



MANAGEMENT FÜR KAPITALANLAGEN

LOYS GmbH, Alte Amalienstr. 30, 26135 Oldenburg

CeWe Color Holding AG
- Vorstand –
Herr Dr. Rolf Hollander
Meerweg 30-32

26133 Oldenburg

LOYS GmbH

Alte Amalienstr. 30 · 26135 Oldenburg

Telefon: 04 41 / 925 86-0

Telefax: 04 41 / 925 86-11

Internet:

www.loys.de

E-Mail:

info@loys.de

Oldenburg, 9. Februar 2007

CeWe Color Kommentar

Sehr geehrter Herr Dr. Hollander,

die LOYS GmbH ist ein unabhängiges und Inhaber geführtes Fondsmanagementunternehmen, das einen global investierenden Hedge Fonds sowie einen global investierenden Aktienfonds anbietet.

Als Anteilseigner von CeWe Color mit einer Beteiligung von 0,81 % (Stand: 08. Februar 2007) vertreten wir zu den jüngsten Vorschlägen mehrerer angelsächsischer Hedge Fonds folgende Auffassung:

1. Die angelsächsischen Hedge Fonds hielten und halten CeWe Color Aktien für unterbewertet. LOYS teilt diese Einschätzung.
2. Die angelsächsischen Hedge Fonds tragen vor, CeWe Color habe den Umwandlungsprozess von der analogen zur digitalen Fotografie erfolgreich bewältigt und – so wird suggeriert – hinter sich gebracht. LOYS sieht den ersten Aspekt ähnlich, weist aber darauf hin, dass der Transformationsprozess beileibe noch nicht beendet ist. Zum Beleg sei darauf verwiesen, dass im Jahr 2007 ca. die Hälfte aller von CeWe Color zu entwickelnden Fotos analog erstellt wird.
3. Die angelsächsischen Hedge Fonds weisen darauf hin, dass mit Hewlett Packard ein großer Printhersteller in den europäischen Markt drängt. LOYS kann nicht nachvollziehen, warum dies von besonderer Relevanz ist. HP ist seit vielen Jahren im europäischen Markt vertreten. CeWe Color ist den Umgang mit großen und finanzstarken Wettbewerbern seit Jahrzehnten gewohnt. Manche dieser großen Wettbewerber sind inzwischen aus dem Markt des Fotofinishing aufgrund wirtschaftlichen Misserfolgs ausgeschieden. (z. B. Agfa und Kodak). Darüber hinaus ist CeWe Color als Lieferant für den online HP-Fotoservice in einigen europäischen Ländern tätig.

4. Die angelsächsischen Hedge Fonds fordern, in das bei CeWe Color verbliebene Geschäft mit analogen Fotos nicht weiter zu investieren und alle Anstrengungen auf den Ausbau des Geschäfts mit digitalen Fotos zu richten. LOYS hält dieses Strategieargument für korrekt. Allerdings beherzigt CeWe Color genau diese Strategie bereits seit vielen Jahren, weshalb wir nicht erkennen können, was daran neu sein soll.
5. Die angelsächsischen Hedge Fonds halten, indem sie Hewlett Packard zitieren, Europa für einen attraktiven Markt. Ferner werden Wachstumschancen in nicht näher benannten hochmargigen Produkten und Zubehörartikeln gesehen. LOYS stimmt allen drei Einschätzungen ausdrücklich zu, ist jedoch der Meinung, dass der Vorstand der CeWe Color Holding AG die Dinge ebenso sieht und ja deshalb in den letzten Jahren die Weichen in diese Richtung konsequent gestellt hat. Insofern fällt es uns schwer, hier eine Kritik an der Führung der CeWe Color Holding AG zu erkennen.
6. Die angelsächsischen Hedge Fonds geben vor, CeWe Color verpasse das Wachstum im Digitalbereich. Es wird von der Sorge gesprochen, die Ziele des Jahres 2007 zu verfehlen. LOYS ist der Meinung, dass CeWe Color an dem Wachstum der digitalen Fotografie bereits seit Jahren teilnimmt. CeWe Color hat sich seit Anfang der 90er-Jahre mit der digitalen Fotografie beschäftigt und Fotos bereits auf digitalem Wege produziert. Das Unternehmen ist mit diversen Marketing & Innovationspreisen der Branche ausgezeichnet worden. Da in den letzten Jahren die Zahl der analogen Bilder stärker gefallen ist als die Zahl der digitalen Bilder zugenommen hat, kam es in der Tat zu den von der Gesellschaft erwarteten Umsatzrückgängen. Gleichwohl ist das Ende dieser Entwicklung abzusehen, so dass nach allgemeinem Dafürhalten ab dem Jahr 2008 wieder mit Wachstum bei der Gesamtbildermenge zu rechnen ist. In unseren Augen ist jedoch zweierlei entscheidend. Erstens konnten im Analogbereich angesichts der schwindenden Wettbewerbsintensität Preiserhöhungen durchgesetzt werden. Da CeWe in diesen Bereich so gut wie nichts mehr investieren muss, werden im schrumpfenden Analogbereich gute Deckungsbeiträge erzielt. Zweitens stärkt die Fortführung der analogen Filmentwicklung die Bindung zu den Handels-Kunden, die in CeWe Color einen verlässlichen Partner besitzen und auch für die Digitalstrategie eine wichtige Bedeutung aufweisen.
7. Die angelsächsischen Hedge Fonds sind von der Sorge angetrieben, CeWe Color könnte Akquisitionen in geschäftsfremden Segmenten vornehmen. LOYS hält diese Sorge für grundsätzlich angebracht. Allerdings deutet die bislang so umsichtige und vorsichtige Herangehensweise des Vorstands bei Akquisitionen nicht darauf hin, dass CeWe Color auf diesem Feld einen völligen Strategiewechsel vornehmen will. Wenn, wie es die angelsächsischen Hedge Fonds behaupten, die Zukunftschancen für CeWe Color bei hochmargigen Digitalprodukten und Zubehörartikeln liegen, dann können wir es nur begrüßen, dass der Vorstand ggf. für Arrondierungen des Geschäftsportfolios offen ist. Selbstverständlich erwarten wir, dass wie in der Vergangenheit kritisch geprüft wird, ob eine Akquisition einen Wertbeitrag für die CeWe Color Eigentümer leisten wird.
8. Die angelsächsischen Hedge Fonds sind enttäuscht darüber, nicht die verbale Gewissheit vom CeWe - Management bekommen zu haben, dass das Jahr 2007

das Ende der Transition von der Analog- zur Digitalfotographie darstellt. LOYS findet diesen Gesichtspunkt reichlich naiv. Nach unserer Erfahrung hat das CeWe - Management den Anteilseignern stets ein realistisches Bild über die Zukunftsaussichten der Gesellschaft gegeben. Dass auch der Vorstand keine hellseherischen Kräfte besitzt, kann doch keinen Aktienanleger wirklich überraschen. Als LOYS sich Anfang 2005 bei der CeWe Color Aktie engagierte, war uns völlig klar, dass der technologisch induzierte Umbruch für CeWe Color keine in jedem Detail vorhersehbare Geschäftsentwicklung zeitigen würde. Angesichts der strukturellen und mitunter radikalen Verwerfungen in der Fotoindustrie sind wir erstaunt, wie treffgenau der CeWe - Vorstand die grobe Geschäftsentwicklung in den letzten Jahren vorherbezeichnet hat.

9. Die angelsächsischen Hedge Fonds behaupten, CeWe Color sei ausschließlich Eigenkapital finanziert. Und weil der Übergang zur Digitalfotographie abgeschlossen sei, könne daher eine Sonderausschüttung vorgenommen werden. LOYS befleißigt sich einer konservativeren Lesart der Bilanz. Wir halten es für angemessen, jedwede Verbindlichkeit den Schulden zuzurechnen und davon die liquiditätsnahen Teile des Working Capital sowie die Liquidität abzuziehen, um die tatsächliche Nettoverschuldung zu errechnen. Es reicht nach unserem Dafürhalten nicht aus, nur die Zinstragenden Titel als Schulden zu klassifizieren. Nach unserer Auffassung weist CeWe eine heutige Nettoverschuldung von ca. 40 Mio. Euro auf (Q3 2006). Bereits im Punkt 2 haben wir darauf hingewiesen, dass der Transformationsprozess bei CeWe noch nicht abgeschlossen ist. Damit ist der von den angelsächsischen Hedge Fonds vorgetragene Begründung für eine Sonderausschüttung der inhaltliche Boden entzogen. LOYS meint, dass nach der Vollendung des Transformationsprozesses das Thema Bilanzstrukturoptimierung durchaus vom Vorstand erneut angegangen werden kann. Allerdings gehen wir davon aus, dass Fragen der Bilanzoptimierung ohnehin regelmäßig im Vorstand geprüft werden.

Chicago am 8. Februar 2007



Dr. Christoph Bruns

Geschäftsführender Gesellschafter LOYS GmbH