

Cewe Color Holding (SDAX)

Die Qualitäts-Aktie ist zum temporären Discount-Preis zu bekommen

Nach dem jahrelangen, aber erfolgreichen Umstellungsprozess von der analogen zur digitalen Fotowelt und dem im vergangenen Jahr abgeschlossenen Restrukturierungsprozess kann sich die Cewe Color Holding AG jetzt auf den weiteren Ausbau von werthaltigen Produkten konzentrieren. Davon sollten Unternehmen und Aktionäre profitieren können.

Zwei Faktoren sprechen aktuell aus unserer Sicht für ein Investment in den grundsoliden SDAX-Titel: Die Aktie verfügt über Potenzial und die Halbjahreszahlen zeigen operatives Wachstum.

Der Aktienkurs konnte bisher von der ausgesprochen positiven Börsenphase der vergangenen Monate nicht profitieren. Nach unseren Informationen hängt dies mit einer so genannten Eisberg-Order zusammen: Seit mehreren Wochen liegt eine große Verkaufsoffer im Markt, von der nur deren Spitze im Orderbuch zu sehen ist. Welcher Investor sich dahinter verbirgt, ist nicht bekannt. In Frage käme der ehemalige Großaktionär Lincoln Vale (ehemals 10.2 %), der noch Restbestände veräußert haben könnte. Am 19.01.2010 hatte der Investor noch einen Anteil von 4.26 % gemeldet. Am 14.04.2010 waren es noch 2.98 %, die nun ohne weitere Anteilsmeldungen verkauft worden sein könnten. Das entspräche etwa 220.000 Cewe-Aktien.

Möglich wäre, auch mit Blick auf das Aktionariat, dass der streitbare US-Investor Guy Wyser-Pratte, der 6.3 % am Grundkapital hält, bis zu 1.3 % seiner Beteiligung abgebaut haben könnte, so dass er die Meldeschwelle von 5 % nicht touchiert hätte. Das entspräche etwa 95.000 Cewe-Aktien.

Sollten beide oder nur einer tatsächlich einen Abbau über die Börse umgesetzt haben, müsste die Eisberg-Order so langsam aber sicher auslaufen, denn in den vergangenen Wochen wurde die Cewe-Aktie rege gehandelt. Eine Eisberg-Order sorgt nur temporär für schwache Kurse, ist sie ausgefallen, folgt häufig ein zügiger Anstieg. Helfen wird auch das am 25.08.2010 beschlossene Aktienrückkaufprogramm.

H1 2010 mit deutlichem Ergebnissprung

Am 17.08.2010 legte das Unternehmen sehr gute Zahlen für H1 2010 vor. Cewe Color schreibt im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres immer rote Zahlen. Richtig verdient wird dann im dritten Quartal, begünstigt durch die Urlaubszeit. Das vierte Quartal ist inzwischen durch die Hereinnahme neuer Produkte, insbesondere des Cewe-Fotobuchs, in der Weihnachtszeit der Hauptidealbringer. Im saisontypisch schwachen ersten Halbjahr 2010 kletterte der Umsatz um 6 % auf € 180.4 (170.3) Mio., die Erlöse pro Foto stiegen währungsbereinigt um 5.3 % auf € 0.124. Erfreulicher ist die deutliche Steigerung der Ertragskraft. Das EBITDA legte um € 8.6 Mio. auf € 14 (5.4) Mio. zu, das EBIT verbesserte sich um € 6.9 Mio. auf € -5.9 (-12.8) Mio. Der Periodenüberschuss wurde durch einen steuerlichen Einmaleffekt von € 3 Mio. belastet, der in Q2 verbucht wurde und landete deshalb bei € -10.6 (-15.2) Mio. bzw. € -1.55 (-2.24) je Aktie. Hierbei handelt es sich um einen Forderungsverzicht, der infolge einer Änderung des Steuergesetzes vom Finanzamt nicht akzeptiert wurde und folglich gezahlt werden musste. Cewe hat Rechtsmittel

gegen den Steuerbescheid eingelegt. Sollten die Oldenburger in der Sache Recht bekommen, käme es zu einem ao. Ertrag von € 3 Mio. Planbar ist dieser Zufluss allerdings nicht, weitere Belastungen entstehen daraus jedoch nicht mehr.

EBIT-Ziel nach sechs Monaten erreicht

Trotz dieser außerplanmäßigen Belastung hält Dr. Rolf Hollander, der Vorstandsvorsitzende der Cewe Color Holding AG, an der Jahresplanung für 2010 fest. Der überdeutliche Ergebnissprung in H1 2010 stimmt ihn zuversichtlich. Wie bereits erwähnt, sind Q3 und Q4 entscheidend für den Gewinn. Daher macht es Sinn, abweichend vom Geschäftsjahr den Zeitraum vom 01.07. bis 30.06. zu betrachten. Wurde von Q3 2008 bis Q2 2009 ein EBIT von € 11 Mio. erwirtschaftet, waren es von Q3 2009 bis Q2 2010 bereits € 25.5 Mio., wobei der Löwenanteil der Verbesserung auf planmäßig rückläufige Restrukturierungskosten in H1 2010 von nur noch € 2.2 (9.4) Mio. entfiel. Dem standen allerdings höhere Marketingaufwendungen von € 9.4 (7) Mio. gegenüber. Ein Teil der Ergebnisverbesserung stammt folglich aus dem operativen Geschäft.

Attraktive Ausschüttung für 2010 zu erwarten

Sollte es Cewe gelingen, in Q3 und Q4 2010 ein ähnliches EBIT zu erwirtschaften wie in Q3 2009 (€ 15.8 Mio.) und in Q4 2009 (€ 15.7 Mio.), stünde per 31.12. 2010 ein EBIT von € 26.8 Mio. in den Büchern. Zum Vergleich: Versprochen hat Hollander seinen Aktionären € 24 bis 29 Mio. Der Umsatz soll 2010 auf € 420 bis

Cewe Color Holding AG, Oldenburg
Internet: www.cewecolor.com
ISIN DE0005403901,
 7.38 Mio. Stückaktien, AK € 19.19 Mio.
Börsenwert: € 183.5 Mio.

Aktionäre: Erbgemeinschaft Neumüller 27.4 %, Nord LB 7.8 %, Sentosa Beteiligungs GmbH 6.7 %, Guy Wyser-Pratte 6.3 %, Cewe Color Holding 5 %, Sparinvest Holding 4 %, Management/Aufsichtsrat 1.4 %, Streubesitz 41.4 %

Kennzahlen	H1 2010	H1 2009
Umsatz	180.4 Mio.	170.3 Mio.
EBIT	-5.9 Mio.	-12.8 Mio.
Periodenverlust	-10.6 Mio.	-15.2 Mio.
Ergebnis je Aktie	-1.55	-2.24
EK-Quote	40.3 %	35.3 %

Kurs am 20.08.2010:
 € 24.87 (Xetra), 30.02 H / 21.35 T
KGV 2010e 12.4, KBV 1.94 (6/10)



Gerüchten zufolge könnten hinter der Eisberg-Order Lincoln Vale und/oder Guy Wyser-Pratte stecken.

FAZIT: Nachdem im Jahr 2010 die Restrukturierungskosten planmäßig ausliefen, rüstet sich die Cewe Color Holding AG für einen Gewinnsprung, der sich bereits in den H1-Zahlen ablesen lässt. Obwohl die Zahl der Fotos leicht rückläufig ist, steigt der Umsatz je Foto, was auf die erfolgreiche Einführung von Mehrwertprodukten rund um das Cewe-Fotobuch zurückzuführen ist. Letztlich bedeutet dies nichts anderes, als dass künftig aus € 1.- Umsatz mehr Gewinn hängen bleiben wird. Zudem ist mit einer dauerhaft attraktiven Dividende zu rechnen. Daher sollten mittel- bis langfristig orientierte Anleger die temporäre Kurschwäche für den Auf- oder Ausbau ihrer Positionen nutzen.

PWS/CS

430 (409.8) Mio. steigen. Dies gilt auch für den Jahresüberschuss, der auf € 12 bis 15 Mio. nach zuvor € 6.7 Mio. verbessert werden soll. Damit würde ein Ergebnis je Aktie von € 1.76 bis 2.20 möglich sein. Zur voraussichtlichen Dividendenhöhe sagte der für seine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik bekannte Hollander: „Wir schließen nicht aus, dass wir die Dividendensätze von 2005 bis 2007 (damals € 1.20) wieder erreichen.“

Den Anfang hat das Unternehmen eigentlich schon vor etwa fünf Jahren mit der Entscheidung gemacht, dem Publikum außer der Fotoentwicklung als zusätzliches Produkt das Cewe-Fotobuch anzubieten. „Die Entscheidung, eine Marke daraus zu kreieren, war genau richtig und trägt jetzt ihre Früchte,“ resümiert Hollander. Der Absatzerfolg der Cewe-Fotobücher ist beeindruckend. Wurden 2005 erst 71 000 Stück verkauft, stiegen die Zahlen über 526 000 (2006), 1.5 Mio. (2007) auf 2.6 Mio. im Jahr 2008. Und im vergangenen Jahr kletterte der Absatz nochmals um fast 38 % auf 3.6 Mio. Cewe-Fotobücher. Für 2010 wird eine Stückzahl von 4.2 Mio. angestrebt. Bei diesem Produkt ist noch kein Sättigungsgrad erreicht, der Vorstandsvorsitzende geht von einem Marktwachstum von 50 % in den kommenden drei Jahren aus.

Eine Produktfamilie entsteht

Das Anfang 2010 kreierte Produkt Aprinto ist im Prinzip ein Druck-Fotobuch für kommerzielle Anwender. Neben den Cewe-Themenfotobüchern zu jedem familiären Anlass dürfte in den kommenden Jahren auch die Bedeutung der gewerblichen Nutzung zunehmen. Gewerbliche Kunden verwenden das Produkt als Imagebroschüre, z. B. Fertighausbauunternehmer, Badeinrichter oder Schmuckdesigner. Besonders interessant ist das Produkt für Profianwender, wie kleine und mittelgroße Aktiengesellschaften, für die Erstellung von beispielsweise Quartals- oder Halbjahresberichten.

Weitere Produkte von Cewe Color umfassen Fotogeschenk-Artikel in Form von



2009 stieg der Absatz des Cewe-Fotobuchs um 38 % auf 3.6 Mio. Stück.

personalisierten Fotoprodukten mit individuellen Fotos, Texten und Designs für Tassen, Rucksäcke, Teddys, Schneekugeln oder Puzzle-Spiele. Attraktiv zur Wandgestaltung sind Foto-Leinwände; die Wanddekoration in sehr großen Formaten ist auch möglich auf Acrylglas oder Alu-Dibond und schließlich als Poster XXL mit Postercollagen bis 160 x 90 Zentimeter. Zum Angebot zählen auch Fotogrüßkarten.

Zahl der Fotos rückläufig

Die insgesamt leicht rückläufige Gesamtzahl der Fotos bereitet Cewe hingegen kein Kopfzerbrechen. Nachdem die Zahl der Digitalfotos auf hohem Niveau stagniert, ist das Minus vor allem auf das Geschäft mit analogen Filmen zurückzuführen. Erwartungsgemäß hat sich die Zahl der Fotos von Filmen in H1 2010 um weitere 33.7 % auf 181 (273) Mio. Stück zurückentwickelt. Nach Einschätzung von Cewe liegen damit 88 % des möglichen Rückgangs bei analogen Filmen bereits hinter dem Oldenburger Unternehmen.

Mit 853 Mio. Digitalfotos nach zuvor 814 Mio. Stück konnte in diesem Geschäftsfeld noch ein kleiner Zuwachs von 4.8 % erzielt werden. Insgesamt ergab sich somit ein Rückgang bei Fotos um 4.9 %

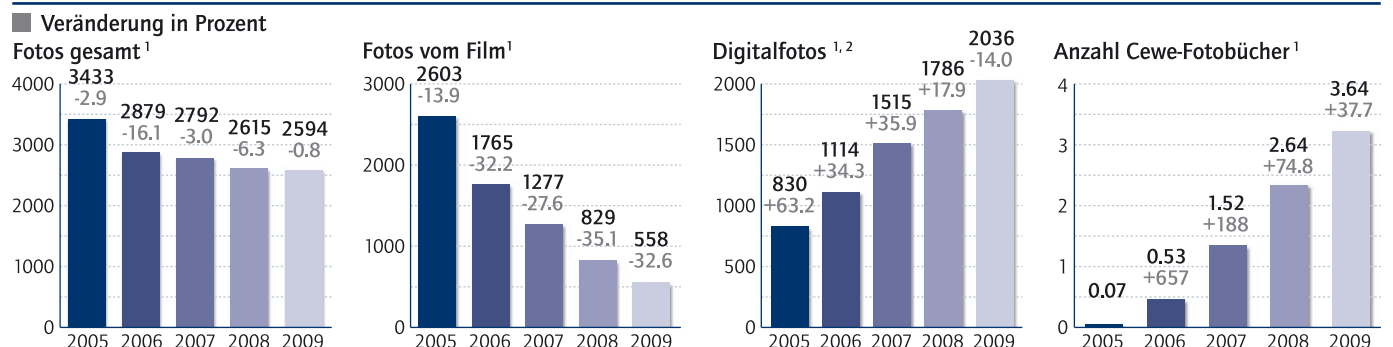
auf 1.03 (1.09) Mrd. Stück. Mit 2.4 Mrd. Fotos rechnet Cewe für 2010. Entscheidend für den Unternehmenserfolg ist weniger die Zahl der Fotos, denn von 500 Digitalfotos werden durchschnittlich nur 100 bis 120 entwickelt. Vielmehr ist es der Umsatz je Foto, der den Ertrag bringt. Und der steigt, wie schon erwähnt.

Mit weitem Abstand Marktführer

Cewe kann sich dabei als Marktführer im industriellen Fotofinishing auf eine breite Basis stützen. Mit Marktanteilen von 95 % in Ungarn und jeweils 90 % in der Slowakei und in Polen, 50 % in Österreich und Deutschland, 40 % in Frankreich und 35 % in der Schweiz ist Cewe in fast allen Märkten die Nummer eins, europaweit liegt der Marktanteil bei 40 %. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Cewe seit dem Jahr 2000 insgesamt fünf einzelne Transformationsprozesse bewältigt hat: Von der analogen Fototechnik zur digitalen Fotografie, vom Fotofinishing zur Digitaldruckerei, vom ursprünglich rein stationären Vertrieb zum Internetvertrieb, von der Fahrdienstlogistik zum Versandhandel und vom Produktionsunternehmen zum Markenartikelhersteller.

Peter Wolf Schreiber
Carsten Stern

Anzahl der Fotos sinkt, Umsatz je Foto steigt



Cewe Color Holding

Die Nase vorn bei Fotobüchern

Der Oldenburger Fotodienstleister ist endgültig in der digitalen Welt angekommen. Der teure und langwierige Transformationsprozess ist abgeschlossen. Welche Chancen in der Neuausrichtung liegen, erläutern der Vorstandsvorsitzende Dr. Rolf Hollander und der Finanzvorstand Dr. Olaf Holzkämper im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Dr. Hollander, müssen sich Anleger Sorgen machen, dass die Gesamtzahl der Fotos in H1 2010 rückläufig war?

Hollander: Ganz und gar nicht. Die Zahl der Fotos ist für uns nicht die entscheidende Größe, sondern der Umsatz je Foto – und der steigt. Wurden früher sehr viele Urlaubsfotos im Format 10x15 geordert, so verschiebt sich der Trend in Richtung größere Formate und in Richtung Mehrwertprodukte, wie dem Cewe-Fotobuch, Kalendern, Fotoleinwänden, Bilder hinter Acryl, Grußkarten usw. Diese Produkte haben deutlich höhere Margen als ein Standardabzug, so dass unter dem Strich der Umsatz anzieht, vor allem aber der Gewinn. Diese Entwicklung können Sie leicht anhand unserer Quartalsberichte nachvollziehen.

NJ: Herr Dr. Holzkämper, dann stört es Sie auch nicht, dass nur ein Teil der digitalen Fotos bei Ihnen zur Entwicklung eingereicht wird?

Holzkämper: Solange die Gesamtmenge die Auslastung unserer Maschinen gewährleistet, nicht. Und das ist der Fall. Um aber auf den Kern Ihrer Frage einzugehen: Ein durchschnittlicher Nutzer schießt etwa 500 Bilder im Jahr, von denen nur 100 bis 120 entwickelt werden. Dafür werden die besten Fotos gleich mehrfach verwendet – und das bei höheren Margen. Ein Foto, z. B. aus einem Toskana-Urlaub, landet häufig nicht nur in einem Cewe-Fotobuch, sondern auch in Kalendern oder im XXL-Format an einer Wand im Wohnzimmer. Die Losung lautet: Klasse statt Masse.

NJ: Gibt es auch einen Trend zu größeren Formaten innerhalb einer Produktgruppe wie Ihrem Cewe-Fotobuch?

Hollander: Diesen Trend gibt es tatsächlich. Es werden verstärkt größere und damit höhermarginige Versionen des Cewe-Fotobuchs nachgefragt. Und um zwei Nachfragen gleich vorwegzunehmen: Zu den Margen machen wir traditionell keinerlei Angaben. Ferner ist es uns gelungen, mit dem Cewe-Fotobuch eine Marke fest im Markt zu etablieren. Das ist der Grund, warum wir von Cewe-Fotobüchern sprechen,



Die Cewe-Vorstände Dr. Rolf Hollander (l.) und Dr. Olaf Holzkämper wollen in den kommenden Jahren bis zu 7.5 Mio. Cewe-Fotobücher jährlich verkaufen.

aber nicht von Cewe-Kalendern, Cewe-Grußkarten usw.

NJ: Dann noch eine dritte Nachfrage zu dem Thema. Gibt es einen technologischen Vorsprung?

Holzkämper: In der Tat, den gibt es. Wir produzieren in diesem Jahr mehr als 4 Mio. Cewe-Fotobücher. Die größten Wettbewerber kommen auf 1 Mio. Wir bieten den Konsumenten drei große Vorteile: Erstens eine hervorragende Druck- und eine herausragende Buchbindequalität. Zweitens die bessere Software: Einfachste Bedienung, mehr Features, mehr Design und mehr Intelligenz in der Software: Der in der Cewe-Fotobuch-Software enthaltene Assistent wählt aus Ihren Fotos – wenn gewünscht – sogar aus und stellt einen Buchentwurf zusammen. Und drittens der bessere Service: Wir sind per Telefon, E-Mail oder im Internet-Forum erreichbar und helfen schnell. Kleinere Wettbewerber können dort kaum mithalten, weil ihnen schlichtweg die Masse und damit letztlich die Investitionsbudgets fehlen. Außerdem investieren wir kräftig in die Werbung und den Marken-Aufbau. Das zahlt sich nun mehr und mehr für uns aus. Das Cewe Fotobuch ist auf dem Weg zu einer Kultmarke.

NJ: Ihr Geschäft ist einer starken Saisonalität unterworfen. Wie planen Sie vor diesem Hintergrund ihre Kapazitätsauslastung?

Hollander: Ganz einfach, wir kennen seit Jahren die Auftragseingänge in praktisch jedem Monat und die gegenwärtige Stärkung des Weihnachtsquartals können wir sehr gut vorhersagen. Mit unseren Mitarbeitern haben wir Jahresarbeitszeiten vereinbart, die flexibel abzuleisten sind. Dann können wir noch einen Teil über Leiharbeit abdecken oder

auch einfache Aufträge an Subunternehmer weiterleiten, wenn tatsächlich die Kapazitäten im Einzelfall einmal nicht ausreichen sollten.

NJ: Können Sie auch auf der Produktseite gegensteuern?

Holzkämper: Unser kommerzieller Digitaldruck Aprinto sorgt für einen gewissen Ausgleich. Hier ist z. B. der Dezember ein eher ruhiger Monat. Im März/April, wenn viele Unternehmen ihre Jahreszahlen präsentieren, ist dagegen mehr zu tun. Dieses Geschäft, das wir mit der Tochter Diron erst Anfang 2010 begonnen haben, ist vielversprechend gestartet.

NJ: Wie sieht Ihre Wachstumsstrategie in den kommenden Jahren aus?

Holzkämper: Wir konzentrieren uns auf internes Wachstum mit unseren Produkten. Große Akquisitionen kann ich ausschließen, kleinere Arrondierungen sind möglich, würden aber in unserem Zahlenwerk kaum auffallen. Da wir auch unsere Problemfelder in Frankreich und Großbritannien bereinigt haben und dort schwarze Zahlen schreiben, stehen wir nach wie vor hinter unserer eigenen Prognose, 2010 einen Umsatz von € 420 bis 430 Mio. sowie einen Jahresüberschuss von € 12 bis 15 Mio. bzw. € 1.76 bis 2.20 je Aktie zu erzielen.

NJ: Dürfen sich Anleger angesichts dieser Perspektiven auf eine höhere Dividende für 2010 einstellen?

Hollander: Wir wollen nicht ausschließen, dass wir das Dividendenniveau der Jahre 2005 bis 2007 wieder erreichen, um es salomonisch auszudrücken.

Das Gespräch führten
Peter Wolf Schreiber und Carsten Stern.