

Akt. Kurs (04.06.07, 9:55, Xetra.): 37,60 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.:	45,50 €	26,52 €
Aktueller Kurs:	37,60 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	38,9%	
Marktkapitalis.:	277,5 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Auftaktquartal 2007 insgesamt im Rahmen der Erwartungen

Das Auftaktquartal im von uns als „Übergangsjahr“ eingestuften Jahr 2007 war wie erwartet von den großen Umbrüchen im Geschäft der CeWe Color gekennzeichnet. Der Umsatz legte überraschend um 3,1 Prozent auf 80,1 (Vj. 77,7) Mio. Euro zu. Die Ursache lag zum einen im guten Abschneiden der eigenen CeWe-Einzelhandelsaktivitäten in Norwegen, Polen, Tschechien und der Slowakei, zum anderen kamen 1,7 Mio. Euro akquisitionsbedingter Umsatz aus der Übernahme von Fotogroßlabors in Tschechien und Polen. Selbst unter Herausrechnung dieser Übernahme hätte sich ein leichtes Umsatzplus von 0,7 Mio. ergeben, was wir als positiv werten.

Auf der Ergebnisseite machten sich wie von uns erwartet und vom Unternehmen bereits angekündigt insbesondere die Umstrukturierungsaufwendungen bemerkbar. Das EBIT verschlechterte sich auf minus 11,2 (-4,2) Mio. EBIT. Der Verlust beim Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter verdreifachte sich auf knapp 13 (-4,9) Mio. Euro.

Beim Ergebnis vor Steuern und Restrukturierungen gestaltet sich die Entwicklung jedoch weniger dramatisch. Bereinigt um Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 6,2 Mio. Euro für die zu schließenden Betriebe in Nürnberg, Polen und Frankreich ergab sich „nur“ ein Verlust in Höhe von 5,6 Mio. Euro. Gegenüber dem Vergleichsquarter des Vorjahres entspricht dies sogar einer Verbesserung in Höhe von 10 Prozent.

Insgesamt stufen wir die Zahlen als zufriedenstellend ein, weisen jedoch darauf hin, dass sich die Aussagefähigkeit des ersten Quartals bei CeWe Color aufgrund der traditionellen urlaubsbedingten Sommerlastigkeit des Geschäftes in Grenzen hält.

Anpassung unserer Zahlen an das neue Berichtsformat

Im Zuge der Umwandlung einer atypisch stillen Beteiligung der Erbgemeinschaft Senator Neumüller in gezeichnetes Aktienkapital wurden im Jahresabschluss 2006 letztmalig nennenswerte Anteile Dritter ausgewiesen. Wir haben daher die Zahlen für 2006 um diesen Effekt bereinigt, so dass sich das Ergebnis wegen dieser Korrekturen nach Steuern und Anteilen Dritter auf 17,6 (bisher 14,9) erhöht hat.

Unsere überarbeiteten Schätzungen ab 2007 enthalten somit keine Anteile Dritter mehr, so dass das ausgewiesene Ergebnis nach Steuern in Zukunft den betriebswirtschaftlichen Realitäten entspricht. Da die Erbgemeinschaft schon in der Vergangenheit nicht als klassischer „Besitzer von Minderheitsanteilen“ eingestuft werden konnte und aus dieser Struktur regelmäßig Erklärungsbedarf resultierte, erachten wir die vorgenommene Vereinheitlichung im Anteilseignerkreis auch aus Aktionärssicht als positiv.

Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz	431	401	381	380
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	28,7	26,4	15,9	26,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	7,1	17,6	7,5	13,6
<i>bisher</i>	---	14,9	4,5	---
Erg./Aktie	1,29	2,39	1,01	1,84
<i>bisher</i>	---	2,03	0,61	1,44
Dividende	1,20	1,20	0,80	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	29,0	15,7	37,1	20,4
Div.rendite	3,2%	3,2%	2,1%	3,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Bestätigung unserer Schätzungen für 2007

In Anlehnung an die bestätigte Prognose der Gesellschaft gehen wir weiterhin von einem Konzernumsatz von 381 Mio. Euro aus. Beim EBIT sehen wir aufgrund der Restrukturierungsaufwendungen einen Rückgang auf 15,9 Mio. Euro. Durch das Auslaufen der positiven Steuereffekte dürfte die Steuerbelastung mit 50 Prozent im laufenden Geschäftsjahr überproportional hoch liegen. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir daher auf 7,5 Mio. Euro.

Unsere Prognose für das Ergebnis je Aktie haben wir vor dem Hintergrund des Wegfalls der Anteile Dritter auf 1,01 (bisher: 0,61) Euro hochgesetzt, was jedoch wie beschrieben, keine operativen Hintergründe hat. Die operative Leistungsfähigkeit von CeWe Color liegt nach unseren Schätzungen ungefähr auf einem Niveau von 1,30 Euro je Aktie. Bei der Dividende rechnen wir aus Vorsichtsgründen weiterhin mit einer Kürzung von 1,20 auf 0,80 Euro, halten angesichts der sehr aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik der Vergangenheit aber auch eine kontinuierliche Zahlung nicht für ausgeschlossen.

Wandel zur Digitalfotografie schreitet rasant voran

Laut Aussage des Managements im jüngsten Quartalsbericht sind zwei Drittel des maximalen Rückgangs im Marktsegment der klassischen Fotoentwicklung vollzogen. Vor diesem Hintergrund werten wir die Steigerung des digitalen Fotoabsatzes um knapp 47 Prozent auf 280,7 Mio. Stück als positiv.

Wir sehen das erstmalige Übertreffen der Zahl der „klassischen“ Fotos, deren Zahl um fast 30 Prozent auf 271,3 Mio. zurück ging, als wichtiges psychologisches Signal, dass es CeWe Color gelungen ist, den dramatischen Wandel des Marktes zu stemmen.

„Nachwehen“ der turbulenten Hauptversammlung

In einem Gespräch mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung sagte US-Investor Wyser-Pratte in diesen Tagen, dass er zwei Klagen gegen CeWe Color einreichen werde. Vor dem Amtsgericht Hannover sind die Klagen gegen zwei Beschlüsse der Hauptversammlung nach Angaben der Gesellschaft jetzt auch fristgerecht eingegangen.

Wir sehen dieses Ansinnen als ein letztes „Nachbeben“ der turbulenten HV (siehe auch HV-Bericht auf www.gsc-research.de), bei der sich die Hedge Fonds mit ihren Vorstellungen einer kreditfinanzierten Sonderausschüttung und eines Austausches des Managements nicht durchsetzen konnten, und messen dem Sachverhalt keine überragende Bedeutung zu.

Bewertung

Auf Basis unserer DCF-Modells (Zinssatz 6,94%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangs-Cashflow 28,5 Mio. €, Beta 1,0) kommen wir zu einem fairen Wert von 38,81 Euro und behalten unser Kursziel von 39 Euro damit bei.

Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 3,4 Prozent ab dem Jahr 2008 sehen wir den Kurs der CeWe Color-Aktie als nach unten weitgehend abgesichert an. Für das Jahr 2007 ist die Dividendenrendite von 2 Prozent wegen des Übergangscharakters des laufenden Geschäftsjahres nicht aussagekräftig, zumal wir eine konstante Dividende nicht ausschließen würden.

Fazit

Das erste Quartal brachte unserer Meinung nach keine neuen Erkenntnisse bei CeWe Color. Zudem hält sich die Aussagefähigkeit des Auftaktquartals beim Oldenburger Unternehmen traditionell in Grenzen. Nichtsdestotrotz halten wir CeWe Color vor dem Hintergrund der Herausforderungen, die der Wandel des Fotomarktes bietet, für gut aufgestellt.

CeWe Color ist auf Basis des von uns geschätzten Gewinns je Aktie für 2008 mit einem KGV von etwas mehr als 20 unseres Erachtens 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%
MarCap Investors (ehemals M2 Capital Management), New York	10,3%
K Capital Partners, Boston	7,6%
Nord/LB, Hannover	5,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	5,0%
Standard Capital Partners N.V., Niederländische Antillen	4,3%
Credit Suisse Equity Fund, Management Company Luxemburg	4,2%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	..4,0%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	3,2%
Credit Suisse Group	3,0%
Eigene Aktien	2,8%
Streubesitz	25,6%

Termine

30.08.2007	Veröffentlichung des Berichts über das I. bis II. Quartal 2007
27.11.2007	Veröffentlichung des Berichts über das I. bis III. Quartal 2007

Kontaktadresse

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

Internet: www.cewecolor.de

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 €
27.02.2007	37,06 €	Halten	39,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	64,0%	83,3%
Halten	28,0%	16,7%
Verkaufen	8,0%	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 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.