubfinanzierung noch mit einer Belastung der Ertragsprognose. Für die Folgejahre soll viaprinto.de jedoch bereits relevante Umsatz- und Ertragsbeiträge liefern.

Bewertung und Fazit

Aufgrund der Tatsache, dass wir in unseren Gewinnschätzungen keine Veränderungen vorgenommen haben, hat sich an unserem Bewertungsmodell nur durch das erhöhte Gesamtmarktniveau eine Veränderung ergeben. Vor diesem Hintergrund passen wir unser Kursziel auf 36,00 Euro an und bestätigen unsere Einschätzung zu der Aktie mit Halten.

CEWE COLOR wäre auf diesem Kursniveau mit einem KGV für 2011 von 13 bewertet, was einen Abschlag von 10 bis 15 Prozent auf die Peer Group-Bewertung von Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (d.h. ohne Lebensmittel) beinhaltet. Dieser Abschlag ist unseres Erachtens gerechtfertigt, da viele Unternehmend der genannten Peer Group zum Teil deutlich größer als CEWE COLOR sind und über eine höhere Börsenliquidität verfügen.

Nach unten ist die Aktie durch die Dividendenrendite von fast 4 Prozent weiter gut abgesichert und stellt somit auch für konservative Anleger eine attraktive Anlage dar.

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%	446,8	99,8%	455,0	99,8%	465,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			-2,4%		9,0%		1,8%		2,2%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,5	0,4%	1,3	0,3%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	0,5	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-14,7%		-23,1%		0,0%		-50,0%	
Gesamtleistung	421,5	100,0%	411,1	100%	447,8	100,0%	456,0	100,0%	465,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,5%		8,9%		1,8%		2,1%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	163,2	38,7%	154,7	37,6%	165,7	37,0%	168,7	37,0%	172,2	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,2%		7,1%		1,8%		2,1%	
Personalaufwand	105,0	24,9%	104,8	25,5%	107,5	24,0%	108,5	23,8%	110,1	23,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,2%		2,5%		1,0%		1,4%	
Sonstiges Ergebnis	-100,5	-23,8%	-95,7	-23,3%	-107,0	-23,9%	-107,6	-23,6%	-109,9	-23,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-11,8%		-0,6%		-2,1%	
EBITDA	52,8	12,5%	55,9	13,6%	67,6	15,1%	71,1	15,6%	73,3	15,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		21,0%		5,2%		3,1%	
Abschreibungen	40,4	9,6%	37,2	9,0%	39,4	8,8%	39,2	8,6%	39,1	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			-7,9%		5,9%		-0,5%		-0,3%	
EBIT	12,4	3,0%	18,7	4,5%	28,2	6,3%	31,9	7,0%	34,2	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			50,3%		50,9%		13,1%		7,2%	
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%	
Ergebnis vor Steuern	10,7	2,5%	16,8	4,1%	26,4	5,9%	30,1	6,6%	32,4	7,0%
Steuerquote	34,4%		60,1%		48,0%		38,0%		36,0%	
Ertragssteuern	3,7	0,9%	10,1	2,5%	12,7	2,8%	11,4	2,5%	11,7	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			172,7%		25,6%		-9,7%		2,0%	
Jahresüberschuss	7,0	1,7%	6,7	1,6%	13,7	3,1%	18,7	4,1%	20,7	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			-4,8%		104,7%		36,0%		11,1%	
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%	13,7	3,1%	18,7	4,1%	20,7	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		103,6%		36,0%		11,1%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,956		6,797		6,797		6,797		6,797	
Gewinn je Aktie	1,02		1,00		2,02		2,75		3,05	

* = Anteile Dritter vorhanden, aber unter Ausweisgrenze

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg Nord/LB, Hannover	27,4%
Sentosa Beteiligungs GmbH, Hamburg (Aufsichtsratsmitglied Dr. Jacobs)	7,8%
Eigene Aktien	5,3%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	6,8%
Schroders plc, London, UK	4,5%
Streubesitz (gem. Definition Deutsche Börse)	3,0%
	51,9%

Termine

30. März 2011	Bilanzpressekonferenz
12. Mai 2011	Q1 Zwischenbericht
18. Mai 2011	Hauptversammlung 201, Bremen
11. August 2011	Q2 Halbjahresbericht
29. August 2011	SCC_Small Cap Conference, Frankfurt
15. November 2011	Q3 Zwischenbericht
21. November 2011	Deutsches Eigenkapitalforum, Frankfurt

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 „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkauf“ 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
19.11.2010	33,09 €	Halten	34,50 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,4%	58,3%
Halten	38,1%	41,7%
Verkaufen	15,5%	0,0%

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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.