

Akt. Kurs (30.09.14, 17:35, Xetra): 52,28 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **55,00 (45,00) EUR**

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

Kurzportrait

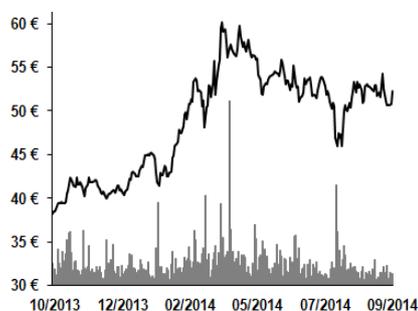
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Online Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	61,05 €	37,80 €
Aktueller Kurs:	52,28 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,1%	
Marktkapitalis.:	386,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Halbjahreszahlen ohne Überraschungen

Die von CEWE zuletzt publizierten Zahlen für die ersten beiden Quartale 2014 lagen in Summe im Rahmen unserer Erwartungen und erreichten ebenfalls die vom Unternehmen selbst gesteckten Ziele. Umsatzseitig musste der Konzern zwar einen Rückgang um 6,4 Prozent auf 204,2 Mio. Euro hinnehmen. Dieser ist jedoch nahezu ausschließlich auf das Geschäftsfeld Einzelhandel zurückzuführen, in dem CEWE bewusst auf das Export-Großhandelsgeschäft verzichtete, da dieses in der Vergangenheit kaum Ergebnisbeitrag geliefert hat. In diesem Geschäftsfeld reduzierte sich daher auch der Umsatz signifikant um 37,3 Prozent auf nur noch 32,7 Mio. Euro.



Im angestammten Geschäftsfeld Fotofinishing erreichte die Gesellschaft mit 137,5 Mio. Euro nahezu das Vorjahresniveau von 138,8 Mio. Euro. Der leichte Rückgang lässt sich durch die auch schon in der Vergangenheit zu beobachtende und weiter anhaltende Verschiebung der Saisonalität in das vierte Quartal erklären. Das Wachstumssegment Online Druck erzielte erwartungsgemäß eine Steigerung der Erlöse um 24,8 Prozent auf 33,9 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	503	529	525	535
<i>bisher</i>	---	520	540	560
EBIT	28,9	29,4	33,1	34,8
<i>bisher</i>	---	29,2	30,8	32,5
Jahresüb.	18,8	21,6	21,7	22,8
<i>bisher</i>	---	20,3	20,0	21,0
Erg./Aktie	2,88	3,29	3,41	3,59
<i>bisher</i>	---	3,56	3,51	3,68
Dividende	1,45	1,50	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	1,55	1,65	---
KGV	18,2	15,9	15,4	14,6
Div.rendite	2,8%	2,9%	3,1%	3,2%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Unverändert setzt sich auch der Trend fort, dass die Konsumenten „einfache“ Fotoabzüge, auch digitaler Art, weniger nachfragen und stattdessen höherwertige Fotoprodukte verlangen. So verwundert es nicht, dass der bereits in 2013 festzustellende Rückgang der Digitalfotos erneut rückläufig war, dafür jedoch Mehrwertprodukte stärker nachgefragt wurden und somit einen Teil der rückläufigen Fotonachfrage kompensieren konnte. Bei dem wichtigsten Produkt, dem CEWE FOTOBUCH, erreichte der Konzern im Halbjahresvergleich ein Plus im Absatz von knapp 3 Prozent auf 2,26 Mio. Bücher.

Ergebnis erwartungsgemäß zum Halbjahr noch negativ

Das operative Ergebnis (EBIT) lag nach dem ersten Halbjahr erwartungsgemäß noch im negativen Bereich. Die Verbesserung von minus 10,3 auf minus 7,3 Mio. Euro ist dabei vor allem auf weggefallene Restrukturierungskosten des Vorjahres zurückzuführen. Aufgrund der anhaltenden Saisonverschiebung wird das EBIT auch nach drei Quartalen noch keinen entscheidenden Ergebnisbeitrag zum Gesamtjahr liefern. Die Betrachtung des rollierenden Zwölfmonatszeitraums zeigt mit einem EBIT von 32,4 Mio. Euro jedoch, dass sich der Konzern voll im Zielkorridor von 30 bis 36 Mio. Euro befindet.

Auf Segmentebene erzielte das Fotofinishing bedingt durch die weggefallenen Restrukturierungskosten eine entsprechende Ergebnisverbesserung um 3,1 auf minus 4,3 Mio. Euro. Aufgrund weiterhin hoher Marketingaufwendungen lag das Segment-EBIT im Online Druck trotz der erfreulichen Umsatzausweitung mit minus 1,9 Mio. Euro nur unwesentlich über dem Vorjahresniveau.

Das operative Segmentergebnis des Einzelhandels erreichte trotz der bewussten Aufgabe des Export-Großhandelsgeschäfts mit minus 1,1 Mio. Euro nahezu das Vorjahresergebnis von minus 1,0 Mio. Euro.

Bei einem nur unwesentlich veränderten Finanzergebnis sowie einem in etwa mit dem Vorjahreswert vergleichbaren Steuerergebnis erreichte der Periodenüberschuss des Konzerns minus 7,2 Mio. Euro nach minus 10,2 Mio. Euro in 2013. Der Gewinn je Aktie verbesserte sich folglich von minus 1,55 auf minus 1,05 Euro.

Jahresprognose bestätigt

Aufgrund der Umsatz- und Ergebnisentwicklung der ersten sechs Monate bestätigte das Management die bisherige Unternehmensplanung für das Gesamtjahr. Diese sieht eine Bandbreite für den Umsatz von 525 bis 540 Mio. Euro vor, wobei die Entwicklung gegenüber dem Vorjahr (528,6 Mio. Euro) bei stabilen Erlösen im Stammgeschäft Fotofinishing vor allem durch das Umsatzplus im Online Druck geprägt sein wird. Für das Segment Einzelhandel geht der Konzern davon aus, deutlich unter dem Vorjahresniveau abzuschneiden. Aufgrund des stärker als zunächst angenommenen aktiven Abbaus des Einzelhandelsumsatzes könnte es nach Aussagen der Gesellschaft jedoch sein, dass die Konzerngesamterlöse etwas stärker als erwartet reduziert werden.

Die Ergebnisprognose ist hiervon jedoch nicht betroffen, so dass der Korridor für die EBIT-Erwartung unverändert bei 30 bis 36 Mio. Euro liegt. Auf Nachsteuerebene soll ein Ergebnis von 19 bis 23 Mio. Euro erreicht werden, das dann zu einem Gewinn je Aktie von 2,84 bis 3,45 Euro führen soll.

Neueste Trends und Produkte auf der photokina vorgestellt

Auf der vor wenigen Tagen zu Ende gegangenen Branchenleitmesse photokina präsentierte CEWE die neuesten Trends im Bereich Fotofinishing. Im Fokus standen dabei vor allem mobile Anwendungen, die immer mehr an Bedeutung gewinnen. Hierzu zählen neue Features wie die CEWE FOTOWELT App oder die neue CEWE POSTCARD App, über die beispielsweise Urlaubsfotos einfach und schnell bereits aus dem Ferienort versandt werden können.

Auf den immer weiter voranschreitenden Trend zu Smartphones als Aufnahmegeräte reagiert CEWE mit entsprechend ausgerüsteten Terminals bei den Handelspartnern. Aktuell stammen bereits 25 Prozent aller Fotos am Point-of-Sale von mobilen Aufnahmegeräten wie Smartphones. Bei den auf der photokina erzeugten über 80.000 Fotoprints lag der Smartphoneanteil mit 43 Prozent sogar noch deutlich höher und vermittelte damit einen guten Eindruck hinsichtlich der weiteren Entwicklung.

Ein ebenfalls neuer Service, der sich aktuell noch in der Beta-Phase befindet, ist CEWE MYPHOTOS, mit dem der Nutzer angabegemäß jederzeit, überall und von jedem Endgerät auf seine Bilder zugreifen, sie organisieren, bearbeiten, bewerten, teilen, zu Fotoprodukten gestalten und diese bestellen kann. CEWE bietet hier den Nutzern auch eine Speichermöglichkeit für die Bilder nach den deutschen Datenschutzrichtlinien und mit einem Preismodell zum Selbstkostenpreis. Zudem wird eine Schnittstelle zu den CEWE FOTOSTATIONEN beispielsweise die Bearbeitung und Bestellung von Fotos vom heimischen PC und die taggleiche Abholung der entwickelten Bilder in der gewünschten Filiale eines Handelspartners ermöglichen.

Auch im Bereich des Bestsellers CEWE FOTOBUCH wurden Neuerungen in Bezug auf Auswahl- und Gestaltungsthemen, Papierqualitäten und Formate vorgestellt, die insbesondere dem kommenden Weihnachtsgeschäft zuträglich sein sollten.

Anpassung der GSC-Schätzungen

Die Vorlage der Halbjahreszahlen haben wir dazu genutzt, unsere Prognosereihen zu adjustieren. Hier haben wir zum einen die Auswirkungen der aktiven Reduzierung der Einzelhandelsumsätze vor allem auf der Erlösseite eingearbeitet. Zum anderen haben wir aber auch den steigenden Absatz hochmarginiger Produkte berücksichtigt.

Zudem haben wir die erhöhte Aktienanzahl nach der Platzierung von 500.000 eigenen Aktien im Frühjahr nunmehr in unsere Schätzungen mit eingebaut. Dies führt in Summe zu einer Verwässerung des Gewinns je Aktie. Der Bruttoerlös von rund 27 Mio. Euro bei einem Platzierungspreis von 54 Euro je Aktie wird jedoch von uns insgesamt positiv gesehen, zumal sich der Streubesitz mit der Platzierung um knapp 7 Prozent erhöht und sich die Liquidität an den Börsen damit verbessert hat.

In Summe führen die Anpassungen zu einer leichten Reduktion unserer Gewinnerwartung je Aktie für 2014 von 3,51 auf 3,41 Euro sowie für 2015 von 3,68 auf 3,59 Euro. Erstmals nehmen wir auch Planzahlen für 2016 auf. Hier erwarten wir eine weitere leichte Ergebnissteigerung auf 3,85 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Wir gehen davon aus, dass die CEWE Stiftung & Co. KGaA die bestätigte Jahresprognose auch in 2014 erreichen wird. Aufgrund der Ergebnislastigkeit des Abschlussquartals mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft besteht für die Guidance des Unternehmens zwar immer eine gewisse Unsicherheit. Angesichts der kontinuierlichen Absatzsteigerungen sowohl bei den CEWE FOTOBUCHERN als auch bei den weiteren Mehrwertprodukten sehen wir bei insgesamt stabilen Konsumausgaben zum Weihnachtsfest jedoch nur geringe Risiken für die Zielerreichung. Die Frage ist vielmehr, ob die Ergebnisbandbreite im oberen oder unteren Bereich getroffen wird. Hier sind wir angesichts der wegfallenden Restrukturierungskosten des Vorjahres und der weiteren Zuwächse bei den Mehrwertprodukten optimistisch, dass der Konzern eher den oberen Bereich erreichen wird.

Unser altes Kursziel von 45 Euro hatte die CEWE-Aktie bereits Anfang dieses Jahres nach der Meldung der vorläufigen Jahreszahlen 2013 überschritten. Unter Berücksichtigung unserer neuen 2016er-Schätzungen errechnen wir im derzeitigen Kapitalmarktumfeld nun ein neues Kursziel von 55 Euro. Dabei bestätigen wir vor dem Hintergrund des aktuellen Kursniveaus unsere Einschätzung mit „Halten“.

Die attraktive und in den kommenden Jahren tendenziell steigende Dividendenrendite von gut 3 Prozent sowie das in weiten Teilen konjunkturunabhängige Geschäft sollten das Rückschlagpotenzial der Aktie begrenzen. Kursrücksetzer können unseres Erachtens unverändert zum Aufbau eines langfristig orientierten Investments genutzt werden.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014e		2015e		2016e	
Umsatzerlöse	503,3	99,8%	528,6	99,7%	525,0	99,8%	535,0	99,8%	545,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-0,7%		1,9%		1,9%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,4	0,3%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			21,9%		-26,5%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	504,5	100,0%	529,9	100%	526,0	100,0%	536,0	100,0%	546,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-0,7%		1,9%		1,9%	
Materialaufwand	186,2	36,9%	190,0	35,9%	182,5	34,7%	186,0	34,7%	188,9	34,6%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-3,9%		1,9%		1,6%	
Personalaufwand	122,5	24,3%	129,9	24,5%	132,6	25,2%	135,1	25,2%	138,1	25,3%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		2,1%		1,9%		2,3%	
Sonstiges Ergebnis	-129,8	-25,7%	-142,8	-26,9%	-142,0	-27,0%	-144,2	-26,9%	-145,8	-26,7%
Veränderung zum Vorjahr			-10,0%		0,5%		-1,5%		-1,1%	
EBITDA	65,9	13,1%	67,3	12,7%	68,9	13,1%	70,8	13,2%	73,2	13,4%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		2,4%		2,7%		3,4%	
Abschreibungen	37,0	7,3%	37,9	7,2%	35,8	6,8%	35,9	6,7%	36,0	6,6%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-5,6%		0,4%		0,3%	
EBIT	28,9	5,7%	29,4	5,5%	33,1	6,3%	34,8	6,5%	37,1	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		12,8%		5,1%		6,6%	
Finanzergebnis	-2,2	-0,4%	-1,5	-0,3%	-2,2	-0,4%	-2,2	-0,4%	-2,2	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		-42,4%		0,1%		2,3%	
Ergebnis vor Steuern	26,7	5,3%	27,8	5,2%	30,9	5,9%	32,6	6,1%	35,0	6,4%
Steuerquote	29,5%		22,3%		30,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	7,9	1,6%	6,2	1,2%	9,3	1,8%	9,8	1,8%	10,5	1,9%
Jahresüberschuss	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,7	4,1%	22,8	4,3%	24,5	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		0,2%		5,5%		7,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,7	4,1%	22,8	4,3%	24,5	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		0,2%		5,5%		7,2%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,545		6,545		7,194		7,194		7,194	
Gewinn je Aktie	2,88		3,29		3,41		3,59		3,85	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	2,5%
Streubesitz	70,1%

Termine

12. November 2014 Zahlen 3. Quartal 2014

Kontaktadresse

CEWE Stiftung & Co. KGaA
Meerweg 30-32
D-26133 Oldenburg

Internet: www.cewe.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288
Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421
Email. ir@cewe.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 „Kauf“ 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-Cashflow-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
17.12.2013	40,75 €	Halten	45,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	44,4%	38,5%
Halten	55,6%	61,5%
Verkaufen	0,0%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CEWE Stiftung & Co. KGaA	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 Holding 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 Holding 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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.