

Akt. Kurs (03.09.07, 9:30, Xetra): 34,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **37,50 (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

### Zweites Quartal insgesamt im Rahmen der Erwartungen

Auch das zweite Quartal des Geschäftsjahres 2007 war bei CeWe Color vom tiefgreifenden Wandel zur Digitalfotografie und den damit verbundenen Umstrukturierungen gekennzeichnet. Der Umsatz legte demnach um 5,3 Prozent auf 102,4 (Vj. 97,2) Mio. Euro zu. Im Zuge erhöhter Marketingaufwendungen stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 30,3 (24,8) Mio. Euro, so dass das EBIT um zwei Drittel auf 3,0 (10,0) Mio. Euro einbrach. Zudem machte sich der Kostenaufwand im Zusammenhang mit der „umkämpften“ Hauptversammlung laut Firmenangaben in Form von einmaligen Zusatzkosten in Höhe von 1,5 Mio. Euro bemerkbar.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter stieg hingegen um 60 Prozent auf 4,0 (2,5) Mio. Euro. Den Hintergrund dieses überraschenden Anstieges bildeten zwei Sondereffekte. Zum einen wurden die Anteile der Erbgemeinschaft Neumüller im Gegensatz zum Vorjahreszeitraum nicht mehr als Anteile Dritter ausgewiesen, zum anderen verbuchte CeWe im zweiten Quartal eine Steuerrückzahlung von 1,6 Mio. Euro. Insgesamt werten wir das Zahlenwerk für das zweite Quartal als zufriedenstellend.

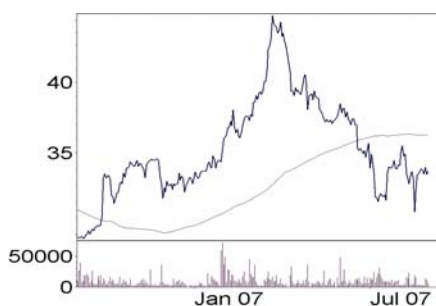
Wir weisen jedoch an dieser Stelle darauf hin, dass für CeWe Color das dritte Quartal wegen der Urlaubszeit stets am wichtigsten ist und im Zuge der Einführung innovativer Produkte wie beispielsweise dem Fotobuch zunehmend auch das Weihnachtsgeschäft im vierten Quartal an Bedeutung gewinnt, weshalb die Aussagekraft der Q2-Zahlen begrenzt ist. Nichtsdestotrotz gehen wir nach derzeitigem Stand davon aus, dass CeWe Color auch ein gutes zweites Halbjahr verzeichnen wird.

### Überarbeitung unserer Schätzungen für 2007

Auf Basis der von CeWe Color auf 400 (bisher 380) Mio. Euro angehobenen Umsatzprognose haben auch wir unsere Umsatzschätzungen überarbeitet. Wir sehen vor diesem Hintergrund die letztjährige Marke von 400,5 Mio. Euro als Talsohle an und prognostizieren für 2007 einen gegenüber dem Vorjahr marginal höheren Umsatz von 401 Mio. Euro. In der Folge sehen wir schon etwas früher als bisher erwartet leichte Steigerungen, da im nächsten Jahr der Trend des Rückgangs bei den Papierfotos langsam auslaufen sollte und die Steigerungsraten bei den Digitalfotos die Überhand gewinnen sollten.

Bei den Ergebniskennziffern haben wir in Anlehnung an die unveränderte Prognose der Gesellschaft vor dem Hintergrund weiterhin hoher Marketingaufwendungen zur Begleitung des Strukturwandels keine Änderung vorgenommen und liegen mit unseren Schätzungen leicht über den von CeWe kommunizierten Zahlen. Im Einzelnen gehen wir weiterhin von einem EBIT in Höhe von 15,9 Mio. Euro aus. Das Ergebnis nach Steuern sehen wir auf einem Niveau von 7,5 Mio. Euro, was einen Gewinn je Aktie von 1,01 Euro bedeuten würde.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	45,50 €	29,50 €
Aktueller Kurs:	34,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	27,8%	
Marktkapitalis.:	250,9 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz</b>	431	401	401	408
<i>bisher</i>	---	---	381	380
<b>EBIT</b>	28,7	26,4	15,9	25,6
<i>bisher</i>	---	---	---	26,2
<b>Jahresüb.</b>	7,1	17,6	7,5	13,3
<i>bisher</i>	---	---	---	13,6
<b>Erg./Aktie</b>	1,29	2,39	1,01	1,80
<i>bisher</i>	---	---	---	1,84
<b>Dividende</b>	1,20	1,20	0,80	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	26,3	14,2	33,6	18,9
<b>Div.rendite</b>	3,5%	3,5%	2,4%	3,8%

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

### **Wandel zur Digitalfotografie schreitet weiter rasant voran**

CeWe Color sieht in 2008 die Talsohle des Gesamtfotomarktes erreicht. Bereits im ersten Halbjahr 2007 lagen die Stückzahlen von Digital- und klassischen Fotos mit knapp 628 und 605 Mio. Stück nahezu gleichauf. Wir gehen davon aus, dass die Oldenburger durch verstärkte Marketing-Aktivitäten den zwangsläufigen Prozess um bis zu ein Jahr beschleunigen werden.

Daher gehen wir für 2008 von einer auf 408 (bisher: 380) Mio. Euro angehobenen Umsatzschätzung aus, reduzieren aufgrund der Berücksichtigung zusätzlicher Marketingaufwendungen im Aufwand unsere bisherige Prognose für das EBIT jedoch von 26,2 leicht auf 25,6 Mio. Euro und für den Jahresüberschuss auf 13,3 (13,6) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,80 (1,84) Euro nach sich ziehen würde.

Die von CeWe kommunizierte Einschätzung, dass der Fotomarkt als Gesamtes ab 2009 wieder wachsen wird, erscheint uns insgesamt als realistisch. Sehr gespannt sind wir vor diesem Hintergrund auf das Weihnachtsgeschäft mit dem Fotobuch und ähnlichen neuen Produkten, da dies ein Signal für die von einigen Finanzinvestoren CeWe in Frage gestellte Anpassungsfähigkeit des Unternehmens an die neuen Gegebenheiten des Marktes sein dürfte.

### **Bewertung**

Auf Basis unserer DCF-Modells (Zinssatz 6,83%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangs-Cashflow 28,5 Mio. €, Beta 1,0) kommen wir zu einem fairen Wert von 37,34 Euro und passen unser Kursziel daher auf 37,50 Euro an. Die Hauptursache liegt in einer gegenüber unserer letzten Berechnung angestiegenen Nettoverschuldung.

Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 3,8 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 2,4 Prozent wegen des Übergangscharakters des laufenden Geschäftsjahres nicht aussagekräftig, zumal wir eine konstante Dividende nicht ausschließen würden.

### **Fazit**

Nach einer turbulenten Hauptversammlung, die den Kurs des Managements bestätigte, kann sich CeWe Color wieder auf das operative Geschäft konzentrieren. Bei der Bewältigung des dort vorherrschenden Wandels ist nach unserem Eindruck langsam das berühmte „Licht am Ende des Tunnels“ zu erkennen. Das zweite Quartal sehen wir als noch nicht so aussagekräftig an, sind jedoch zuversichtlich, dass CeWe im zweiten Halbjahr seinen positiven Trend fortsetzen und das schwierige Übergangsjahr 2007 mit einem zufriedenstellenden Ergebnis abschließen wird.

CeWe Color ist auf Basis des von uns geschätzten Gewinns je Aktie für 2008 mit einem KGV von knapp 19 unseres Erachtens derzeit adäquat bewertet. Aufgrund der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik bestätigen wir dennoch unsere Halteempfehlung für die Aktie. Wir halten den Umbauprozess aber für soweit fortgeschritten, dass „Dividendenjäger“ mit dem Aufbau erster strategischer Positionen beginnen können. Für den generellen Einstieg in die Aktie ist es unseres Erachtens aus den in dieser Research-Note dargelegten Gründen noch zu früh. Insgesamt sehen wir das Oldenburger Unternehmen jedoch auf dem richtigen Weg.

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,1%
MarCap Investors (ehemals M2 Capital Management), New York	10,3%
Nord/LB, Hannover	7,8%
K Capital Partners, Boston	7,6%
Wyser-Pratte Management Co., New York	5,0%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	..4,0%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	3,2%
Credit Suisse Group	3,0%
Streubesitz	32,0%

## **Termine**

12.11.2007                      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](http://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](mailto: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
04.06.2007	37,60 €	Halten	39,00 €
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 30.06.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	71,1%	88,2%
Halten	17,8%	11,8%
Verkaufen	11,1%	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](http://www.gsc-ag.de)), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.