

Akt. Kurs (13.02.12, 15:29, Xetra): 33,49 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **39,00 (35,00) EUR**

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

Kurzportrait

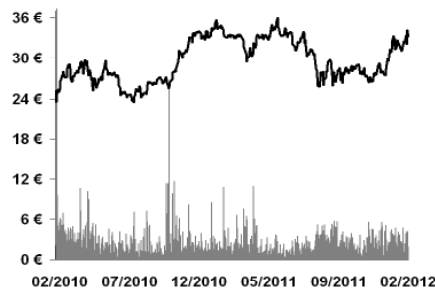
Die CEWE COLOR Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	35,98 €	24,50 €
Aktueller Kurs:	33,49 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	52,0%	
Marktkapitalis.:	247,2 Mio. €	

Weihnachtsgeschäft übertrifft die Erwartungen

CEWE COLOR hat vor wenigen Tagen vorläufige Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr bekannt gegeben. Demnach erzielte der Konzern einen Umsatz von 469 Mio. Euro. Dies liegt deutlich über dem von uns prognostizierten Wert von 455 Mio. Euro, aber auch über der unternehmenseigenen Guidance von 447 bis 460 Mio. Euro.



Maßgeblichen Anteil hatte dabei der unveränderte Anstieg der Digitalfotos, die in 2011 einen Absatzanteil von 90 (Vj. 85) Prozent erreichten. Erstmals seit fünf Jahren konnte dabei der deutliche Rückgang der analogen Fotos ausgeglichen werden, sodass die Gesamtzahl der entwickelten Fotos in 2011 stabil bei 2,5 Milliarden Stück lag. Das CEWE FOTOBUCH erzielte mit einem Absatz von über 5,1 Millionen Büchern einen neuen Rekord. Beachtlich ist, dass der absolute Anstieg dabei in 2011 mit 0,8 Millionen Büchern sogar noch höher war als im Vorjahr (0,7 Mio.).

Neben dem Flaggschiff-Produkt CEWE FOTOBUCH tragen aber unverändert auch die anderen Mehrwertprodukte wie Kalender, Grußkarten oder Foto-Geschenkartikel zum Wachstum bei. Dies führt gleichzeitig aufgrund ihrer gegenüber einfachen Fotos höheren Marge zu einem immer höheren Umsatzanteil pro Foto (2011: +6,2 Prozent).

Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	410	447	469	515
<i>bisher</i>	---	---	455	470
EBIT	18,7	28,2	30,6	37,1
<i>bisher</i>	---	---	31,9	35,3
Jahresüb.	6,7	13,7	18,1	22,2
<i>bisher</i>	---	---	18,7	21,4
Erg./Aktie	1,00	2,02	2,66	3,26
<i>bisher</i>	---	---	2,75	3,15
Dividende	1,05	1,25	1,50	1,60
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	33,5	16,6	12,6	10,3
Div.rendite	3,1%	3,7%	4,5%	4,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Ergebnisziele 2011 trotz außerordentlichen Belastungen bestätigt

Angesichts der über Plan liegenden Umsatzentwicklung bestätigte der Vorstand, ein Ergebnis im Rahmen der bisherigen Prognosebandbreite erreicht zu haben. Angesichts der Insolvenzanträge zweier Geschäftspartner hätten hier auch Zweifel aufkommen können. Wir gehen davon aus, dass es sich bei den beiden Geschäftspartner um Schlecker sowie Kodak handelt.

Das Management bestätigte jedoch, die finanzielle Belastung aufgrund von weitreichenden Forderungsabsicherungen auf ein Minimum reduziert zu haben. Das EBIT soll daher unverändert zwischen 28 und 31 Mio. Euro liegen. Der Gewinn je Aktie wird weiterhin bei 2,36 bis 2,80 Euro erwartet.

Die endgültigen Zahlen für 2011 wird die Gesellschaft am 22. März im Rahmen der Bilanzpresse- und Analystenkonferenz in Frankfurt vorstellen. Zeitgleich erwarten wir auch eine erste Guidance für 2012.

Analyst:

Matthias Schrade, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

m.schrade@gsc-research.de

CEWE COLOR akquiriert Online-Drucker Saxoprint GmbH

Nur einen Tag nach Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen für 2011 konnte CEWE COLOR den Kauf der Saxoprint GmbH vermelden. Saxoprint ist Angabe gemäß mit einem Umsatz in 2011 von rund 30 Mio. Euro ein führender Anbieter im wachsenden Markt des Online-Drucks für Unternehmen. CEWE

COLOR erweitert durch die Akquisition die Angebotspalette im Online-Druck um Offsetdruck-Kapazitäten, die auch für höhere Stückzahlen (über ca. 500 Drucke) genutzt werden können. Für 2012 rechnet die Gesellschaft mit einem Umsatz im Online-Druck-Segment inklusive der viaprinto-Aktivitäten von 40 Mio. Euro.

Über den Kaufpreis, der vollständig aus Eigenmitteln finanziert wird, wurde Stillschweigen vereinbart. Dieser dürfte jedoch nach unserer Einschätzung im Bereich zwischen 10 und 15 Mio. Euro gelegen haben. Dies würde bei einer durchschnittlichen EBIT-Marge der Geschäftsjahre 2009 und 2010 von rund 5 Prozent einem EBIT-Multiplikator von etwa 10 entsprechen.

Wir glauben, dass CEWE COLOR hier auch einen strategischen Preis bezahlt hat. Der Geschäftsverlauf der Gesellschaft unterliegt im Stammgeschäft einer erheblichen Saisonalität. Bei Saxoprint verteilen sich die Aufträge eher gleichmäßig über das Jahr, so dass die Produktionskapazitäten bei CEWE COLOR auch in den schwachen Quartalen nunmehr besser ausgelastet werden können und somit entsprechende Synergieeffekte erzielt werden sollten.

Anpassung der Gewinnschätzungen

Wir haben in unserer Ergebnisprojektion für 2011 nun leichte Belastungen aus den beiden genannten Insolvenzen eingearbeitet. Während wir bislang davon ausgingen, dass das EBIT sogar über der unternehmenseigenen Bandbreite herauskommen sollte, gehen wir nunmehr davon aus, dass mit einem operativen Ergebnis von 30,6 Mio. Euro zumindest das obere Ende erreicht wird. Dadurch reduziert sich unsere Gewinnerwartung insgesamt leicht auf 2,66 (bisher 2,75) Euro je Aktie.

Für 2012 sowie das Folgejahr 2013 haben wir die gemeldete Akquisition von Saxoprint eingearbeitet. Zum einen erhöht sich dadurch das Umsatzvolumen um über 30 Mio. Euro. Zum anderen sollte der Kauf von Anfang an Wert schaffend sein und somit das Ergebnis zusätzlich positiv beeinflussen.

Wir erhöhen entsprechend unsere Umsatzerwartung für die beiden Jahre auf 515 (bisher 470) Mio. Euro bzw. 530 (475) Mio. Euro. Das EBIT erwarten wir nunmehr für 2012 bei 37,1 (35,3) Mio. Euro und für 2013 bei 40,3 (37,1) Mio. Euro. Der Gewinn je Aktie sollte dadurch auf 3,26 (3,15) Euro bzw. 3,56 (3,32) Euro steigen.

Bewertung und Fazit

Trotz der Belastungen aus den zwei Insolvenzen von Geschäftspartnern kann die Gesellschaft die bisher gegebenen Planzahlen bestätigen. Zum einen profitierte CEWE COLOR hier von einem höher als geplanten Umsatz im starken Abschlussquartal, zum anderen ist die geringe Ergebnisbeeinflussung durch die Insolvenzen aber auch dem guten Forderungsmanagement zu verdanken.

Den Kauf von Saxoprint halten wir für strategisch klug. In unserem letzten Update vom 18.11.2011 haben wir angemerkt, dass wir eine gleichmäßigere Gewinnverteilung über die Quartale begrüßen würden. Wir gehen zwar davon aus, dass das vierte Quartal auch in den kommenden Jahren noch entscheidend für die Zielerreichung der Gesellschaft sein wird. Angesichts eines geplanten Umsatzes in den nächsten 5 bis 10 Jahren von über 100 Mio. Euro im Online-Druck-Segment sollte hier zumindest mittelfristig wieder eine leichte Verschiebung der Gewinnverteilung zu sehen sein.

Seit unserem letzten Update hat die Aktie um gute 30 Prozent zulegen können und unser bisheriges Kursziel von 35 Euro nahezu erreicht. Angesichts der erhöhten Gewinnreihe, der mittelfristig zu erwartenden leichten Abnahme der Fokussierung auf das vierte Quartal und des aufgehellten Börsenumfelds zeigen unsere Bewertungsmodelle aktuell einen fairen Wert von 39 Euro, was einem 2012er-KGV von etwa 12 entspricht.

Wir bestätigen daher unsere Einschätzung zu CEWE COLOR mit Kaufen und erhöhen unser Kursziel von 35 auf 39 Euro. Allerdings weisen wir darauf hin, dass das Aufwärtspotenzial nach der erfreulichen Kursentwicklung der letzten Wochen nun etwas begrenzter ist. Angesichts der Dividendenrendite von 4,5 Prozent sind jedoch auch die Risiken nach unten überschaubar.

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%	469,0	99,8%	515,0	99,9%	530,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr	-2,4%		9,0%		5,0%		9,8%		2,9%	
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%	470,0	100,0%	515,5	100,0%	530,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	-2,5%		9,0%		4,8%		9,7%		2,9%	
Materialaufwand	154,7	37,6%	168,7	37,6%	174,4	37,1%	192,3	37,3%	197,3	37,2%
Veränderung zum Vorjahr	-5,2%		9,0%		3,4%		10,3%		2,6%	
Personalaufwand	104,8	25,5%	102,3	22,8%	111,9	23,8%	121,7	23,6%	124,7	23,5%
Veränderung zum Vorjahr	-0,2%		-2,4%		9,3%		8,8%		2,5%	
Sonstiges Ergebnis	-95,7	-23,3%	-111,4	-24,9%	-112,8	-24,0%	-121,1	-23,5%	-124,1	-23,4%
Veränderung zum Vorjahr	4,8%		-16,4%		-1,2%		-7,4%		-2,5%	
EBITDA	55,9	13,6%	65,9	14,7%	71,0	15,1%	80,4	15,6%	84,3	15,9%
Veränderung zum Vorjahr	5,8%		17,8%		7,8%		13,3%		4,9%	
Abschreibungen	37,2	9,0%	37,7	8,4%	40,4	8,6%	43,3	8,4%	44,0	8,3%
Veränderung zum Vorjahr	-7,9%		1,4%		7,2%		7,1%		1,7%	
EBIT	18,7	4,5%	28,2	6,3%	30,6	6,5%	37,1	7,2%	40,3	7,6%
Veränderung zum Vorjahr	50,3%		50,5%		8,5%		21,5%		8,6%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,5%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%	-2,5	-0,5%	-2,5	-0,5%
Veränderung zum Vorjahr	-11,8%		6,5%		-1,4%		-38,9%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	16,8	4,1%	26,4	5,9%	28,8	6,1%	34,6	6,7%	37,8	7,1%
Steuerquote	60,1%		48,0%		37,0%		36,0%		36,0%	
Ertragssteuern	10,1	2,5%	12,7	2,8%	10,6	2,3%	12,5	2,4%	13,6	2,6%
Veränderung zum Vorjahr	172,7%		25,4%		-16,0%		17,1%		9,3%	
Jahresüberschuss	6,7	1,6%	13,7	3,1%	18,1	3,9%	22,2	4,3%	24,2	4,6%
Veränderung zum Vorjahr	-4,8%		104,5%		32,0%		22,3%		9,3%	
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%	18,1	3,9%	22,2	4,3%	24,2	4,6%
Veränderung zum Vorjahr	-4,2%		103,4%		32,0%		22,3%		9,3%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,797		6,797		6,797		6,797		6,797	
Gewinn je Aktie	1,00		2,02		2,66		3,26		3,56	

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%
Übrige Aktionäre	52,8%
Streubesitz (gem. Definition Deutsche Börse)	60,5%

Termine

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
18.11.2011	26,75 €	Kaufen	35,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	55,3%	68,2%
Halten	42,2%	31,8%
Verkaufen	4,4%	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.