

Akt. Kurs (19.11.07, 13:01, Xetra): 26,50 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **31,00 (37,50) EUR**

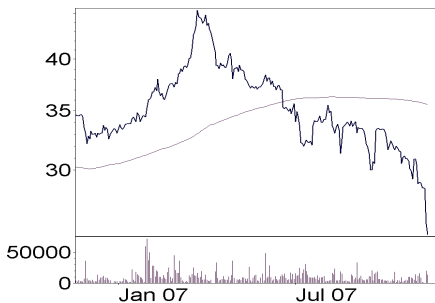
Branche: Konsumgüter (Foto)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	45,50 €	25,01 €
Aktueller Kurs:	26,50 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	27,8%	
Marktkapitalis.:	195,6 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz	431	401	404	408
<i>bisher</i>	---	---	401	---
EBIT	28,7	26,4	13,2	18,2
<i>bisher</i>	---	---	15,9	25,6
Jahresüb.	7,1	17,6	5,0	10,7
<i>bisher</i>	---	---	7,5	13,3
Erg./Akte	1,29	2,39	0,67	1,45
<i>bisher</i>	---	---	1,01	1,80
Dividende	1,20	1,20	0,80	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	1,30
KGV	20,5	11,1	39,4	18,2
Div.rendite	4,5%	4,5%	3,0%	4,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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

Drittes Quartal operativ „in line“, Ergebnis durch Sondereffekt belastet

Auch im wegen der Urlaubszeit stets wichtigsten dritten Quartal konnte CeWe Color an die positive operative Entwicklung des ersten Halbjahres anknüpfen. Der Umsatzanstieg von 0,5 Prozent auf 125,4 (124,7) Mio. Euro wurde durch die Überkompensation der abbröckelnden Umsätze aus Fotos von Filmen durch stark steigende Digital- und höhere Einzelhandelsumsätze erreicht. Das EBIT stieg mit 7,9 Prozent auf 22,3 (20,7) Mio. Euro ebenso stark wie das Vorsteuerergebnis, das bei 21,9 (20,3) Mio. Euro lag.

Nach neun Monaten stellt sich das Vorsteuerergebnis vor Sonderaufwendungen auf 22,4 Mio. Euro, ein Minus von 11 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Aufgrund der planmäßigen Restrukturierungskosten von 6,4 (3,2) Mio. Euro und Sonderaufwendungen in Höhe von 2,75 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Hauptversammlung und nachfolgenden Anfechtungsklagen sank das Vorsteuerergebnis jedoch auf 13,2 (21,9) Mio. Euro.

Damit liegt CeWe Color operativ auf gutem Kurs, das gesteckte Ziel eines operativen Ergebnis (vor Steuern, Restrukturierung und Sonderaufwand HV) von 24,5 Mio. Euro in vollem Umfang zu erreichen. Der Vorstand hat seine Prognose entsprechend anlässlich des Halbjahresberichtes bekräftigt und das Ziel für den Umsatz sogar leicht von 401 auf 404 Mio. Euro erhöht. Durch die Sonderbelastungen im Zusammenhang mit der HV wurde die Prognose für das EBIT dagegen von 15,3 auf 13,0 Mio. Euro reduziert; beim Nettoergebnis rechnet CeWe Color nun mit 5,0 (bisher 7,0) Mio. Euro, beim Cash Flow mit 40,0 (41,2) und beim Free Cash Flow mit 4,0 (5,2) Mio. Euro.

Überarbeitung unserer Schätzungen für 2007 und Folgejahre

Unsere bereits zum Halbjahr getroffene Einschätzung, dass letztjährige Marke von 400,5 Mio. Euro die Talsohle beim Umsatz darstellen würde, sehen wir durch die Anhebung der Guidance des Unternehmens bestätigt. Wir passen unsere Prognose analog dazu ebenfalls auf 404 Mio. Euro an, trauen CeWe Color aber auch eine positive Überraschung durch ein gutes Weihnachtsgeschäft zu. Auch für die nächsten Jahre haben wir unsere Schätzungen erneut leicht angehoben, worin sich der langsam auslaufende Trend des Rückgangs bei den Papierfotos gegenüber immer mehr an Bedeutung gewinnenden Steigerungsraten bei den Digitalfotos ausdrückt.

Bei den Ergebniskennziffern haben wir in Anlehnung an die Prognose der Gesellschaft für 2007 die höheren Sonderbelastungen berücksichtigt, rechnen operativ aber weiterhin mit einem leicht über den von CeWe kommunizierten Zahlen liegenden Ergebnis. Im Einzelnen gehen wir von einem EBIT in Höhe von 13,2 (bisher: 15,9) Mio. Euro aus. Das Ergebnis nach Steuern sehen wir auf einem Niveau von 5,0 (7,5) Mio. Euro, was einen Gewinn je Aktie von 0,67 (1,01) Euro bedeuten würde. Bei der Dividende rechnen wir unverändert mit einer Ausschüttung von 0,80 Euro, da die operative Ertragskraft voll intakt ist.

Nachdem die Zahl der Digitalfotos im dritten Quartal mit 484,3 Mio. Stück erstmals die der Fotos vom Film (420,8 Mio.) deutlich übertraf, wird CeWe Color die für den Gesamtfotomarkt erst in 2008 prognostizierte Talsohle nach unserer Einschätzung dank der verstärkten Marketing-Aktivitäten bereits zum Jahreswechsel erreichen. Da wir das Umsatzplus in 2007 auf eine Sonderkonjunktur mit überdurchschnittlicher Einzelhandelsumsätze durch erfolgreiche Digitalkamera-Aktionen zurückführen, kalkulieren wir für 2008 weiterhin mit einem Umsatz von 408 Mio. Euro. Dabei haben wir unterstellt, dass CeWe der eine oder andere kleine Zukauf von mittelständischen Labors gelingt und ein geringerer Einzelhandelsumsatz damit überkompensiert werden kann.

Beim Ergebnis gehen wir für das kommende Jahr nach Gesprächen mit dem Management hingegen von einer deutlich verhalteneren Entwicklung aus. Hintergrund sind einerseits anhaltend hohe Investitionen ins Marketing, zum anderen haben wir vorsichtshalber nochmalige Restrukturierungskosten einkalkuliert. Beim EBIT gehen daher in 2008 nun von 18,2 (bisher: 25,6) Mio. Euro aus. Beim Nettoergebnis ergibt sich nun ein Wert von 10,7 (13,3) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie erreicht damit 1,45 (1,80) Euro. Bei der Dividende unterstellen wir nun zunächst „nur“ eine Rückkehr auf das bisherige Niveau von 1,20 (1,30) Euro je Aktie.

Die von CeWe kommunizierte Einschätzung, dass der Fotomarkt insgesamt ab 2009 wieder wachsen wird, erscheint uns weiterhin als realistisch. Sehr gespannt sind wir dabei, wie das Weihnachtsgeschäft mit dem Fotobuch und anderen neuen Produkten verläuft, woraus sich nicht nur ein Signal für die von einigen Finanzinvestoren in Frage gestellte Anpassungsfähigkeit von Ce-We Color an die neuen Marktgegebenheiten ergeben, sondern auch Rückschlüsse für die künftigen Wachstumspotenziale ableiten lassen könnten. Von der Tendenz dürfte das vierte Quartal dank Fotobüchern als Weihnachtsgeschenk in naher Zukunft das durch die Entwicklung der Urlaubsbilder bislang dominierende dritte Quartal als profitabelste Periode ablösen.

Bewertung

Aufgrund unserer Gespräche mit dem Management haben wir unser DCF-Modell insofern überarbeitet, als wir bislang von künftig geringeren Investitionen ausgegangen waren. In Anlehnung an die Guidance des Unternehmens, das jährliche Investitionen zwischen 30 und 40 Mio. Euro plant, gehen wir nun von konstant 36 (bisher 30) Mio. Euro an Investitionen aus, was sich negativ auf den dem DCF-Modell zugrunde liegenden freien Cash Flow auswirkt.

Unter Berücksichtigung der reduzierten Ergebnisschätzungen kommen wir auf Basis unseres DCF-Modells (Zinssatz 6,74%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangs-Cashflow 14,6 Mio. €, Beta 1,0) zu einem fairen Wert von 31,10 Euro. Wir passen unser Kursziel daher von 37,50 auf 31,00 Euro nach unten an, stufen die Aktie aufgrund des intakten kurzfristigen Abwärtstrends aber trotz des erkennbaren Kurspotenzials vorerst weiterhin nur als Halteposition ein.

Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 4,5 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 3,0 Prozent wegen des Übergangscharakters des laufenden Geschäftsjahres nicht aussagekräftig. Wir halten nach unserem Eindruck aus Gesprächen mit dem Unternehmen ferner an unserer Einschätzung fest, dass eine konstante Dividendenzahlung durchaus im Bereich des Möglichen liegt.

Fazit

Mit den vorgelegten Zahlen für das wichtige dritte Quartal bleibt CeWe Color operativ voll auf Kurs. Belastend wirken jedoch weitere Sonderbelastungen im Zusammenhang mit der HV, weshalb die Ergebnisprognosen für das Gesamtjahr etwas reduziert werden mussten. Für die nächsten Jahre erwarten wir zudem hohe Marketingaufwendungen, um das Fotobuch und gegebenenfalls neue Produkte bei Groß- und Endkunden bekannt zu machen.

Nach dem unseres Erachtens übertriebenen Kursrückgang der letzten Wochen ist CeWe Color selbst auf Basis des von uns geschätzten reduzierten Gewinns je Aktie für 2008 mit einem KGV von 18 fundamental jetzt wieder interessant. Da der kurzfristige Abwärtstrend der Aktie jedoch intakt ist, stufen wir CeWe Color trotzdem – auch angesichts der attraktiven Dividendenrendite – vorerst „nur“ weiter als Halteposition ein und raten dazu, vor neuen Engagements zunächst eine Bodenbildung im Kurs abzuwarten.

Das Problem bei der Bewertung von CeWe Color ist unserer Meinung nach derzeit, dass der Kapitalmarkt auf die aktuelle Lage des Unternehmens schaut und sich (noch) weigert, die zweifelsohne vorhandenen Zukunftsperspektiven in den Kurs einzupreisen. Auch sollte CeWe Color mittelfristig neben dem Fotobuch ein zweites zukunftsträchtiges Geschäftsfeld etablieren, um möglichen Befürchtungen hinsichtlich verstärkten Konkurrenz- und Margendrucks entgegen zu treten. Langfristig trauen wir der Firma jedoch zu, durch die Fokussierung auf den Digitalbereich künftig wieder Wachstum zu generieren.

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%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	5,9%
Wyser-Pratte Management Co., New York	5,0%
K Capital Partners, Boston	4,2%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
Eigene Aktien	3,9%
Credit Suisse Group	3,0%
Streubesitz	28,8%

Termine

15.04.2008	Bilanzpressekonferenz
28.05.2008	Hauptversammlung

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
03.09.2007	34,00 €	Halten	37,50 €
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 30.09.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	78,9%
Halten	28,3%	15,8%
Verkaufen	9,4%	5,3%

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.