

Akt. Kurs (27.02.07, 13:06, Xetra.): 37,06 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **39,00 (39,00) EUR**

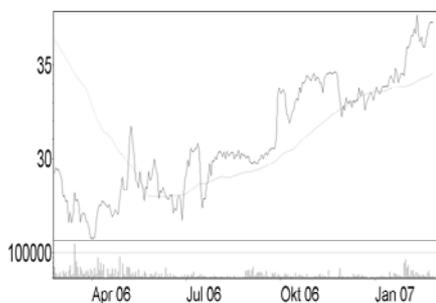
Branche: Konsumgüter (Foto)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	38,00 €	26,10 €
Aktueller Kurs:	37,06 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	38,9%	
Marktkapitalis.:	273,5 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Zahlen für 2006 auf operativer Ebene überzeugend

CeWe Color meldete heute die vorläufigen Zahlen für 2006, die insgesamt leicht über unseren Schätzungen lagen. Demnach sank der Umsatz um 7,2 Prozent auf 400,5 (GSC-Schätzung 400) Mio. Euro. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) ging zwar um 8 Prozent auf 63,2 zurück, übertraf jedoch unsere Schätzung in Höhe von 61,4 Mio. Euro. Auch das Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit (EBIT) lag mit 26,4 (GSC-Schätzung 23,4) Mio. Euro leicht über unseren Erwartungen. Trotz des Rückganges gegenüber dem Vorjahr werten wir diese Zahlen auf operativer Ebene vor dem Hintergrund des Umbaus zur Digitalfotografie grundsätzlich positiv.

Durch steuerliche Sondereffekte ist das Ergebnis nach Steuern für 2006 positiv überzeichnet, lag aber mit 21,1 Mio. Euro punktgenau auf dem von CeWe Color prognostizierten Niveau. Somit ist auch der Gewinn je Aktie in Höhe von 2,06 Euro nicht mit dem Vorjahr vergleichbar. Bei Herausrechnung der steuerlichen Sondereffekte ergäbe sich ein Wert von circa 1,31 Euro. Diese Zahl ist unserer Meinung nach aussagekräftiger.

Kennzahlen

	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	431	401	381	380
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	28,7	26,4	15,9	26,2
<i>bisher</i>	---	23,4	23,9	---
Jahresüb.	7,1	14,9	4,5	10,6
<i>bisher</i>	---	9,7	9,6	---
Erg./Aktie	1,29	2,03	0,61	1,44
<i>bisher</i>	---	1,31	1,30	---
Dividende	1,20	1,20	0,80	1,30
<i>bisher</i>	---	---	1,20	---
KGV	28,6	18,3	61,2	25,8
Div.rendite	3,2%	3,2%	2,2%	3,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Übergangsjahr 2007 von Restrukturierung geprägt

In Anlehnung an die Prognose von CeWe Color, die einen Umsatz von 380 Mio. Euro vorsieht, erwarten wir in 2007 weiterhin einen Umsatz von 381 Mio. Euro, der unserer Meinung nach die Talsohle markieren sollte. Hingegen haben unsere Ergebnisschätzungen für 2007 nach unten korrigiert. CeWe Color hatte bislang nur eine Prognose für das Ergebnis vor Restrukturierung und Sondereffekten in Höhe von 24,5 Mio. Euro abgegeben, die jetzt nochmals bestätigt wurde.

Wir nehmen somit unsere Schätzungen für das EBITDA auf 50,6 (bisher 58,2) und EBIT auf 15,9 (bisher 23,9) Mio. Euro zurück. Durch das Auslaufen der positiven Steuereffekte wird die Steuerbelastung mit 50 Prozent in 2007 überproportional hoch sein. Das Ergebnis nach Steuern sehen wir demnach bei 7,5 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie dürfte aufgrund von Restrukturierungsaufwendungen und Steuern mit 0,61 Euro deutlich unter der operativen Leistungsfähigkeit von CeWe Color liegen, die wir auf einem Niveau von circa 1,30 Euro sehen.

Wir rechnen daher für 2006 mit einer Dividende auf dem Vorjahresniveau von 1,20 Euro. Für 2007 erwarten wir aus heutiger Sicht aufgrund der neuen Zahlen eine vorübergehende Reduzierung der Dividende, was unseres Erachtens aber nur ein temporärer Effekt wäre. Daher schließen wir aufgrund der in der Vergangenheit gezeigten aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik keineswegs aus, dass CeWe Color trotz des niedrigeren Ergebnisses die Dividende konstant hält. Bis das Managements hierzu konkretere Aussagen getroffen hat, sollten Anleger aus Vorsichtsgründen im nächsten Jahr lediglich mit einer Zahlung von 0,80 Euro kalkulieren.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Früchte der Restrukturierung sollten in 2008 geerntet werden

Nach den beiden Übergangsjahren 2006 und 2007 sollten sich die Umstrukturierungen bei CeWe Color in 2008 unserer Meinung nach positiv bemerkbar machen. Wir erwarten im nächsten Jahr eine höhere Profitabilität bei gleichem Umsatz. Derzeit rechnen wir mit einem EBIT von 26,2 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss in Höhe von 13,6 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis von 1,44 Euro je Aktie einhergeht. Diese Zahl sollte jedoch mit einem bereinigten Niveau von 1,30 Euro verglichen werden. Die tatsächlichen Zahlen für 2006 und 2007 würden unserer Meinung nach einen Vergleich verzerren.

Akquisitionen in Osteuropa getätigt

CeWe Color gab Mitte Februar die Übernahme des polnischen Großlabors Foto Classic bekannt und stärkte damit bereits seine vorhandene gute Marktposition in Tschechien (Marktanteil 50%) und in Polen (40%).

Den veränderten Marktbedingungen in Deutschland mit einem drastischen Rückgang der Nachfrage nach analogen Fotos trug CeWe Color mit der sozialverträglichen Schließung des Standortes Nürnberg Rechnung.

Außerordentliche Hauptversammlung unwahrscheinlich

Die von den Hedge Fonds geforderte außerordentliche Hauptversammlung halten wir derzeit für unwahrscheinlich. Die ordentliche HV Ende April wird somit die Entscheidung bringen. CeWe Color hat seine Öffentlichkeitsarbeit in dieser Frage intensiviert. Wir unterstützen nach wie vor die Ansicht des Unternehmens, dass eine Sonderausschüttung der falsche Weg ist, auf die Herausforderungen des dramatischen Wandels im Fotomarkt zu reagieren.

Bewertung

Auf Basis unserer DCF-Modells (Zinssatz 6,66%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Cashflow in der Ewigkeit 20 Mio. €) kommen wir zu fairen Wert von 39,67 Euro und behalten unser Kursziel von 39 Euro damit bei. Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 3,2 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 bestätigen wir deshalb unsere Halteempfehlung für die Aktie.

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,1%
M2 Capital Management, New York	10,3%
K Capital Partners, Boston	7,6%
Nord/LB, Hannover	5,7%
Standard Capital Partners N.V., Niederländische Antillen	4,3%
Credit Suisse Group	4,0%
Credit Suisse Equity Fund, Management Company Luxemburg	4,2%
Eigene Aktien	2,8%
Streubesitz	34,0%

Termine

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:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
07.02.2007	36,85 €	Halten ---	39,00 €

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

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	---	---
Halten	---	---
Verkaufen	---	---

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 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.