

Akt. Kurs (29.08.08, 13:40, Xetra): 22,21 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **26,50 (26,50) 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
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	33,80 €	18,15 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	22,21 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.380.000	
<b>Streubesitz:</b>	25,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	163,9 Mio. €	

## Zweites Quartal voll im Plan

CeWe Color verzeichnete im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres einen Umsatzrückgang um 1,7 Prozent auf 99,1 (Vj. 100,8) Mio. Euro. Hinter dieser wenig spektakulär anmutenden Veränderungsrate verbergen sich nach wie vor drastische strukturelle Veränderungen im Produktmix des Oldenburger Unternehmens.



Quelle: Market-Maker

So erhöhte sich die Anzahl der produzierten Digitalfotos (inklusive Fotobuch-Prints) um über 12 Prozent auf 363,4 (324,1) Mio. Stück. Im gleichen Zuge schrumpfte die Anzahl der Analogfotos erneut deutlich um über ein Drittel auf 228,0 (356,6) Mio. Stück. Damit verbunden sank auch die Gesamtzahl der Fotos um 13 Prozent auf 591,4 (680,7). Die vergleichsweise stabile Umsatzentwicklung resultiert demnach aus dem Bedeutungsgewinn der margenstärkeren Produktlinien wie z.B. den Geschenkartikeln und vor allem dem Vorzeigeprodukt CeWe-Fotobuch.

Auch die Ergebniskennziffern waren von den skizzierten Entwicklungen betroffen. Obwohl CeWe einen großen Anteil an Restrukturierungsaufwendungen bereits im ersten Quartal gestemmt hat, gab es einige Nachwirkungen, so dass sich das operative Ergebnis (EBIT) um 15,1 Prozent auf 2,6 (3,0) Mio. Euro zurückbildete.

Die Entwicklung des Jahresüberschusses nach Steuern und Anteilen Dritter ist aufgrund von Sondereffekten nicht mit dem Vorjahr vergleichbar. Im zweiten Quartal 2008 ging diese Größe um zwei Drittel auf 1,4 (4,0) Mio. Euro zurück. Insgesamt bewegten sich die Q2-Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen und bargen keine negative Überraschung in sich.

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	396	414	427	432
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	26,4	14,3	18,3	19,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	19,2	5,9	9,4	11,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	2,61	0,83	1,32	1,64
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	1,20	1,20	1,20	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	8,5	26,9	16,9	13,6
<b>Div.rendite</b>	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Auch Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen

Auf Halbjahresebene glätteten sich die Veränderungsdaten, da CeWe im ersten Quartal vom Nachklang des Weihnachtsgeschäftes profitierte. Der Umsatz stieg somit leicht um 1,2 Prozent auf 181,5 (Vj. 179,4) Mio. Euro. Auf Stückbasis gerechnet konnten die Rückgänge bei den Analogfotos (noch) nicht von den Digitalfotos kompensiert werden. Wir rechnen mit diesem Effekt erstmals im vierten Quartal 2009. Somit ging die Gesamtfotozahl im ersten Halbjahr auf 1,12 (1,23) Milliarden Stück zurück. Die Anzahl der Digitalfotos stieg um 17,1 Prozent auf 708,2 (604,8) Mio. Stück, während die Zahl der entwickelten Analogfotos um gut ein Drittel auf 413,4 (627,9) Mio. Stück schrumpfte.

Auf der Ergebnisseite machten sich auf Halbjahresbasis mit 10,9 (Vj. 6,1) Mio. Euro vor allem die hohen Restrukturierungsaufwendungen des ersten Quartals negativ bemerkbar. Hier sieht CeWe mit knapp 80 Prozent jedoch den Löwenanteil jetzt abgearbeitet und sieht diesen außerordentlichen Aufwandsposten auf Gesamtjahressicht bei 14,0 Euro, was gemessen am ersten Halbjahr einen relativen Rückgang im Verhältnis zum Umsatz bedeuten würde.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Das traditionell negative operative Ergebnis (EBIT) erhöhte sich folgerichtig um 41 Prozent auf minus 11,5 (-8,2) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter belief sich auf minus 11,4 (-9,0) Mio. Euro. Diese Entwicklung steht keineswegs im Widerspruch zu der von CeWe im Zusammenhang mit der Vorlage des Halbjahresberichtes bestätigten Prognose. Diese sieht weiterhin einen Umsatz von 426 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 17 Mio. Euro sowie ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 9 Mio. Euro vor.

### **Trend zur Digitalfotografie zieht Umsatzverschiebung nach sich**

Einen zukünftig immer wichtiger werdenden Effekt wollen wir im Vorgriff auf die Mitte November anstehende Veröffentlichung der Q3 bzw. Neunmonatszahlen an dieser Stelle nochmals skizzieren. Während lange Zeit das dritte Quartal wegen der in dieser Periode anstehenden Entwicklung der Fotos aus dem Sommerurlaub mit Abstand den wichtigste Zeitraum für CeWe Color repräsentierte, wird sich der Umsatzschwerpunkt künftig zunehmend auf das vierte Quartal verschieben.

Der Grund liegt vor allem in der Bedeutung der neuen Mehrwertprodukte Fotobuch und Geschenkartikel als Weihnachtsgeschenk. Diese Tendenz wird zudem durch die abnehmende Bedeutung eines langes Sommerurlaubs zu Gunsten kürzerer, aber häufigerer Städte- und Kulturreisen verstärkt. So generierte beispielsweise das seinerzeit von den Finanzinvestoren als Vorbild für CeWe Color dargestellte US-Unternehmen Shutterfly im vierten Quartal 2007 knapp über die Hälfte seines Umsatzes, wovon über zwei Drittel auf Fotobücher und Geschenke entfielen.

Langfristig gehen wir davon aus, dass neben dem CeWe-Fotobuch weitere Produktinnovationen marktfähig gemacht werden müssen, um das Produktportfolio des Unternehmens auf eine breitere Basis zu stellen.

### **Schätzungen für 2008 unverändert**

Wir sehen nach den „in line“ liegenden Halbjahreszahlen und aufgrund des von uns im Zuge der geschilderten Entwicklung erwarteten starken vierten Quartals keine Veranlassung, unsere Schätzungen zu ändern. Wir rechnen daher weiterhin mit einem leichten Überschreiten der Unternehmensprognose und kalkulieren mit einem Umsatz von unverändert 427 Mio. Euro.

Auf Ergebnisebene sehen wir das EBIT bei 18,3 Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf 9,4 Mio. Euro belaufen, was nach wie vor ein leichtes Überschreiten der Unternehmens-Guidance bedeuten würde. Das Ergebnis je Aktie würde sich im Zuge dieser Entwicklung bei 1,32 Euro einpendeln.

Der große Abstand zwischen Vor- und Nachsteuerergebnis resultiert aus einer im Zuge zahlreicher steuerlicher Sondereffekte zwar gegenüber dem Vorjahr (Steuerquote 54%) zurückgehenden, aber mit 45 Prozent immer noch neun Prozentpunkte über unseren langfristigen Annahmen liegende Steuerquote.

Für 2009 rechnen wir unverändert mit einem Umsatz von 432 Mio. Euro. Zugleich erwarten wir im Zuge nachlassender Restrukturierungsaufwendungen und der normalisierten Steuerquote eine Ertragsstärkung. Entsprechend bestätigen wir unsere Schätzung für den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter in Höhe von 11,7 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,64 Mio. Euro bedeuten würde.

### **Bewertung**

Da es keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber in Deutschland gibt, legen wir unserer Bewertung weiterhin das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zu Grunde. Das KGV von 13,5 (bisher 14,9) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2008 geschätzten Ergebnis von 1,32 Euro je Aktie ein Zwischenergebnis von 17,78 (19,70) Euro als fairen Wert. Dieser niedrigere Wert resultiert aus dem im Schlepptau der allgemeinen Börsenentwicklung niedrigeren Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Zinssatz 6,80%, ewiges Wachstum 0%, Ausgangs-Cashflow 10,8 Mio. €, Beta 1,0) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 34,83 (bisher 33,48) 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 dem gegenüber unserer letzten Analyse leicht gesunkenen Zinsniveau.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen ergibt sich ein Wert von 26,30 (26,59) Euro, so dass wir unser Kursziel mit 26,50 Euro beibehalten. Da die Aktie ihre Bodenbildung inzwischen abgeschlossen zu haben scheint, stufen wir CeWe Color damit von Halten auf Kaufen herauf.

### **Fazit**

Der Halbjahresbericht von CeWe bestätigte sowohl inhaltlich als auch auf der Zahlenebene unsere Erwartungen. Wichtig war aus unserer Sicht vor allem die Feststellung, dass die Restrukturierung weiterhin im Plan ist und somit die Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt wurde.

Bei der Einschätzung der CeWe-Aktie fällt die enorme Divergenz der beiden Zwischenergebnisse der Bewertungsmodelle auf. Diese Tatsache ist unseres Erachtens jedoch systemimmanent. Während die Peer-Group-Betrachtung das aktuell von der laufenden Restrukturierung beeinflusste Bewertungsniveau widerspiegelt, fließt in das DCF-Modell durch die Ewigkeitskomponente eine gelungene und mit einer Rückkehr zu nachhaltiger Ertragsstärke verbundene Restrukturierung ein. Bei isolierter Betrachtung wäre die Aktie auf Basis der Peer Group über-, gemäß dem DCF-Modell jedoch eklatant unterbewertet.

Insofern stellt unser leicht über dem aktuellen Kursniveau liegendes Kursziel die berühmte „goldene Mitte“ der beiden Ansätze da. Nachdem die Aktie ihren Boden offenbar gefunden hat und eine stets verlässlich gezahlte Dividendenrendite von satten 5,4 Prozent aufweist, stufen wir CeWe Color aufgrund des auf dem ermäßigten Niveau jetzt wieder erkennbaren Kurspotenzials von Halten auf Kaufen herauf und bestätigen unser Kursziel von 26,50 Euro.

**Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
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	34,8%

**Termine**

18.11.2008	Bericht über das I. - III. Quartal
07.04.2009	Bilanzpressekonferenz
20.05.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. Quartal 2009
28.05.2009	17. ordentliche Hauptversammlung
25.08.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. - II. Quartal 2009
24.11.2009	Veröffentlichung des Berichtes über das I. - III. Quartal 2009

**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

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
28.05.2008	23,88 €	Halten	26,50 €
04.04.2008	21,80 €	Halten	25,00 €
19.11.2007	26,50 €	Halten	31,00 €
03.09.2007	34,00 €	Halten	37,50 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,2%	65,4%
Halten	25,8%	26,9%
Verkaufen	9,1%	7,7%

## 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](http://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.