

Akt. Kurs (31.03.11, 14:53, Xetra): 31,75 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **36,00 (36,00) EUR**

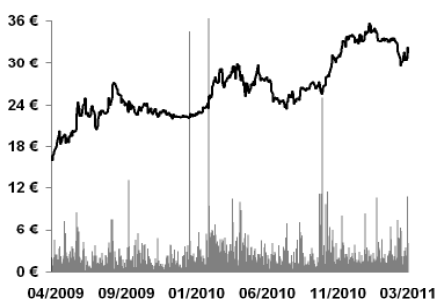
Branche: Sonst. Konsumgüter (Foto)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC:GR

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	35,80 €	23,28 €
Aktueller Kurs:	31,75 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	52,0%	
Marktkapitalis.:	234,3 Mio. €	



Endgültige Zahlen bestätigen vorläufige Daten

CEWE COLOR hat gestern die endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 veröffentlicht, die sich nicht von den bereits im Februar publizierten Daten unterschieden. Demnach stieg der Umsatz um 9 Prozent auf 446,8 Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich um 51 Prozent auf 28,2 Mio. Euro, was einer Steigerung der EBIT-Marge von 4,6 auf 6,3 Prozent entspricht.

Das Nachsteuerergebnis konnte mit 13,7 (Vj. 6,7) Mio. Euro mehr als verdoppelt werden. Folglich erzielte der Konzern im abgelaufenen Jahr einen Gewinn von 2,02 (1,00) Euro je Aktie.

Dividendenvorschlag leicht unter unseren Erwartungen

In Bezug auf die Dividende hatte das Management bei der Vorlage der vorläufigen Zahlen lediglich eine Erhöhung der Ausschüttung in Aussicht gestellt, ohne konkret zu werden. Die nun vorgeschlagenen 1,25 Euro je Aktie liegen leicht unter unseren letzten Schätzungen von 1,30 Euro je Anteilsschein.

Angesichts der Kurszuwächse der vergangenen zwölf Monate erachten wir die minimale Abweichung jedoch für vernachlässigbar. Immerhin beträgt die Rendite selbst auf das aktuellen Kursniveau noch beachtliche 4 Prozent.

CEWE COLOR kauft eigene Aktien zurück

Die Gesellschaft hat im Vorfeld der endgültigen Zahlen zudem bekannt gegeben, vom 29. März bis 26. April 2011 eigene Aktien über die Börse zurückzukaufen zu wollen. Vor Beginn des Rückkaufprogramms hatte CEWE COLOR angabegemäß bereits 500.055 eigene Aktien im Bestand.

Das maximale Rückkaufsvolumen ist auf 10 Prozent der ausgegebenen Aktien beschränkt, so dass die Gesellschaft in den kommenden vier Wochen maximal rund 238.000 Aktien zurückkaufen darf. Wir gehen davon aus, dass das Rückkaufprogramm kursstabilisierend wirken wird.

Detaillierte Unternehmensprognose 2011 bestätigt

Nachdem das Management bereits mit der Vorlage der vorläufigen Zahlen eine detaillierte Jahresprognose für 2011 veröffentlicht hatte, bestätigte das Unternehmen diese Guidance nun noch einmal. Demnach sollen die wärungsbereinigten Umsätze auf 447 bis 460 Mio. Euro ansteigen. Parallel dazu soll sich das EBIT trotz der avisierten Anschubfinanzierung für viaprinto.de, das neue Wachstumsfeld im kommerziellen Digitaldruck, auf 28 bis 31 Mio. Euro erhöhen.

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011e
Umsatz	420	410	447	455
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	12,4	18,7	28,2	31,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
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>	---	---	---	---
Dividende	1,00	1,05	1,25	1,50
<i>bisher</i>	---	---	1,30	---
KGV	31,1	31,8	15,7	11,6
Div.rendite	3,1%	3,3%	3,9%	4,7%

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 des Wegfalls des steuerlichen Sonderaufwands aus 2010 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, die am oberen Ende der Bandbreite angesiedelt sind, hatten wir bereits mit der Vorlage der vorläufigen Daten adjustiert. Wir sehen daher aktuell keine Veranlassung, diese nochmals zu verändern. Auch unsere Gewinnprognosen für 2012 haben weiterhin Bestand.

Bewertung und Fazit

Aufgrund der Tatsache, dass wir in unseren Gewinnschätzungen keine Veränderungen vorgenommen haben, hat sich auch an unserem Bewertungsmodell keine Veränderung ergeben. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Kursziel mit 36,00 Euro.

CEWE COLOR wäre auf diesem Kursniveau mit einem KGV von 12,5 für 2011 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 Unternehmen der genannten Peer Group zum Teil deutlich größer als CEWE COLOR sind und über eine höhere Börsenliquidität verfügen.

Die Dividendenrendite von 4 Prozent sollte den Aktienkurs nach unten hin gut absichern und stellt für den konservativen Anleger eine attraktive Verzinsung dar. Zudem rechnen wir in den kommenden Jahren aufgrund des planbaren Geschäftsmodells mit steigenden Ausschüttungen.

Unsere Einschätzung zu der Aktie bestätigen wir trotz der leichten Kursrücksetzer der letzten Wochen zunächst nur mit Halten. Bei weiteren Kursschwächen würden wir jedoch zum Aufbau erster Positionen raten.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE COLOR Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010		2011e		2012e	
Umsatzerlöse	420,0	99,6%	409,8	99,7%	446,8	99,7%	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%	1,5	0,3%	1,0	0,2%	0,5	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-14,7%		13,5%		-32,2%		-50,0%	
Gesamtleistung	421,5	100,0%	411,1	100%	448,3	100,0%	456,0	100,0%	465,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,5%		9,0%		1,7%		2,1%	
Materialaufwand	163,2	38,7%	154,7	37,6%	168,7	37,6%	168,7	37,0%	172,2	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,2%		9,0%		0,0%		2,1%	
Personalaufwand	105,0	24,9%	104,8	25,5%	102,3	22,8%	108,5	23,8%	110,1	23,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,2%		-2,4%		6,1%		1,4%	
Sonstiges Ergebnis	-100,5	-23,8%	-95,7	-23,3%	-111,4	-24,9%	-107,6	-23,6%	-109,9	-23,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-16,4%		3,4%		-2,1%	
EBITDA	52,8	12,5%	55,9	13,6%	65,9	14,7%	71,1	15,6%	73,3	15,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		17,8%		8,0%		3,1%	
Abschreibungen	40,4	9,6%	37,2	9,0%	37,7	8,4%	39,2	8,6%	39,1	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			-7,9%		1,4%		4,0%		-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%		50,5%		13,4%		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%		6,5%		-1,4%		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%		25,4%		-9,6%		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%		104,5%		36,1%		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%		103,4%		36,1%		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
24.02.2011	33,57 €	Halten	36,00 €
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 €

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.