

Akt. Kurs (18.11.11, 13:20, Xetra): 26,75 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **35,00 (35,00) EUR**

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

Kurzportrait

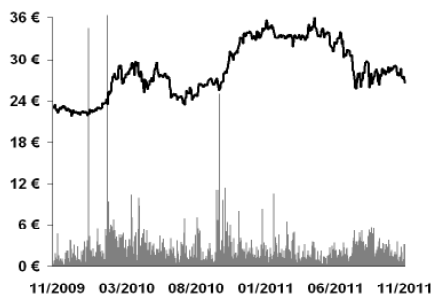
Die CEWE COLOR Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	35,98 €	24,50 €
Aktueller Kurs:	26,75 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	52,0%	
Marktkapitalis.:	197,4 Mio. €	

Warten auf das Weihnachtsgeschäft

Die von CEWE COLOR vorgelegten Zahlen für die ersten drei Quartale unterstreichen die seit einigen Jahren zu erkennende immer stärkere Verschiebung des Umsatz- und Ertragschwerpunktes in das jeweilige vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft.



Nichtsdestotrotz lagen die Ergebnisse des dritten Quartals über den Erwartungen des Managements. So stiegen die Umsätze um 5,4 Prozent auf 116,4 Mio. Euro. Dies ist vor allem auf den erhöhten Absatz von Fotos mit einem Plus von 2,0 Prozent auf 729 Millionen Stück und noch mehr auf das Flaggschiff-Produkt, das CEWE FOTOBUCH, zurückzuführen. Hier konnte der Absatz im dritten Quartal um über ein Viertel auf mehr als 1,35 Millionen Stück ausgebaut werden.

Das operative Ergebnis (EBIT) war jedoch um 27,6 Prozent auf 8,9 Mio. Euro schwächer. Entsprechend sank auch das Periodenergebnis um 31,7 Prozent auf 6,4 Mio. Euro. Das Minus liegt vor allem an den Vorinvestitionen für das anstehende Weihnachtsgeschäft und ist zum Großteil auf den Aufbau von zusätzlichem Personal zurückzuführen. Angabegemäß liegt das erreichte EBIT aber über der unternehmenseigenen Planung von 7,6 bis 8,4 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	410	447	455	470
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	18,7	28,2	31,9	35,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	6,7	13,7	18,7	21,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,00	2,02	2,75	3,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,05	1,25	1,50	1,60
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	26,8	13,3	9,7	8,5
Div.rendite	3,9%	4,7%	5,6%	6,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Für die ersten neun Monate errechnet sich damit ein Umsatzzuwachs von 3,8 Prozent auf 296,8 Mio. Euro sowie ein Rückgang des EBIT um 31,3 Prozent auf 4,4 Mio. Euro. Das Nachsteuerergebnis profitierte von einem gesunkenen Finanzaufwand und einer deutlich rückläufigen Steuerbelastung aufgrund des weggefallenen Sondereffekts aus dem Vorjahr. Nach einem Verlust von 1,1 Mio. Euro in 2010 erzielte CEWE COLOR in den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres ein leicht positives Ergebnis von 0,4 Mio. Euro.

Beim Blick auf den rollierenden 12-Monats-Zeitraum, der saisonale Schwankungen ausblendet, ist ein Anstieg des 12-Monats-EBIT um 4,1 auf 26,2 Mio. Euro zu erkennen. Zu beachten ist jedoch, dass das rollierende 12-Monats-EBIT zum 30.06.2011 bereit bei 29,5 Mio. Euro lag. Dieser Rückgang ist auf die oben beschriebenen Vorinvestitionen in das Weihnachtsgeschäft 2011 zurückzuführen und sollte sich mit einem starken Abschlussquartal 2011 mehr als ausgleichen.

Ergebnisziele 2011 nach erstem Halbjahr bestätigt

Vor dem Hintergrund der positiven Geschäftsentwicklung sowie der weiteren Aussichten hat das Management die unternehmenseigenen Prognosen für 2011 bestätigt. Auch eine mögliche konjunkturelle Eintrübung der Weltwirtschaft bereitet der Gesellschaft keine Sorgen, zumal sich die Nachfrage nach CEWE-Produkten in schwachen Konjunkturphasen in der Vergangenheit äußerst robust gezeigt hat.

Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

m.schrade@gsc-research.de

Die Guidance des Vorstands sieht somit unverändert währungsbereinigte Umsätze zwischen 447 und 460 Mio. Euro sowie ein EBIT von 28 bis 31 Mio. Euro vor. Der Gewinn je Aktie soll auf 2,36 bis 2,80 Euro steigen. Aufgrund der steigenden Anzahl an Fotobüchern und anderen Mehrwertartikeln sollte das vierte Quartal mit einem Ergebnisanteil von rund 90 Prozent unseres Erachtens einen höheren Gewinnbeitrag liefern als das Abschlussquartal des Vorjahres, wo der Ergebnisanteil bei knapp über 70 Prozent gelegen hatte.

Angesichts des planmäßigen Geschäftsverlaufs sehen wir derzeit keine Veranlassung, unsere Gewinnreihe zu verändern. Der notwendige Zusatzertrag gegenüber 2010 zur Zielerreichung liegt auf EBIT-Ebene zwischen 1,8 und 4,8 Mio. Euro. In den letzten beiden Geschäftsjahren lag der Zusatzertrag gegenüber dem jeweiligen Vorjahr bei 6,9 bzw. 6,1 Mio. Euro. Unsere Planzahlen sehen somit auch unverändert eine Steigerung des Gewinns in 2011 auf 2,75 Euro je Aktie vor und liegen damit am oberen Ende der Unternehmensguidance.

Auch unsere Prognosedaten für die beiden Folgejahre belassen wir unverändert. Das Ergebnis soll daher in 2012 auf 3,15 Euro und in 2013 auf 3,32 Euro je Aktie erhöhen.

Bewertung und Fazit

Entscheidend für die Erreichung der Jahresziele ist der Geschäftsverlauf im vierten Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft. Die vorgelegten Zahlen zum 30.9. zeigen, dass CEWE COLOR auf gutem Weg ist, die gesteckten Jahresziele mit weiterem Umsatz- und Ertragswachstum zu erreichen.

Nichtsdestotrotz würden wir aus Gründen der höheren Visibilität eine gleichmäßigere Gewinnverteilung über die Quartale des Geschäftsjahres begrüßen. Die aufgenommenen Aktivitäten im Bereich des kommerziellen Online-Druckservice über die Tochter viaprinto.de könnten hier zukünftig einen gewissen Ausgleich bringen und die Produktionskapazitäten über den Jahresverlauf hin gleichmäßiger auslasten. Nach Aussagen des Managements ist der Geschäftsaufbau bei viaprinto.de unverändert positiv verlaufen und die Gewinnung von immer mehr Kunden vielversprechend.

Vor dem Hintergrund der weiteren Wachstumsperspektiven sowie des in rezessiven Phasen äußerst robusten Geschäftsmodells ist die Aktie unseres Erachtens günstig bewertet. Die erwartete Dividendenrendite von aktuell 5,6 Prozent stellt für konservative Anleger eine attraktive Verzinsung dar, zumal wir für die kommenden Geschäftsjahre aufgrund des gut planbaren Geschäftsmodells von steigenden Ausschüttungen ausgehen.

Wir bestätigen daher unser Kursziel für die CEWE COLOR-Aktie mit 35 Euro und bekräftigen aufgrund des Kurspotenzials, der attraktiven Verzinsung und dem krisenresistenten Geschäftsmodells unsere Kaufempfehlung.

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%
Sentosa Beteiligungs GmbH, Hamburg (Aufsichtsratsmitglied Dr. Jacobs)	5,3%
Eigene Aktien	10,0%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,5%
Schroders plc, London, UK	3,0%
Übrige Aktionäre	49,8%
Streubesitz (gem. Definition Deutsche Börse)	60,5%

Termine

21. November 2011	Deutsches Eigenkapitalforum, Frankfurt
22. März 2012	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz, Frankfurt
06. Juni 2012	Hauptversammlung, Bremen

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
23.08.2011	27,19 €	Kaufen	35,00 €
21.06.2011	31,90 €	Kaufen	38,00 €
31.03.2011	31,75 €	Halten	36,00 €
24.02.2011	33,57 €	Halten	36,00 €
19.11.2010	33,09 €	Halten	34,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,1%	68,2%
Halten	42,6%	31,8%
Verkaufen	6,4%	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.