

Akt. Kurs (28.11.08, 16:13, Xetra): 14,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **19,00 (26,50) EUR**

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

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

Drittes Quartal im Zeichen von Photokina und Umsatzverlagerungen

Das dritte Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2008 war bei CeWe Color von zwei Faktoren gekennzeichnet. Wie vom Unternehmen und auch von uns erwartet setzte sich die Umsatzverlagerung vom ehemals wegen der Entwicklung der Sommerurlaubsfotos wichtigsten dritten Quartal in Richtung Weihnachtsgeschäft weiter fort.

Die Tendenz hinsichtlich der dominierenden Periode geht hier klar in Richtung des vierten Quartals, da Fotobücher zunehmend als Geschenk verwendet werden. Wir sehen den Umsatzanteil des Schlussquartals langfristig in einer Bandbreite von 30 bis 35 Prozent, was auch der Blick auf die internetgetriebene US-Firma Shutterfly (über 50% des Jahresumsatzes in Q4) unterstreicht.

Zudem fielen im dritten Quartal circa 1 Mio. Euro an Marketingkosten an, die im Vorjahresquartal nicht angefallen waren. Hier schlugen der umfangreiche Auftritt auf der „Photokina“ als Weltleitmesse der Fotografie sowie eine große Marketingaktion in Zusammenarbeit mit der Zeitung „Bild am Sonntag“ zu Buche. Insgesamt wertete CeWe den Messeauftritt als erfolgreich, so dass das Oldenburger Unternehmen davon ausgeht, dass sich die getätigten Ausgaben mittelfristig in höheren Umsätzen bezahlt machen.

Zahlen des dritten Quartals leicht unter unseren Erwartungen

Als Folge der skizzierten Entwicklung ging der Umsatz im dritten Quartal um 4,7 Prozent auf 117,7 (Vj. 123,6) Mio. Euro zurück. Auf der Kostenseite verzeichnete CeWe Color bei den beiden größten Kostenblöcken in der GuV trotz des Umsatzrückgangs einen weiteren Anstieg.

So wuchs der Materialaufwand bedingt durch den relativen Bedeutungszuwachs der Einzelhandelsaktivitäten um 1,8 Prozent auf 43,8 (43,0) Mio. Euro. Die Sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen aufgrund der angesprochenen zusätzlichen Marketingaufwendungen mit 31,4 (29,4) Mio. Euro um 6,8 Prozent höher als im Vorjahr aus. Der drittgrößte Aufwandsposten Personal schrumpfte hingegen als Folge von Betriebsschließungen um knapp 6 Prozent auf 24,1 (25,7) Mio. Euro.

Die trotz des gestiegenen Umsatzes erhöhte Kostenbasis führte demnach zu einem um fast ein Drittel niedrigeren operativen Ergebnis (EBIT) in Höhe von 15,0 (21,9) Mio. Euro. Der Rückgang beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter fiel mit einem Fünftel auf 11,9 (14,8) Mio. Euro jedoch nicht ganz so deutlich wie auf operativer Ebene aus. Der Grund lag in einer auf 21 (32) Prozent außergewöhnlich niedrigen Steuerquote.

Positiv werten wir die starken Zahlen aus dem Digitalbereich, die den Strukturwandel unterstreichen. So stieg in Q3 die Anzahl der online bestellten Ausdrucke von Digitalbildern um ein Drittel auf 258,8 (193,9) Mio. Stück sowie die

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	27,53 €	10,35 €
Aktueller Kurs:	14,80 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.000	
Streubesitz:	33,5%	
Marktkapitalis.:	109,2 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	396	414	419	424
<i>bisher</i>	---	---	427	432
EBIT	26,4	14,3	13,0	15,7
<i>bisher</i>	---	---	18,3	19,3
Jahresüb.	19,2	5,9	6,3	9,0
<i>bisher</i>	---	---	9,4	11,7
Erg./Aktie	2,61	0,83	0,88	1,26
<i>bisher</i>	---	---	1,32	1,64
Dividende	1,20	1,20	1,20	1,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	5,7	17,9	16,8	11,8
Div.rendite	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%

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

Anzahl der Fotobücher um über die Hälfte auf 747.000 (443.000) Exemplare. Hier richtet sich die große Zuversicht von CeWe Color auf das diesjährige Weihnachtsgeschäft.

Insgesamt bewegten sich die Zahlen für das dritte Quartal jedoch leicht unter unseren Erwartungen, wenngleich wir die zusätzlichen Marketingkosten und die Umsatzverschiebung in das vierte Quartal durchaus mit ins Kalkül ziehen. Die Einordnung der Zahlen wird insgesamt somit durch die Überlappung von Struktureffekten und der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung erschwert.

Diese Herausforderung wird unseres Erachtens bis zum Abschluss des Umstrukturierungsprozesses fortbestehen. Erst danach können „normale“ Quartalszahlen wieder den Gegenstand unserer Analysen bilden. Dieser Normalität könnte unseres Erachtens Ende 2009 bzw. Anfang 2010 erreicht werden, wenn der Rückgang der Analogfotos mehr oder weniger zum Stillstand gekommen sein dürfte.

Neunmonatszahlen spiegeln schwieriges Übergangsjahr wieder

Die Neunmonatszahlen profitierten unseres Erachtens noch von dem sich im ersten Quartal widerspiegelnden Nachhall-Effekten des letztjährigen Weihnachtsgeschäftes. So sank der Umsatz „nur“ um 1,2 Prozent auf 299,3 (Vj. 303,0) Mio. Euro.

Die Kosten stiegen im Vorgriff auf das wichtige vierte Quartal trotz des leicht gefallenen Umsatzes. Der wichtigste Ausgabenblock Materialaufwand reflektiert mit einer Steigerungsrate von 3,1 Prozent auf 117,0 (113,5) Mio. Euro die an Gewicht zugenommenen Einzelhandelsaktivitäten. Der zweitgrößte Aufwandsposten Sonstiger betrieblicher Aufwand stieg hingegen trotz der zusätzlichen Marketingaufwendungen nur um 1,6 Prozent auf 87,4 (86,0) Mio. Euro.

Auch der Personalaufwand wuchs als Folge der Umstrukturierungen mit einer Zunahme um 1,8 Prozent auf 80,3 (78,9) Mio. Euro nur moderat. Hier stand einem Personalabbau in der Fotoentwicklung ein leichter Zuwachs im Marketing und den Entwicklungsabteilungen für die Software der neuen Produkte wie dem Fotobuch gegenüber.

Insgesamt geriet das operative Ergebnis als Folge der beschriebenen Entwicklung „in die Zange“ zwischen Kostenentwicklung und den dafür noch fehlenden Umsätzen, die sich in Q4 verlagern dürften. Das EBIT sank somit deutlich um über zwei Drittel auf 4,1 (14,2) Mio. Euro. Diese Kennziffer bildet das schwierige Übergangsjahr 2008 für CeWe ab.

Das Nachsteuerergebnis erreichte nach neun Monaten mit 0,5 (5,8) Mio. Euro gerade ein Zehntel des Vorjahreswertes. Die Aussagekraft dieser Kennzahl ist aufgrund zahlreicher steuerlicher Sondereffekte auf Neunmonatsbasis unseres Erachtens jedoch sehr gering. Dies zeigt allein schon die Steuerquote von 84 (56) Prozent.

Alle Segmente trotz des Strukturwandels mit schwarzen Zahlen

Auf Segmentebene hinterlässt der Wandel weg von der Analog- zur Digitalfotografie speziell in Westeuropa seine Spuren, während diese Entwicklung in Osteuropa teilweise noch von Nachzieheffekten überdeckt wird. Die Umsätze in Zentraleuropa (Deutschland, Österreich und Schweiz) fielen mit 163,3 (Vj. 163,0) Mio. Euro einen Tick höher aus als im Vorjahr. Das Segmentergebnis gemäß IAS 14 (vergleichbar mit dem EBIT) fiel mit 7,8 (7,1) Mio. Euro ebenfalls leicht höher aus.

In den Benelux-Ländern verzeichnete CeWe Color mit 26,6 (28,9) Mio. Euro hingegen einen knapp 8-prozentigen Umsatzrückgang, was mit einer Halbierung des Segmentergebnisses auf 1,0 (Vj. 1,9) Mio. Euro einher ging. Die Ursache liegt in einem starken Preiswettbewerb im Internet, der für das Beneluxgeschäft eine höhere Bedeutung hat und somit für geringere Margen im Segmentergebnis sorgte.

„Sorgenkind“ bleibt das aus den beiden Flächenstaaten Frankreich und Großbritannien bestehende Segment Westeuropa. Hier wies CeWe Color mit 32,9 (42,1) Mio. Euro einen um ein Viertel niedrigeren Umsatz aus. Die Probleme liegen hier in Frankreich, wo das CeWe-Management nach eigenen Angaben nicht mit der Entwicklung zufrieden ist.

Das mit minus 5,6 (-1,5) Mio. Euro aufgrund der dortigen Entwicklung nochmals mehr als verdreifachte operative Minus lässt klaren Restrukturierungsbedarf erkennen. Als Folge der restriktiven französischen Gesetzgebung und möglicher juristischer Konsequenzen sieht sich das Management jedoch derzeit außerstande, unsere Nachfrage nach einer näheren Quantifizierung noch folgender Restrukturierungsaufwendungen erschöpfend zu beantworten. Demzufolge haben wir daraus resultierende Aufwendungen zum heutigen Zeitpunkt vorsichtig mit circa 8 Mio. Euro in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Besser sieht hingegen die Entwicklung in Mittelosteuropa (Polen, Tschechien, Ungarn, Slowakei, Rumänien, Slowenien und Litauen) aus. Hier wuchs der Segmentumsatz um ein Zehntel auf 76,5 (69,0) Mio. Euro. Das Segmentergebnis bildete sich – nach unserem Eindruck aufgrund der geringeren Margen im dortigen hohen Einzelanteils – trotzdem auf 1,2 (2,1) Mio. Euro zurück.

Diron-Akquisition erschließt neue Wachstumsfelder für CeWe Color

Während das Zahlenwerk trotz einer leichten Enttäuschung keine größeren Überraschungen in sich barg, setzte CeWe Color mit der Mitte November bekannt gegebenen Akquisition der diron GmbH & Co. KG mit Sitz in Münster. diron ist auf Erstellung für den webbasierten Digitaldruck für Geschäftskunden notwendiger Software spezialisiert.

In Verbindung mit den mittlerweile bei CeWe inzwischen ausreichend vorhandenen Kapazitäten an Digitalprintern erschließen sich hier unserer Meinung nach hohe Umsatzpotenziale. Zielkunden für die diron-Software sind z.B. selbständige Allianz-Vertreter, die jetzt auf ein individuelles, aber dennoch kostengünstiges Tool zurückgreifen können und nicht mehr auf „selbstgestrickte“ Lösungen angewiesen sind. Durch die flächendeckende Bedienung des Bundesgebietes kann CeWe hier auch überregional vertretene Unternehmen ansprechen.

Der Integrationsprozess läuft bereits seit Anfang November dieses Jahres. Für 2009 erwartetet Cewe Umsätze im „unteren einstelligen Millionen-Bereich“ und ein leicht negatives Ergebnis. In 2010 soll bei zweistelligen Umsätzen die Gewinnschwelle erreicht werden. Im bislang geplanten Endstadium der Expansion in 2012 sieht die CeWe-Planung Umsätze in einer Größenordnung von über 20 Mio. Euro vor, was mit einer EBIT-Marge von 10 Prozent einher gehen sollte.

Wir erachten diese Akquisition als sinnvoll. Der bislang bezahlte Kaufpreis von 2,3 Mio. Euro und die in gleicher Höhe vereinbarte erfolgsabhängige Aufstockung dieses Betrages stehen unserer Meinung nach in einem ausgewogenen Chancen-Risiko-Verhältnis zueinander. CeWe verbreitert seine Produktangebot in Richtung von Geschäftskunden und reduziert damit langfristig seine

Abhängigkeit vom Endkonsumenten. Zudem sollten sich Synergieeffekte ergeben, da die notwendige technische Ausstattung in Form von Digitalprintern zum überwiegenden Teil im Unternehmen bereits vorhanden ist.

Schätzungen für 2008 und 2009 überarbeitet

Während die langfristige strategische Ausrichtung von CeWe Color unserer Meinung nach in Ordnung ist, musste CeWe mit der Rücknahme seiner Prognose für das laufende Geschäftsjahr Anfang November dem schwierigen Konsumklima in Europa Tribut zollen.

Während CeWe bislang von einem Umsatz von 426 Mio. Euro ausging, sieht die neue Planung eine Bandbreite von 415 bis 420 Mio. Euro vor. Das Ergebnis vor Steuern und Restrukturierung wurde auf einen Korridor von 20 bis 25 (bisher 31) Mio. Euro reduziert. In diesen korrigierten Zahlen ist die durchwachsene Lage in Frankreich laut Angabe des Managements enthalten.

Wir haben nach den etwas enttäuschenden Neunmonatszahlen und der korrigierten „Guidance“ des Unternehmens unsere Schätzungen überarbeitet. Wir gehen zwar nach wie vor von einem guten vierten Quartal aus, sehen jedoch keine Möglichkeit mehr, dass unsere bisherigen Schätzungen von CeWe erreicht werden.

Wir senken somit unsere Prognose für den Umsatz auf 419 (bisher: 427) Mio. Euro, was immer noch am oberen Rand der Guidance liegt. Auf Ergebnisebene sehen wir das EBIT nunmehr bei 13,0 (18,3) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte sich auf 6,3 (9,4) Mio. Euro belaufen. Das Ergebnis je Aktie würde sich im Zuge dieser Entwicklung bei 0,88 (1,32) Euro einpendeln.

Die Dividendenfrage ist zum jetzigen Zeitpunkt schwer zu beantworten. Wir können uns aufgrund der Dividendenkontinuität in der Vergangenheit trotz der hohen Restrukturierungsaufwendungen aber unverändert ein Halten des zuletzt gezahlten Niveaus von 1,20 Euro vorstellen.

Den großen Abstand zwischen Vor- (11,4) und Nachsteuerergebnis (6,3 Mio. Euro) haben wir auch in unserer überarbeiteten Schätzung beibehalten. Der Grund liegt in zahlreichen und komplizierten steuerlichen Sondereffekten. Zwar dürfte die Steuerquote von 54 auf 45 Prozent zurückgehen, was jedoch noch immer deutlich über einem normalisierten Wert von langfristig 30 Prozent liegt. In den nächsten Jahren rechnen wir hier mit einem leichten Rückgang auf abnehmende Werte in einer Bandbreite von 36 bis 34 Prozent.

Für 2009 haben wir unsere Umsatzschätzung auf 424 (432) Mio. Euro nach unten angepasst. Hierin ist die akquirierte diron GmbH & Co. KG mit 4 Mio. Euro enthalten. Zugleich erwarten wir in Folge von zusätzlichen Restrukturierungsaufwendungen in Frankreich ein gegenüber unserer bisherigen Prognose ebenfalls ermäßigtes EBIT in Höhe von 15,7 (19,3) Mio. Euro.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir im Zuge einer auf 36 Prozent zurückgehenden Steuerquote jetzt bei 9,0 (11,7) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,26 (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 2009er-KGV von 9,0 (bisher 2008e: 13,5) der Peer Group ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2009 geschätzten Ergebnis von 1,26 (bisher 1,64) Euro je Aktie ein Zwischenergebnis von 11,27 (17,78) Euro als fairen Wert. Dieser niedrigere Wert resultiert aus dem im niedrigeren Bewertungsniveau der Vergleichsaktien in Verbindung mit unserer herab gesetzten Gewinnschätzung für 2009.

Eine weitere interessante Indikation liefert eine Peer Group aus reinen Kameraherstellern bzw. Fotofirmen. Diese werden mit einem KGV von 14,3 deutlich höher bewertet als unsere Peer Group. Wir sehen jedoch in CeWe Color eher einen konsumorientierten Wert als einen technikgetriebenen Kamerahersteller, weswegen wir den letztgenannten Ansatz in unsere Bewertung nicht mit einfließen legen.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Zinssatz 6,06%, ewiges Wachstum 0%, positiver Ausgangs-Cashflow 12,6 Mio. € in 2009, Beta 1,1 wegen anhaltendem Restrukturierungsbedarf) heran und kommen daraus zu einem fairen Wert von 26,58 (bisher 34,83) Euro.

Dieser niedrigere Wert hat seine Ursache in unserer reduzierten Gewinnreihe in Verbindung mit dem aufgrund des neu aufgekommenen Restrukturierungsbedarfs in Frankreich auf 1,1 erhöhten Betafaktor. Die daraus resultierenden Effekte werden durch niedrigere Ansätze für Investitionen und dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau nur teilweise ausgeglichen.

Wir sehen die niedrigeren geplanten Investitionen nicht als ein Zeichen der Schwäche, sondern als Signal, dass der Strukturwandel bei CeWe Color zu großen Teilen abgeschlossen ist. Allerdings wird ein Teil des Effektes durch höhere liquiditätswirksame Aufwendungen kompensiert, die infolge der noch nicht näher quantifizierten Zahlungen in Frankreich möglicherweise auf CeWe Color zukommen werden.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein Wert von 18,93 (26,30) Euro, so dass wir unser Kursziel auf 19,00 (26,50) Euro senken. Da die Aktie ihre Bodenbildung aber inzwischen abgeschlossen zu haben scheint, behalten wir unsere Kaufempfehlung für die CeWe-Aktie bei.

Fazit

Bei der Einschätzung der CeWe-Aktie fällt weiter die enorme Divergenz der Zwischenergebnisse aus unseren zwei Bewertungsansätzen auf. Dies ist unseres Erachtens jedoch systemimmanent, da die Peer-Group-Betrachtung das aktuell von der laufenden Restrukturierung beeinflusste Bewertungsniveau und das durchwachsene Neunmonatsergebnis widerspiegelt, während in das DCF-Modell durch die Ewigkeitskomponente eine gelungene, mit einer Rückkehr zu nachhaltiger Ertragsstärke verbundene Restrukturierung einfließt.

Aktuell beeinflussen natürlich auch die wahrscheinliche Restrukturierungskosten in Frankreich und die insbesondere beim privaten Konsum trübenden Konjunkturaussichten das Sentiment für die Aktie. Andererseits sehen wir die Rücknahme der Investitionen als Indiz für den zu Ende gehende Digital-Wandel.

Bei isolierter Betrachtung wäre die Aktie auf Basis der Peer Group über-, gemäß dem DCF-Modell jedoch eklatant unterbewertet. Während weiterhin die Unsicherheit bzw. die Hoffnung besteht, dass die im dritten Quartal fehlenden Umsätze durch das tendenziell an Bedeutung gewinnende vierte Quartal ausgeglichen werden, hat sich CeWe mit der diron-Akquisition einen Schritt in die Richtung des von uns angemahnten zweiten Standbeins neben den Fotobüchern gemacht.

Sicherlich ist die CeWe-Aktie kurzfristig keine Aktie, bei der eine gegen den allgemeinen Trend positive Kursentwicklung zu erwarten ist. Für langfristig orientierte Value-Investoren, die von einer gelungenen Restrukturierung ausgehen, ist die Aktie aber ein Engagement wert. Die in der Vergangenheit stets verlässlich gezahlten Dividende von 1,20 Euro bedeutet aktuell eine Rendite von über 8 Prozent, was den Kurs unseres Erachtens stabilisieren sollte.

Wir empfehlen die Aktie daher mit einem auf 19 Euro reduzierten Kursziel weiter zum Kauf. Kurzfristig könnte es jedoch im Zuge negativer Nachrichten beispielsweise wegen Frankreich nochmals zu Abgabedruck kommen. Nach einer Schließung der „Baustelle“ Frankreich sehen wir das Unternehmen jedoch auf einem guten Wachstumspfad für die Zukunft.

Gewinn- und Verlustrechnung

CeWe Color										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
Umsatzerlöse	396,0	99,8%	413,5	99,6%	419,0	99,8%	424,0	99,8%	436,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			4,4%		1,3%		1,2%		2,8%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	0,8	0,2%	1,5	0,4%	0,7	0,2%	0,7	0,2%	0,3	0,1%
Gesamtleistung	396,8	100,0%	415,0	100,0%	419,7	100,0%	424,7	100%	436,3	100,0%
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	139,6	35,2%	154,6	37,3%	158,6	37,8%	157,1	37,0%	160,3	36,7%
Veränderung zum Vorjahr			10,7%		2,6%		-1,0%		2,0%	
Sonstiges Ergebnis	-82,9	-20,9%	-99,2	-23,9%	-99,9	-23,8%	-104,1	-24,5%	-103,8	-23,8%
Personalaufwand	111,5	28,1%	108,4	26,1%	108,3	25,8%	107,9	25,4%	106,0	24,3%
EBITDA	62,8	15,8%	52,8	12,7%	52,9	12,6%	55,6	13,1%	66,2	15,2%
Veränderung zum Vorjahr			-15,9%		0,2%		5,2%		18,9%	
Abschreibungen	36,4	9,2%	38,5	9,3%	39,9	9,5%	39,9	9,4%	39,5	9,1%
EBIT	26,4	6,7%	14,3	3,4%	13,0	3,1%	15,7	3,7%	26,6	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-45,8%		-9,0%		20,8%		69,5%	
Finanzergebnis	-5,3	-1,3%	-1,5	-0,4%	-1,6	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,8	-0,4%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	21,1	5,3%	12,8	3,1%	11,4	2,7%	14,0	3,3%	24,8	5,7%
Steuerquote	15,2%		53,9%		45,0%		36,0%		34,0%	
Ertragssteuern	3,2	0,8%	6,9	1,7%	5,1	1,2%	5,0	1,2%	8,4	1,9%
Jahresüberschuss	17,9	4,5%	5,9	1,4%	6,3	1,5%	9,0	2,1%	16,4	3,8%
Veränderung zum Vorjahr			-67,0%		6,4%		42,9%		82,7%	
Saldo Bereinigungsposition	5,1		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	3,8		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	19,2	4,8%	5,9	1,4%	6,3	1,5%	9,0	2,1%	16,4	3,8%
Anzahl der Aktien	7,377		7,138		7,138		7,138		7,138	
Gewinn je Aktie	2,61		0,83		0,88		1,26		2,29	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	10,2%
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	33,5%

Termine

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

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
29.08.2008	22,21 €	Kaufen	26,50 €
28.05.2008	23,88 €	Halten	26,50 €
04.04.2008	21,80 €	Halten	25,00 €
19.11.2007	26,50 €	Halten	31,00 €

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

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

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.