

Akt. Kurs (28.05.08, 11:28, Xetra): 23,88 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **26,50 (25,00) 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

Gewohnt verhaltener Jahresauftakt bei CeWe Color

CeWe Color meldete am 20. Mai seine Zahlen für das erste Quartal 2008. Diese bestätigten die seit geraumer Zeit zu verzeichnenden Trends. Während die Zahl der Digitalfotos (inkl. Fotobuch- und Geschenkartikel-Prints) erneut um über ein Fünftel auf 344,8 (Vj. 280,7) Mio. Stück anwuchs, schrumpfte die Zahl der Analogfotos um fast ein Drittel auf 185,4 (271,3) Mio. Stück. Insgesamt ging die Zahl der Fotos um 4 Prozent auf 530,2 (552,0) Mio. Stück zurück. Wir denken, dass wir hier bald das Ende des Transformationsprozesses sehen und die Gesamtzahl der entwickelten Fotos dann wieder anwächst.

Der Umsatz legte mit einer Zuwachsrate von knapp 5 Prozent auf 82,5 (78,6) Mio. Euro überraschend deutlich zu. Dieser Zuwachs resultiert jedoch zu großen Teilen daraus, dass die Umsätze aus den in 2007 übernommenen Akquisitionen FotoStar in Tschechien und FotoClassic in Polen im vergleichbaren Vorjahresquartal im Januar fehlen, da diese Operationen erst ab Februar konsolidiert wurden.

Das operative Ergebnis vor Steuern und Restrukturierung verbesserte sich um ein Fünftel auf minus 4,5 (-5,6) Mio. Euro. Diese Kennzahl fällt im ersten Quartal traditionell negativ aus. Die Restrukturierungsaufwendungen legten im Zuge der Schließung einiger Labors nochmals um über die Hälfte auf 9,8 (6,2) Mio. Euro zu. Das EBIT, in dem diese Kosten mit berücksichtigt sind, fiel mit minus 14,1 (-11,2) Mio. Euro demzufolge deutlich schlechter als im Startquartal des Jahres 2007 aus. Das Ergebnis nach Steuern profitierte hingegen von einem einmaligen steuerlichen Sondereffekt und verbesserte sich leicht auf minus 12,8 (-13,0) Mio. Euro.

Insgesamt bewegten sich die gemeldeten Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen. Diese fielen nicht überragend aus, zeigten aber erneut, dass CeWe Color die finanzielle Kraft besitzt, den notwendigen Strukturwandel stemmen zu können.

Auszeichnung für Fotobuch unterstreicht Technologieführerschaft

Die gute technische Positionierung von CeWe Color wurde durch eine jüngst verliehene Auszeichnung nochmals unterstrichen. Das CeWe-Fotobuch gewann Ende April den TIPA-Award (Technical Imaging Press Association). Die Jury überzeugten laut Unternehmensangaben vor allem die Benutzerfreundlichkeit und die zahlreichen Gestaltungsmöglichkeiten, die keiner langen Einarbeitung bedürfen.

CeWe plant in diesem Jahr europaweit deutlich über 3 Mio. Fotobücher zu produzieren. Ausgebaut werden sollen in naher Zukunft insbesondere die Großformate sowie Fotobuch-Anwendungen für professionelle Kunden z.B. im Rahmen von Produktkatalogen oder Imagebroschüren.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	45,00 €	18,15 €
Aktueller Kurs:	23,88 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	25,1%	
Marktkapitalis.:	176,2 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	396	414	427	432
<i>bisher</i>	---	---	414	415
EBIT	26,4	14,3	18,3	19,3
<i>bisher</i>	---	---	17,3	18,5
Jahresüb.	19,2	5,9	9,4	11,7
<i>bisher</i>	---	---	10,1	10,9
Erg./Aktie	2,61	0,83	1,32	1,64
<i>bisher</i>	---	---	1,37	1,48
Dividende	1,20	1,20	1,20	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	9,1	28,9	18,1	14,6
Div.rendite	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

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 überarbeitet

Bei der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes am 15. April gab CeWe auch erstmals eine Prognose für das Geschäftsjahr 2008 bekannt, die das Oldenburger Unternehmen jetzt bei der Vorlage der Quartalszahlen bestätigte. Demnach sieht die Unternehmensplanung ein Umsatzwachstum von 3 Prozent auf 426 Mio. Euro vor.

Das operative Ergebnis vor Steuern und Restrukturierungskosten soll nach der Planung von CeWe 31 Mio. Euro (+12%) erreichen. Das Vorsteuerergebnis ist mit 17 (+33%), das Nachsteuerergebnis mit 9 Mio. Euro (+53%) projiziert. An Restrukturierungskosten erwartet das Unternehmen Aufwendungen in Höhe von 14 Mio. Euro. Diese Größe ist jedoch in unseren Schätzungen in den diversen ordentlichen Aufwandspositionen enthalten und wird von uns nicht separat ausgewiesen.

Vor diesem Hintergrund trauen wir CeWe ein leichte Überschreitung unserer Schätzungen zu und erhöhen in Anlehnung an die Prognose des Unternehmens unsere Umsatzschätzung auf 427 (bisher 414) Mio. Euro. Dieser Umsatzzuwachs fußt zum einen auf der Konsolidierungsthematik in Osteuropa, zum anderen auf dort getätigten marketinggetriebenen Umsätzen, denen Kosten in fast gleicher Höhe gegenüberstehen.

Auf Ergebnisebene sehen wir das EBIT mit 18,3 (bisher 17,3) Mio. Euro leicht über dem bisherigen Ansatz. Im Zuge von Sondereffekten beim Finanzergebnis und beim Steueraufwand reduzieren wir unsere Prognose für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter dagegen auf 9,4 (10,1) Mio. Euro, was ein leichtes Überschreiten der Unternehmens-Guidance bedeuten würde. Das Ergebnis je Aktie würde sich im Zuge dieser Entwicklung bei 1,32 (1,37) Euro einpendeln.

Für 2009 haben wir unsere Umsatzschätzung analog zum laufenden Jahr ebenfalls angehoben auf 432 (bisher 415) Mio. Euro. Zugleich erwarten wir im Zuge etwas nachlassender Restrukturierungsaufwendungen eine Ertragsstärkung und heben unsere EPS-Schätzung auf 1,64 (1,48) Euro an.

Bewertung

Da es keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber in Deutschland gibt, haben wir unsere Bewertung auf das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) gestellt. Das KGV von 14,9 (bisher 14,0) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2008 geschätzten Ergebnis von 1,31 Euro je Aktie ein Zwischenergebnis von 19,70 (19,17) Euro als fairen Wert.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir ein DCF-Modell (Zinssatz 6,83%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Ausgangs-Cashflow 10,8 Mio. €, Beta 1,0) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 33,48 (bisher 30,77) Euro. Damit bilden wir die Fähigkeit von CeWe Color ab, auch in der schwierigen Umbauphase ausreichende Cash Flows zu generieren. Der Anstieg dieses Wertes resultiert aus der gesunkenen Nettoverschuldung.

Den Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen von 26,59 (24,97) Euro runden wir auf unser neues Kursziel von 26,50 (bisher 25,00) Euro. Diese Anhebung dokumentiert das schneller als erwartete Erreichen der Talsohle bei der Entwicklung der Fotos und den damit einher gehenden überwundenen Höhepunkt bei den Restrukturierungsaufwendungen.

Wir stufen CeWe Color vor dem Hintergrund der noch nicht abgeschlossenen Restrukturierung weiterhin als Halteposition ein. Angesichts der Dividendenrendite von 5 Prozent und dem klar gebrochenen Abwärtstrend sehen wir die Aktie jedoch in der Endphase der Bodenbildung.

Fazit

Im Gegensatz zu zahlreichen negativen Pressekommentaren stufen wir die Quartalszahlen als erwartungsgemäß ein. Diese zeigten CeWe im Licht eines sich dem Ende zuneigenden Übergangs hin zur Digitalfotografie. Vor dem Hintergrund des fortgeschrittenen Strukturwandels und der bestätigten Prognose für das laufende Geschäftsjahr haben wir uns Schätzungen leicht überarbeitet, aber in unserer Grundtendenz nicht verändert.

Insgesamt sollte die CeWe Color Aktie ihren Boden gefunden haben. Vor dem Hintergrund weiterhin hoher Restrukturierungs-, Marketing und Forschungsausgaben ist die Aktie mit einem KGV von 18,1 für 2008 und 14,6 für 2009 annähernd adäquat bewertet. Wir stufen die Aktie mit einem leicht auf 26,50 Euro angehobenen Kursziel daher weiterhin als Halteposition ein.

Für Dividendenjäger sehen wir vor dem Hintergrund der stets verlässlich gezahlten Ausschüttung an schwachen Tagen jedoch bereits Kaufgelegenheiten. Solche könnten sich möglicherweise bereits durch den nach der heutigen Hauptversammlung stattfindenden Dividendenabschlag und darauf folgende Gewinnmitnahmen ergeben.

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%
Credit Suisse Group, Schweiz	3,0%
Streubesitz	32,1%

Termine

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
04.04.2008	21,80 €	Halten	25,00 €
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.