

Akt. Kurs (07.02.07, 9:06, Xetra.): 36,85 EUR – Einschätzung: **Halten (---)** – Kursziel 12 Monate: **39,00 (---) EUR**

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

Kurzportrait

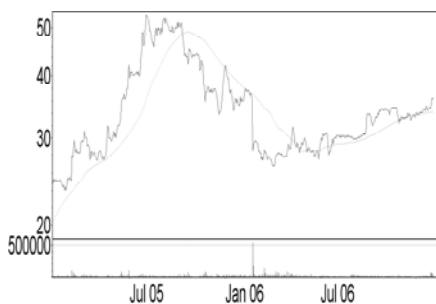
Die CeWe Color Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	38,00 €	26,10 €
Aktueller Kurs:	36,85 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	38,9%	
Marktkapitalis.:	272,0 Mio. €	

Hedgefonds fordert Sonderdividende

Beherrschendes Thema bei CeWe Color ist aktuell die Forderung des Hedge Fonds M2 Capital nach einer Sonderausschüttung. Diese soll mindestens 37 Mio. Euro pro Jahr bzw. fünf Euro pro Aktie betragen, so dass der kumulierte Mittelabfluss nach Schätzungen der Gesellschaft bis zu 120 Mio. Euro betragen könnte. Der Chef des US-Hedgefonds M2, der aktuell neun Prozent von CeWe Color besitzt, kündigte in einem Interview mit der Zeitung Euro am Sonntag den Erwerb weiterer Anteile an und zeigte sich überzeugt, mit Hilfe einer Neubesetzung von Vorstand und Aufsichtsrat seine Ziele zu erreichen.



Quelle: Market-Maker

Der Vorstandsvorsitzende Dr. Rolf Hollander führte dazu im Interview mit GSC Research aus, dass CeWe Color diese Forderungen als unzweckmäßig einstuft und deshalb entschieden zurückweist. Die Gesellschaft befinde sich derzeit im Transformationsprozess von der analogen zur digitalen Fotografie und benötige deshalb in den kommenden fünf Jahren circa 150 bis 200 Mio. Euro für Produktentwicklung und zusätzliche Vertriebswege. Zudem sei eine derartige Ausschüttung nicht mit dem notwendigen Personalabbau vertretbar.

Kennzahlen

	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	431	400	381	380
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	28,7	23,4	23,9	26,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	7,1	9,7	9,6	10,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	1,29	1,31	1,30	1,44
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,20	1,20	1,20	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	28,5	28,2	28,4	25,7
Div.rendite	3,3%	3,3%	3,3%	3,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Wir sehen in Anbetracht der Herausforderungen, vor denen CeWe Color in den nächsten Jahren steht, keinen Grund, eine kreditfinanzierte Sonderausschüttung vorzunehmen. Die Erbgemeinschaft Neumüller veröffentlichte am 5. Februar eine Pressemitteilung, in der sie eine ähnliche Meinung äußerte.

Die Gesellschaft hat in den vergangenen Jahren zudem stets eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik betrieben. Zudem sehen wir die von M2 als Vorbild genannten Unternehmen Spector Group (Belgien, schreibt auf absehbare Zeit Verluste) und Shutterfly (USA, KGV 2006e: 83) aus diversen Gründen nicht als Maßstab für CeWe Color an.

CeWe Color ersetzt laufendes durch ein Aktienrückkaufprogramm

CeWe Color gab am Freitag bekannt, das im August gestartete Aktienrückkaufprogramm in ein öffentliches Angebot an alle Aktionäre abzuändern. Gemäß der Bekanntmachung von CeWe Color beginnt die Frist am heutigen Montag und läuft bis zum 6. März 2007, 12.00 Uhr MEZ. Aktionäre können in diesem Zeitraum der Gesellschaft ihre Aktien andienen.

Der auf Basis des durchschnittlichen XETRA-Schlussauktionspreises der vergangenen drei Tage ermittelte Erwerbspreis liegt bei 36,07 Euro und damit um circa sieben Prozent über dem 90-Tage-Durchschnittskurs im XETRA. CeWe kann über das öffentliche Kaufangebot bis zu 390.000 Aktien (ca. 5,28%) erwerben, was ein Gesamtvolumen von bis zu 14 Mio. Euro bedeuten würde. Die Aktien sollen zur Finanzierung von Übernahmen eingesetzt werden.

Wir stufen diese Maßnahme von CeWe Color als sinnvoll ein, um sich mit punktuellen Akquisitionen im Bereich der Digitalfotografie zu verstärken.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Vorläufige Zahlen 2006 von Wandel zu Digitalfotos gekennzeichnet

Die CeWe Color Holding AG veröffentlichte am 29. Januar ihre vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2006. Demnach betrug der Umsatz knapp 400 Mio. Euro und das Ergebnis vor Steuern 21,1 Mio. Euro. Wir erwarten auf Basis dieser Zahlen einen Gewinn von 1,31 Euro je Aktie.

Die Tendenz zur digitalen Fotografie macht sich auch in der Verlagerung der Umsätze in das vierte Quartal bemerkbar. Insbesondere das neue Produkt Fotobuch wurde vom Markt gut aufgenommen und trug bereits im zweiten Jahr nach Produkteinführung über 10 Prozent zum Digitalumsatz von CeWe Color bei. Wachstumstreiber waren erneut die Digitalfotos, deren Anzahl um 34,3 Prozent auf 1,1 Milliarden Stück zunahm.

Geschäftsjahr 2007 sollte den Wendepunkt markieren

Für das Geschäftsjahr 2007 erwarten wir in Anlehnung an die Guidance von CeWe Color einen Umsatz von 381 Mio. Euro und ein gegenüber 2006 leicht rückläufiges Ergebnis vor Steuern in Höhe von 20,9 Mio. Euro. Da in 2007 die Anzahl der margenstärkeren Digitalfotos erstmals über der Zahl der konventionellen Fotos liegen wird, sehen wir den Gewinn mit 1,30 Euro je Aktie trotz der Restrukturierungsaufwendungen nur leicht unter dem Niveau von 2006.

Weitere Impulse werden nach unserer Einschätzung durch die Integration einer Foto-Applikation von CeWe in das Ende Januar auf den Markt gekommene Microsoft Windows Vista generiert werden. Wir sehen diese Anwendung jedoch als zusätzliche Förderung bestehender Vertriebsvereinbarungen mit den einschlägigen Handelsketten, wo der Kunde seine Print-Abzüge der Digitalfotos weiterhin abholen kann.

Positiv werten wir auch einen Abschluss mit der französischen SB-Warenhauskette Carrefour, die CeWe Color seit Anfang 2007 beliefert. Die Verhandlungen über die Ausdehnung auf weitere Länder laufen nach Auskunft von CeWe Color noch.

In 2008 sollte unserer Meinung nach die Talsohle des Fotomarktes erreicht sein. Wir gehen davon aus, dass sich der Umschwung zu Gunsten der digitalen Fotografie in 2008 auch vor dem Hintergrund nachlassender Restrukturierungsaufwendungen bei gleichbleibenden Umsätzen in einem Anstieg des Ergebnisses auf 1,44 Euro je Aktie bemerkbar machen sollte.

Expansion nach Osteuropa

Neben neuen Produkten will CeWe Color weiteres Wachstum durch eine Expansion nach Osteuropa generieren. Hier stehen insbesondere die neuen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union im Mittelpunkt. Strategie von CeWe Color ist es hier, zunächst lediglich seinen bisherigen Geschäftspartnern nach Osteuropa zu folgen. Zusätzliche Produktionsstandorte sind dabei jedoch nach Auskunft des Unternehmens nicht geplant.

CeWe Color besitzt derzeit in Polen zwei (Kozle und Graudenz) sowie in Tschechien und in der Slowakei jeweils einen Produktionsstandort (Prag und Bratislava). Von diesen Betrieben werden die umliegenden Länder wie z.B. Litauen, Slowenien, Rumänien und Kroatien beliefert.

Die Risiken aus der Osteuropa-Expansion sind daher unseres Erachtens gering. Da die verschiedenen Handelsketten überdies unterschiedliche grafische

sche Schwerpunkte bei ihrer Expansionsstrategie legen, erreicht Cewe Color eine gute Diversifikation von Kunden und Ländern.

Bewertung

Auf Basis unserer DCF-Modells (Zinssatz 6,74%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangscashflow 19 Mio. €) kommen wir zu einem Kursziel von 39 Euro. Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 3,3 Prozent sehen wir den Kurs der Cewe Color-Aktie als nach unten abgesichert an.

Fazit

Vor dem Hintergrund der Herausforderungen, die der Wandel des Fotomarktes bietet, ist CeWe Color derzeit adäquat bewertet. Aufgrund der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik ist die Aktie für uns deshalb aktuell eine Halteposition

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,10%
M2 Capital Management, New York	9,80%
K Capital Partners, USA – Boston	7,60%
Standard Capital Partners N.V., Niederländische Antillen	5,00%
Credit Suisse Group	5,00%
Credit Suisse Equity Fund, Management Company Luxemburg	4,20%
Eigene Aktien	2,40%
Streubesitz	38,90%

Termine

27.02.2007	Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen zum Geschäftsjahr 2006
14.03.2007	Bilanzpressekonferenz
26.04.2007	Hauptversammlung
31.05.2007	Veröffentlichung des Berichts über das I. Quartal 2007
30.08.2007	Veröffentlichung des Berichts über das I. bis II. Quartal 2007

Kontaktadresse

Cewe Color Holding AG
Meerweg 30-32
D-26133 Oldenburg

Email: info@cewecolor.de
Internet: www.cewecolor.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Hella Hahm

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 400
Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421
Email: hella.hahm@cewecolor.de

Disclosures

Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir 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 der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.06):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	---	---
Halten	---	---
Verkaufen	---	---

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
CeWe Color Holding AG	1
Spector Group	--
Shutterfly	--

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 Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.