

Akt. Kurs (04.04.08, 15:47, Xetra): 21,80 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **25,00 (31,00) 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.:	45,00 €	18,15 €
Aktueller Kurs:	21,80 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	25,1%	
Marktkapitalis.:	160,9 Mio. €	

Vorläufige Zahlen überraschen auf niedrigem Niveau positiv

CeWe Color veröffentlichte am 1. April die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007. Demnach legt das Oldenburger Unternehmen dank eines weiterhin florierenden Digitalgeschäftes beim Umsatz um 4,4 Prozent auf 413,5 (Vj 400,5) Mio. Euro zu. Auf der Ergebnisseite zeigte das um die Sonderkosten der Restrukturierung und der aufwändigen Hauptversammlung bereinigte operative Ergebnis mit einem nahezu unveränderten Niveau von knapp 28 Mio. Euro erste Stabilisierungstendenzen.

Das Vorsteuerergebnis, in dem diese Faktoren enthalten sind, schrumpfte folgerichtig mit fast 40 Prozent deutlich auf 12,8 (21,1) Mio. Euro. Nach Steuern war der Rückgang im Zuge eines im Gegensatz zu 2006 nicht vorhandenen positiven Steuereffektes in Höhe von 9,7 Mio. Euro noch deutlicher zu spüren, so dass der Jahresüberschuss mit 5,9 (17,9) Mio. Euro nur noch ein Drittel des Vorjahreswertes betrug.

Insgesamt überraschten uns die jetzt gemeldeten Zahlen auf niedrigem Niveau positiv. Als sehr kapitalmarktfreundliche positive Überraschung werten wir die Beibehaltung der Dividendenzahlung auf dem bisherigen Niveau von 1,20 Euro, was wir in Anbetracht der Umbruchsituation des Unternehmens nicht für selbstverständlich halten.

Für 2006 korrigierte das Unternehmen den Umsatz nachträglich aufgrund von Umbuchungen ergänzender Dienstleistungen (Fahrtdienste) in die sonstigen betrieblichen Erträge um 4 Mio. Euro nach unten. Zudem hatten wir einen steuerlichen Sondereffekt anders in der GuV berücksichtigt, so dass wir nachträglich das Ergebnis je Aktie von 2,39 auf 2,61 Euro korrigieren.

Umbruchphase neigt sich langsam dem Ende zu

Operativ setzte sich der seit geraumer Zeit zu beobachtende Trend zur Digitalfotografie bei CeWe Color fort. Hier wies das Unternehmen erneut eine Steigerungsrate von über einem Drittel auf 1,52 (1,11) Milliarden Stück auf und übertraf somit auf Jahresbasis erstmals die Zahl der Fotos vom Film, die von 1,76 auf 1,28 Milliarden Stück zurückgingen. In der Addition zeigten sich jedoch erste Stabilisierungstendenzen, die sich in einem Rückgang um nur noch 3,0 (16,0) Prozent auf 2,80 (2,87) Milliarden Stück bemerkbar machten. Wachstumstreiber im Digitalbereich ist weiterhin das Fotobuch.

So wohlwollend wir diese Entwicklung zur Kenntnis nehmen, weisen wir an dieser Stelle nochmals darauf hin, dass CeWe Color unseres Erachtens neben dem Fotobuch auf Dauer eine zweite oder sogar dritte ähnlich erfolgreiche Idee benötigt, um langfristig auf einer breiteren wirtschaftlichen Basis zu stehen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das Unternehmen die Talsohle bei der Gesamtproduktion an Fotos jetzt erreicht hat und somit das Wachstum im Digitalbereich wieder zu Teilen dem Konzernwachstum zu Gute kommt.



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	396	414	414	415
<i>bisher</i>	---	404	408	n.a.
EBIT	26,4	14,2	17,3	18,5
<i>bisher</i>	---	13,2	18,2	n.a.
Jahresüb.	19,2	5,9	10,1	10,9
<i>bisher</i>	---	5,0	10,7	n.a.
Erg./Aktie	2,61	0,80	1,37	1,48
<i>bisher</i>	---	0,67	1,45	n.a.
Dividende	1,20	1,20	1,20	1,20
<i>bisher</i>	---	0,80	---	n.a.
KGV	8,4	27,3	15,9	14,8
Div.rendite	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%

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

Schätzungen für 2008 leicht modifiziert, aber substantiell bekräftigt

Die Sonderaktionen, die den Umsatz in 2007 über das erwartete Niveau hievt, werden nach Unternehmensaussage auch in 2008 beibehalten werden, so dass wir unsere Umsatzschätzung auf 414 (bisher 408) Mio. Euro erhöhen. Da diese Aktionsumsätze aber nach unserer Einschätzung weniger auf Ertrag zielen, sondern vielmehr dazu dienen, den Strukturwandel zu beschleunigen, haben wir auch die Aufwandspositionen – vor allem für das sonstige Ergebnis – nach oben gesetzt. Entscheidend ist für CeWe Color jedoch die Rückkehr zu alter Ertragsstärke. Insofern ist die Tendenz zu höhermargigen Produkten wie dem Fotobuch wichtiger als die absolute Höhe des Umsatzes.

Aufgrund der skizzierten Entwicklung erwarten wir nunmehr ein marginal niedrigeres operatives Ergebnis (EBIT) als bisher von 17,3 (18,2) Mio. Euro, was jedoch mit einer Steigerungsrate von einem Fünftel gegenüber diesem Jahr eine deutliche Verbesserung darstellt. Nach wie vor sehen wir die Marketingaufwendungen auf hohem Niveau, so dass die wegfallenden Kosten für die aufwändige Hauptversammlung und die Restrukturierung sich nicht in vollem Umfang positiv im Ergebnis niederschlagen werden.

Im Zuge einer normalisierten Steuerquote schätzen wir den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 10,1 (10,7) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,37 (1,45) Euro nach sich ziehen würde. Unsere Schätzung für die Dividende belassen wir mit 1,20 Euro unverändert.

Änderungen im Aktionärskreis

Wie vor wenigen Tagen bekannt wurde, hat der US-Finanzinvestor MarCap seine CeWe-Aktien komplett verkauft. Der von David Marcus geführte Fonds war 2005 bei CeWe Color eingestiegen und hatte nach und nach rund zehn Prozent der Aktien erworben. Das größte Paket kaufte der US-Investor direkt von der Erbgemeinschaft des Gründers Heinz Neumüller zum Preis von 39 Euro. In der Folge hatte er versucht, hohe Sonderausschüttungen durchzusetzen und das Management von CeWe Color auszutauschen.

Wie CeWe Color am vor zwei Tagen mitteilte, hat die Sentosa Beteiligungs GmbH des Kaffeehaus-Erbes Christian Jacobs 6,9 Prozent der Anteile erworben. Zudem stockte die Investmentfirma Lincoln Vale European Partners ihren Anteil von 5,9 auf 8,9 Prozent auf. Wir sehen die Veränderungen positiv, da diese darauf hoffen lassen, dass das Tauziehen um die Macht sowie die damit verbundene öffentliche Schlammschlacht nun zu Ende sind, so dass sich der Vorstand von CeWe Color künftig wieder voll auf das operative Geschäft konzentrieren kann.

Bewertung

Um die Bewertung der CeWe Color-Aktie auf eine breitere Basis zu stellen und die Einflüsse der allgemeinen Börsentendenzen besser abzubilden, haben wir uns entschieden, erstmals eine Peer Group in unserem Bewertungsmodell zu berücksichtigen. Da unseres Erachtens ein direkter Mitbewerber in Deutschland fehlt, haben wir unsere Bewertung auf das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) gestellt. Das KGV von 14,0 der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2008 geschätzten Ergebnis von 1,37 Euro je Aktie ein Zwischenergebnis von 19,17 Euro als fairen Wert.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Zinssatz 6,66%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangs-Cashflow 12 Mio. €, Beta 1,0) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 30,77 (bisher 31,10) Euro. Damit bilden wir die Fähigkeit von CeWe Color ab, auch in der schwierigen Umbauphase ausreichende Cash Flows zu generieren. Den Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen von 24,97 Euro runden wir auf unser neues Kursziel von 25 (bisher 31) Euro. Die Senkung des Kursziels resultiert dabei ausschließlich aus dem im Peer-Group-KGV abgebildeten Börsenumfeld.

Wir stufen CeWe Color aufgrund des intakten kurzfristigen Abwärtstrends trotz des erkennbaren Kurspotenzials vorläufig noch nur als Halteposition ein. Bei einer erwarteten Dividendenrendite von 5,5 Prozent sehen wir nunmehr aber gute Chancen auf eine Bodenbildung und werden die Aktie hochstufen, sofern sich diese Einschätzung im Laufe der nächsten Wochen bestätigt.

Fazit

Die jetzt vorgelegten Zahlen haben uns auf niedrigem Niveau positiv überrascht. Insbesondere die konstant gehaltene Dividende unterstreicht das klare Bekenntnis des Oldenburger Unternehmens zum Kapitalmarkt. Unsere Schätzungen haben wir zwar auf Umsatzebene leicht erhöht, in Anbetracht der von uns weiterhin erwarteten hohen Marketingaufwendungen auf Ertragsebene jedoch geringfügig reduziert. Insgesamt rechnen wir in 2008 mit einem stabilen Umsatz und einem normalisierten Ertrag, der jedoch noch nicht an die hohen Werte der Vergangenheit anknüpfen dürfte.

Neben der allgemeinen Börsenentwicklung lasten natürlich nach wie vor auch die hauseigenen Herausforderungen auf dem Aktienkurs von CeWe Color. Hier berücksichtigten viele Kapitalmarktteilnehmer nur die negativen Faktoren – wobei immerhin der Negativ-Faktor „Unruhe im Aktionärskreis“ nach dem gemeldeten Ausstieg von MarCap nun wohl ad acta gelegt werden kann – und weigern sich derzeit, einen Blick auf die Zeit nach dem Abschluss der Umstrukturierung zu werfen.

Dieser Blick ist in der Tat schwierig und noch mit vielen Unsicherheiten behaftet. Auch wir gehen davon aus, dass es auf Dauer mehr braucht als das „Paradeprodukt“ Fotobuch, um wieder an die Wachstumsstory der Zeit nach dem Börsengang anzuknüpfen. Nichtsdestotrotz denken wir, dass das Schlimmste bei CeWe Color sowohl auf betriebswirtschaftlicher als auch kapitalmarkttechnischer Ebene vorbei sein dürfte, was sich bei einem Aufklaren des Börsenhimmels auch im Aktienkurs positiv bemerkbar machen sollte.

Wegen des intakten Abwärtstrends stufen wir die Aktie trotz des selbst bei ermäßigtem Kursziels vorhandenen Kurspotenzials im Augenblick noch nur als Halteposition ein, bis eine klare Bodenbildung erkennbar ist. Dividendenorientierte Anleger sollten jedoch in jedem Falle investiert bleiben, da die Gesellschaft nach unserem Eindruck auch in Zukunft eine aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik verfolgen wird.

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,1%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	8,9%
Nord/LB, Hannover	7,8%
Sentosa Beteiligungs GmbH	6,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	6,3%
Eigene Aktien	4,1%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
Streubesitz	35,1%

Termine

15.04.2008	Bilanzpressekonferenz
20.05.2008	Bericht über das 1. Quartal
28.05.2008	Hauptversammlung
19.08.2008	Bericht über das erste Halbjahr 2008
18.11.2008	Bericht über das 1. bis 3.Quartal

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

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
19.11.2007	26,50 €	Halten	31,00 €
03.09.2007	34,00 €	Halten	37,50 €
04.06.2007	37,60 €	Halten	39,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	64,0%
Halten	29,5%	28,0%
Verkaufen	8,2%	8,0%

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. Nach Kenntnis von GSC Research halten 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), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH 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 von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.