

Akt. Kurs (21.06.11, 15:16, Xetra): 31,90 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **38,00 (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

Ergebnisverbesserungen im ersten Quartal

In den ersten drei Monaten, die traditionell schwach sind und daher für die Zielerreichung im Gesamtjahr nur eine untergeordnete Rolle spielen, hat CEWE COLOR weitere operative Verbesserungen erzielen können. So stieg der Umsatz um 6,5 Prozent auf 89,5 Mio. Euro. Gleichzeitig verringerte sich der operative Verlust (EBIT) auf minus 5,2 (Vj. -7,8) Mio. Euro.

Das Vorsteuerergebnis (EBT) erreichte minus 5,4 (-8,3) Mio. Euro. Der Periodenfehlbetrag lag bei minus 5,7 (-8,2) Mio. Euro, so dass das Ergebnis je Aktie sich auf minus 0,84 (-1,20) Euro verbesserte. Mit dieser Entwicklung liegt die Gesellschaft nach Aussagen des Managements leicht über den Erwartungen.

Um die saisonalen Schwankungen auszublenden, ist unseres Erachtens der Blick auf den rollierenden 12-Monats-Zeitraum sinnvoll. In dieser Betrachtungsweise wird deutlich, dass sich das 12-Monats-EBIT um knapp 20 Prozent auf 30,7 Mio. Euro verbessern konnte. Dies ist zum einen auf den Wegfall von Restrukturierungskosten zurückzuführen. Zum anderen konnte CEWE COLOR operative Verbesserungen realisieren wie die weiterhin positive Entwicklung der Mehrwertprodukte. Diese haben zu einem Anstieg der Umsätze pro Foto um 13 Prozent auf nunmehr 13,54 Cent geführt.

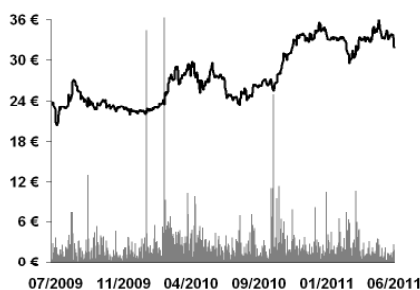
Detaillierte Unternehmensprognose 2011 bestätigt

Vor dem Hintergrund der positiven Geschäftsentwicklung sowie der weiteren Aussichten hat das Management die unternehmenseigenen Prognosen für 2011 bestätigt. Demnach sollen die währungsbereinigten Umsätze auf 447 bis 460 Mio. Euro ansteigen. Parallel dazu soll sich das EBIT trotz der avisierten Anschubfinanzierung für viaprinto.de auf 28 bis 31 Mio. Euro erhöhen. Für den Gewinn je Aktie geht die Gesellschaft somit von 2,36 bis 2,80 Euro aus.

Unsere eigenen Planungen sahen bereits ein Erreichen am oberen Ende der Bandbreite vor. Wir sehen aktuell keine Veranlassung, die Gewinnreihe für 2011 zu verändern. Dagegen haben wir unsere Gewinnprognosen für 2012 leicht nach oben revidiert, da wir nun davon ausgehen, dass sich die Aufwendungen für viaprinto reduzieren werden und der Bereich des kommerziellen Digitaldrucks erste Ergebnisbeiträge liefern sollte. Wir erwarten zudem, dass das neue Geschäftsfeld zu einer gewissen Glättung des Saisonprofils führt, das aktuell noch stark vom vierten Quartal beeinflusst wird.

Folglich erhöhen wir für 2012 unsere EBIT-Schätzung von 34,2 auf 35,3 Mio. Euro. Als Gewinn je Aktie prognostizieren wir nun 3,15 (bisher 3,05) Euro. Darüber hinaus haben wir die Gewinnreihe um das Jahr 2013 erweitert. Dort erwarten wir insgesamt weitere Ergebnisverbesserungen mit einem Gewinn je Aktie von 3,32 Euro.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	35,98 €	23,28 €
Aktueller Kurs:	31,90 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	52,0%	
Marktkapitalis.:	235,4 Mio. €	



Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	410	447	455	470
<i>bisher</i>	---	---	---	465
EBIT	18,7	28,2	31,9	35,3
<i>bisher</i>	---	---	---	34,2
Jahresüb.	6,7	13,7	18,7	21,4
<i>bisher</i>	---	---	---	20,7
Erg./Aktie	1,00	2,02	2,75	3,15
<i>bisher</i>	---	---	---	3,05
Dividende	1,05	1,25	1,50	1,60
<i>bisher</i>	---	---	---	1,50
KGV	31,9	15,8	11,6	10,1
Div.rendite	3,3%	3,9%	4,7%	5,0%

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

Aktienrückkaufprogramm nur in geringem Umfang ausgenutzt

Das von der Gesellschaft angekündigte Aktienrückkaufprogramm in der Zeit vom 29.3. bis 26.4. 2011 wurde lediglich in geringem Umfang ausgenutzt. Von maximal möglichen rund 238.000 Aktien hat CEWE COLOR insgesamt nur 13.500 Aktien über die Börse erworben. Zusammen mit den bereits vor Beginn des Rückkaufprogramms im Bestand befindlichen Aktien hält das Unternehmen somit aktuell 513.555 eigene Aktien.

Bewertung und Fazit

Auf aktuellem Kursniveau ist die Aktie mit einem moderaten KGV von 11,6 bewertet, das 2012 auf 10 sinkt. Die erwartete Dividendenrendite von 4,7 Prozent stellt für konservative Anleger eine attraktive Verzinsung dar. Wir gehen zudem für die kommenden Geschäftsjahre aufgrund des gut planbaren Geschäftsmodells von steigenden Ausschüttungen aus.

Durch unsere erhöhte Gewinnprognose für 2012 und die Berücksichtigung der neuen 2013er-Schätzungen zeigt unser Bewertungsmodell nunmehr einen fairen Wert der CEWE COLOR-Aktie von 38 (bisläng: 36) Euro, weshalb wir unser Kursziel entsprechend anheben. Aufgrund des erhöhten Kurspotenzials stufen wir die CEWE-Aktie somit von Halten auf Kaufen herauf.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE COLOR										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Umsatzerlöse	409,8	99,7%	446,8	99,7%	455,0	99,8%	470,0	99,9%	475,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr	-2,4%		9,0%		1,8%		3,3%		1,1%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,3	0,3%	1,5	0,3%	1,0	0,2%	0,5	0,1%	0,5	0,1%
Veränderung zum Vorjahr	-14,7%		13,5%		-32,2%		-50,0%		0,0%	
Gesamtleistung	411,1	100,0%	448,3	100%	456,0	100,0%	470,5	100,0%	475,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	-2,5%		9,0%		1,7%		3,2%		1,1%	
Materialaufwand	154,7	37,6%	168,7	37,6%	168,7	37,0%	174,1	37,0%	175,9	37,0%
Veränderung zum Vorjahr	-5,2%		9,0%		0,0%		3,2%		1,1%	
Personalaufwand	104,8	25,5%	102,3	22,8%	108,5	23,8%	111,0	23,6%	111,7	23,5%
Veränderung zum Vorjahr	-0,2%		-2,4%		6,1%		2,3%		0,6%	
Sonstiges Ergebnis	-95,7	-23,3%	-111,4	-24,9%	-107,6	-23,6%	-110,6	-23,5%	-111,3	-23,4%
Veränderung zum Vorjahr	4,8%		-16,4%		3,4%		-2,7%		-0,6%	
EBITDA	55,9	13,6%	65,9	14,7%	71,1	15,6%	74,8	15,9%	76,6	16,1%
Veränderung zum Vorjahr	5,8%		17,8%		8,0%		5,2%		2,3%	
Abschreibungen	37,2	9,0%	37,7	8,4%	39,2	8,6%	39,5	8,4%	39,5	8,3%
Veränderung zum Vorjahr	-7,9%		1,4%		4,0%		0,8%		-0,1%	
EBIT	18,7	4,5%	28,2	6,3%	31,9	7,0%	35,3	7,5%	37,1	7,8%
Veränderung zum Vorjahr	50,3%		50,5%		13,4%		10,5%		5,1%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,5%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr	-11,8%		6,5%		-1,4%		0,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	16,8	4,1%	26,4	5,9%	30,1	6,6%	33,5	7,1%	35,3	7,4%
Steuerquote	60,1%		48,0%		38,0%		36,0%		36,0%	
Ertragssteuern	10,1	2,5%	12,7	2,8%	11,4	2,5%	12,1	2,6%	12,7	2,7%
Veränderung zum Vorjahr	172,7%		25,4%		-9,6%		5,3%		5,4%	
Jahresüberschuss	6,7	1,6%	13,7	3,1%	18,7	4,1%	21,4	4,6%	22,6	4,7%
Veränderung zum Vorjahr	-4,8%		104,5%		36,1%		14,8%		5,4%	
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	6,7	1,6%	13,7	3,1%	18,7	4,1%	21,4	4,6%	22,6	4,7%
Veränderung zum Vorjahr	-4,2%		103,4%		36,1%		14,8%		5,4%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,797		6,797		6,797		6,797		6,797	
Gewinn je Aktie	1,00		2,02		2,75		3,15		3,32	

Aktionärsstruktur

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

Termine

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
31.03.2011	31,75 €	Halten	36,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,7%	54,0%
Halten	40,0%	46,0%
Verkaufen	15,3%	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.