

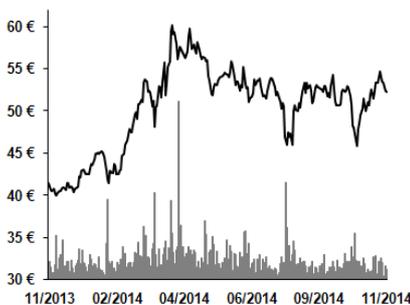
Akt. Kurs (18.11.14, 11:00, Xetra): 51,07 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **55,00 (55,00) EUR**

**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 €    39,50 €  
**Aktueller Kurs:** 51,07 €  
**Aktienzahl ges.:** 7.400.020  
**Streubesitz:** 70,1%  
**Marktkapitalis.:** 377,9 Mio. €



## Anlagekriterien

### Neunmonatszahlen im Rahmen der Erwartungen

In der vergangenen Woche hat CEWE die Ergebnisse der ersten drei Quartale 2014 veröffentlicht, die den Trend der Vorjahre sowie Vorquartale fortsetzen und in Summe für uns keine Überraschungen enthielten.

Im dritten Quartal verringerte sich der Konzernumsatz um 1,8 Prozent auf 121,8 Mio. Euro. Der Rückgang fiel damit deutlich geringer aus als in den beiden ersten Quartalen des Jahres, die kumuliert um 6,4 Prozent reduzierte Erlöse zeigten. Dabei ist er – wie bereits in unserem letzten Research vom 01. Oktober 2014 erläutert – nahezu ausschließlich auf das Geschäftsfeld Einzelhandel zurückzuführen, in dem CEWE bewusst auf das Export-Großhandelsgeschäft verzichtete, da dieses in der Vergangenheit kaum Ergebnisbeiträge geliefert hat.

In diesem Geschäftsfeld reduzierten sich daher im dritten Quartal die Erlöse signifikant um 33 Prozent auf nur noch 16,3 Mio. Euro. In den Segmenten Fotofinishing sowie Online Druck erhöhten sich die Umsätze dagegen kumuliert um 5,8 Mio. Euro, wobei beide Sparten Zuwächse verzeichnen konnten.

Im angestammten Geschäftsfeld Fotofinishing erzielte die Gesellschaft Erlöse von 87,8 Mio. Euro nach 83,6 Mio. Euro im Vorjahr. Diese Erhöhung resultiert vor allem aus dem erneut gestiegenen Umsatz pro Foto, der sich um 8 Prozent auf 14,98 Eurocent verbesserte, was wiederum auf den weiter erhöhten Anteil an höherwertigen Mehrwertprodukten zurückzuführen ist.

Das Wachstumssegment Online Druck erreichte eine Steigerung der Erlöse um 11,4 Prozent auf 16,1 Mio. Euro. Damit liegt es zwar im Zielkorridor, aber unter den Wachstumsraten der ersten beiden Quartale, die in Summe 24,8 Prozent betragen. Hierbei ist jedoch auch der sukzessive ansteigende Basis-effekt zu berücksichtigen. In absoluten Zahlen lag der Online Druck auf dem durchschnittlichen Niveau des ersten Halbjahres.

## Kennzahlen

	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	503	529	527	540
<i>bisher</i>	---	---	525	535
<b>EBIT</b>	28,9	29,4	33,1	34,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	18,8	21,6	21,7	22,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktion</b>	2,88	3,29	3,41	3,59
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	1,45	1,50	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	17,7	15,5	15,0	14,2
<b>Div.rendite</b>	2,8%	2,9%	3,1%	3,2%

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

## Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[a.langhorst@gsc-research.de](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

## Ergebnis planmäßig nach neun Monaten noch negativ

Aufgrund der anhaltenden Saisonverschiebung in das wichtige Schlussquartal und der damit zusammenhängenden Fixkostenbelastung in den ersten drei Quartalen des Jahres erzielte CEWE in den ersten neun Monaten noch ein negatives operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von 4,1 Mio. Euro, das damit exakt dem Vorjahreswert entspricht.

Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Vergleichswert noch 3,3 Mio. Euro Restrukturierungskosten beinhaltete. Die um diesen Betrag bereinigte Ergebnisverschlechterung ist aber maßgeblich auf erhöhte Marketingaufwen-

dungen vor allem im dritten Quartal 2014 für den Aufbau des Online Drucks sowie auf gestiegene Werbemaßnahmen für das wichtige Weihnachtsgeschäft zurückzuführen.

Bei einem leicht verbesserten Finanzergebnis sowie einer geringeren Steuerbelastung errechnet sich nach neun Monaten ein Periodenverlust von 4,5 Mio. Euro nach 5,5 Mio. Euro im Vorjahr. Entsprechend verbesserte sich das Ergebnis je Aktie von minus 0,83 Euro auf minus 0,64 Euro.

### **Unternehmensprognose bestätigt**

Nach Aussagen des Managements befindet sich CEWE nach den ersten drei Quartalen insbesondere ergebnisseitig voll in der Gesamtjahresplanung. Lediglich auf der Umsatzseite kann es durch den deutlich aktiveren Ausstieg aus dem Großhandelsgeschäft zu einer leichten Unterschreitung der Guidance kommen. Dabei ist aber auch zu berücksichtigen, dass dieses Geschäft äußerst margenschwach ist. Die anderen Aktivitäten liegen unverändert im Plan, teilweise wie im Bereich Fotofinishing sogar leicht über den Erwartungen.

Die bisherige Unternehmensprognose für das Gesamtjahr 2014 wird folglich inklusive der bereits im Halbjahresbericht vorgenommenen Einschränkung bezüglich der Umsatzerwartung bestätigt. Die Guidance sieht bei den Erlösen eine Bandbreite von 525 bis 540 Mio. Euro vor, wobei die Entwicklung gegenüber dem Vorjahr (528,6 Mio. Euro) bei stabilen Umsätzen im Stammgeschäft Fotofinishing unverändert vor allem durch das Erlösplus im Online Druck geprägt sein wird. Das Segment Einzelhandel wird wie erläutert deutlich unter dem Vorjahresniveau abschneiden.

Der Korridor für die Ergebnisprognose beim EBIT liegt weiterhin bei 30 bis 36 Mio. Euro. 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.

### **Rechnungslegungsbedingte Anpassung der GSC-Schätzungen**

Aufgrund eines veränderten Ausweises von Werbekostenzuschüssen, die seit dem dritten Quartal nicht mehr erlösmindernd ausgewiesen werden, sondern die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhen, haben wir unsere Prognosezahlen diesbezüglich angepasst.

In Summe führt dies zu leicht höheren Umsätzen und einem entsprechend ansteigenden negativen sonstigen betrieblichen Ergebnis. Insgesamt verändert sich dadurch unsere Ergebnisprojektion jedoch nicht, so dass die Prognosezeiträume 2014 bis 2016 somit unverändert bleiben.

### **Bewertung und Fazit**

Wir erwarten, dass die CEWE Stiftung & Co. KGaA die bestätigte Unternehmensprognose für 2014 gut erreichen wird. Aufgrund der hohen Saisonalität und der Ergebnislastigkeit im Abschlussquartal unterliegt die Zielerreichung immer einer gewissen Unsicherheit. Wir gehen jedoch davon aus, dass angesichts zu erwartender stabiler bis leicht steigender Konsumausgaben zum Weihnachtsfest sowie der ungebrochenen Beliebtheit von Fotobüchern und ähnlichen Geschenkartikeln nur geringe Risiken für die Zielerreichung bestehen.

Daher bestätigen wir unser Kursziel von 55 Euro und stufen die CEWE-Aktie unverändert mit „Halten“ ein. Die attraktive und in den kommenden Jahren tendenziell steigende Dividendenrendite von gut 3 Prozent sowie das in weiten Teilen konjunkturunabhängige Geschäft sollten das Rückschlagpotenzial des Papiers begrenzen. Kursrücksetzer können unseres Erachtens unverändert zum Aufbau eines langfristig orientierten Investments genutzt werden.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014e		2015e		2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	503,3	99,8%	528,6	99,7%	527,0	100,2%	540,0	99,8%	550,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-0,3%		2,5%		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%		-173,5%		-200,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	504,5	100,0%	529,9	100%	526,0	100,0%	541,0	100,0%	551,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-0,7%		2,9%		1,8%	
Materialaufwand	186,2	36,9%	190,0	35,9%	182,0	34,6%	187,7	34,7%	190,1	34,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-4,2%		3,1%		1,3%	
Personalaufwand	122,5	24,3%	129,9	24,5%	132,0	25,1%	136,3	25,2%	138,9	25,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		1,7%		3,3%		1,8%	
Sonstiges Ergebnis	-129,8	-25,7%	-142,8	-26,9%	-143,1	-27,2%	-146,2	-27,0%	-148,9	-27,0%
Veränderung zum Vorjahr			-10,0%		-0,2%		-2,2%		-1,8%	
<b>EBITDA</b>	65,9	13,1%	67,3	12,7%	68,9	13,1%	70,8	13,1%	73,2	13,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		2,4%		2,7%		3,4%	
Abschreibungen	37,0	7,3%	37,9	7,2%	35,8	6,8%	36,0	6,7%	36,1	6,6%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-5,6%		0,6%		0,3%	
<b>EBIT</b>	28,9	5,7%	29,4	5,5%	33,1	6,3%	34,8	6,4%	37,1	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		12,8%		5,0%		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%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	26,7	5,3%	27,8	5,2%	30,9	5,9%	32,6	6,0%	34,9	6,3%
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%
<b>Jahresüberschuss</b>	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,7	4,1%	22,8	4,2%	24,5	4,4%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		0,2%		5,3%		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	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,7	4,1%	22,8	4,2%	24,5	4,4%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		0,2%		5,3%		7,2%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,545		6,545		7,194		7,194		7,194	
<b>Gewinn je Aktie</b>	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**

März 2015	Geschäftsbericht 2014
Mai 2015	Zahlen 1. Quartal 2015
Juni 2015	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg

## **Kontaktadresse**

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

Internet: [www.cewe.de](http://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](mailto: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
01.10.2014	52,28 €	Halten	55,00 €
17.12.2013	40,75 €	Halten	45,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	43,8%	27,3%
Halten	56,3%	72,7%
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](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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.