

Akt. Kurs (18.05.15, 09:02, Xetra): 58,36 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **60,00 (60,00) EUR**

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

## Kurzportrait

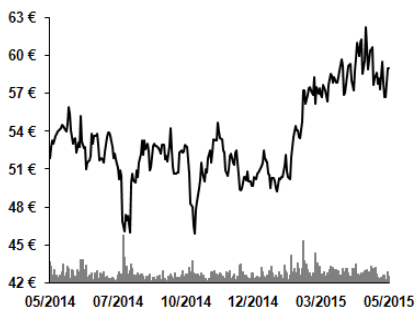
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	63,49 €	45,53 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	58,36 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	70,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	431,9 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Quartalszahlen ohne Überraschungen

In den ersten drei Monaten des neuen Geschäftsjahres 2015 erzielte CEWE ein solides Umsatzwachstum von 3,7 Prozent auf 106,8 Mio. Euro. Treiber dieser positiven Entwicklung waren das Geschäftsfeld Fotofinishing mit einem Erlösplus von 7,5 Prozent auf 75,5 Mio. Euro sowie der jüngste Bereich Kommerzieller Online-Druck mit einem Zuwachs um 9,5 Prozent auf 17,9 Mio. Euro. Nach Aufgabe des margenschwachen Großhandelsgeschäfts reduzierte sich der Umsatz im Geschäftsfeld Einzelhandel planmäßig um 18,4 Prozent auf nur noch 13,4 Mio. Euro.



Die erfreuliche Wachstumsrate im Stammgeschäft Fotofinishing ist bei einem um 0,9 Prozent geringfügig rückläufigen Fotovolumen von 465 Mio. Stück und einem leichten Plus beim wichtigsten Produkt CEWE FOTOBUCH von 1,9 Prozent auf 1,16 Mio. Stück auf den um 8,6 Prozent auf 16,25 Cent gestiegenen Umsatz pro Foto zurückzuführen. Hier lässt sich erneut feststellen, dass der Trend unverändert zu höherwertigen Mehrwertprodukten geht.

## Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	536	524	535	550
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	28,9	32,6	35,1	37,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	22,3	21,4	23,2	24,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	3,39	3,07	3,26	3,48
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	1,50	1,55	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	17,2	19,0	17,9	16,8
<b>Div.rendite</b>	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Auf der Ergebnisseite erzielte der Konzern im traditionell verlustbringenden ersten Quartal ein operatives Ergebnis (EBIT) von minus 3,7 Mio. Euro. Dieses verbesserte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 1,0 Mio. Euro, obwohl in 2015 Restrukturierungsaufwendungen für die Schließung eines Call Centers in Deutschland (0,4 Mio. Euro) sowie für den Einzelhandel in Polen (0,6 Mio. Euro) verbucht wurden. Analog verbesserte sich das Nachsteuerergebnis von minus 4,2 auf minus 3,6 Mio. Euro.

Auf Segmentebene wurde im Fotofinishing der übliche Quartalsverlust von minus 2,3 auf minus 1,1 Mio. Euro mehr als halbiert. Die Aufwendungen für die Call-Center-Schließung sind hierbei bereits berücksichtigt. Trotz leicht gestiegener Marketingkosten und erhöhter Personalaufwendungen blieb das Segment-EBIT im Kommerziellen Online-Druck mit minus 1,3 (Vj. -1,2) Mio. Euro nahezu konstant. Im Einzelhandel verschlechterte sich das operative Ergebnis zwar von minus 0,7 auf minus 1,1 Mio. Euro, bereinigt um die Restrukturierungskosten errechnet sich jedoch hier eine leichte Verbesserung.

## Unternehmensprognose 2015 bestätigt

Wie erwartet hat das Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2015 bestätigt. Diese sieht einen Umsatz in einer Bandbreite von 515 bis 535 Mio. Euro vor. Das operative Ergebnis soll weiterhin in einer Spanne von 32 bis 38 Mio. Euro liegen. Für den Jahresüberschuss erwartet CEWE einen Wert zwischen 20 und 24 Mio. Euro bzw. 2,87 bis 3,45 Euro je Aktie.

## 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)

### **Bewertung und Fazit**

Die vorgelegten Quartalszahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA beinhalteten für uns keine Überraschungen. Wie in den vergangenen Geschäftsjahren ist für die Zielerreichung der Unternehmensprognose vor allem die Entwicklung im Schlussquartal entscheidend. Wir sehen jedoch derzeit keine Gründe, weshalb nicht auch in diesem Jahr die Saisonspitze mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft mindestens auf dem Vorjahresniveau liegen sollte.

Aus diesem Grund behalten wir unsere Gewinnschätzungen unverändert bei und bestätigen unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 60 Euro sowie unsere Einschätzung mit „Halten“. Dabei dürfte die im aktuellen Kapitalmarktumfeld attraktive Dividendenrendite von 2,7 Prozent das Rückschlagpotenzial des Papiers trotz einer ambitionierten Bewertung mit einem 2015er KGV von knapp 18 begrenzen, zumal das Management aktuell bestätigte, die Ausschüttung in den kommenden Jahren kontinuierlich erhöhen zu wollen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014		2015e		2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	503,3	99,8%	536,2	99,7%	523,8	99,8%	535,0	99,8%	550,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		-2,3%		2,1%		2,8%	
<b>Bestandsveränd. + Eigenleistungen</b>	1,1	0,2%	1,4	0,3%	1,1	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			21,9%		-20,7%		-7,3%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	504,5	100,0%	537,6	100%	524,9	100,0%	536,0	100,0%	551,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,6%		-2,4%		2,1%		2,8%	
<b>Materialaufwand</b>	186,2	36,9%	190,0	35,3%	162,7	31,0%	165,1	30,8%	168,1	30,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-14,4%		1,5%		1,8%	
<b>Personalaufwand</b>	122,5	24,3%	129,9	24,2%	135,9	25,9%	141,0	26,3%	147,1	26,7%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		4,6%		3,7%		4,4%	
<b>Sonstiges Ergebnis</b>	-129,8	-25,7%	-150,9	-28,1%	-160,2	-30,5%	-160,5	-30,0%	-162,5	-29,5%
Veränderung zum Vorjahr			-16,3%		-6,2%		-0,2%		-1,3%	
<b>EBITDA</b>	65,9	13,1%	66,8	12,4%	66,1	12,6%	69,4	13,0%	73,3	13,3%
Veränderung zum Vorjahr			1,4%		-1,1%		5,0%		5,6%	
<b>Abschreibungen</b>	37,0	7,3%	37,9	7,1%	33,5	6,4%	34,3	6,4%	35,8	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-11,7%		2,5%		4,4%	
<b>EBIT</b>	28,9	5,7%	28,9	5,4%	32,6	6,2%	35,1	6,6%	37,5	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		12,8%		7,6%		6,7%	
<b>Finanzergebnis</b>	-2,2	-0,4%	-1,9	-0,3%	-1,2	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			15,4%		36,9%		15,0%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	26,7	5,3%	27,1	5,0%	31,5	6,0%	34,1	6,4%	36,5	6,6%
Steuerquote	29,5%		17,7%		32,1%		32,0%		32,0%	
<b>Ertragssteuern</b>	7,9	1,6%	4,8	0,9%	10,1	1,9%	10,9	2,0%	11,7	2,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	18,8	3,7%	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		-4,2%		8,6%		6,9%	
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%	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		-4,2%		8,6%		6,9%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,545		6,577		6,962		7,119		7,119	
<b>Gewinn je Aktie</b>	2,88		3,39		3,07		3,26		3,48	

## **Aktionärsstruktur**

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

## **Termine**

03. Juni 2015	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11. August 2015	Halbjahreszahlen 2015
12. November 2015	Zahlen 3. Quartal 2015

## **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

E-Mail: [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 „Kaufem“ 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
01.04.2015	58,98 €	Halten	60,00 €
04.03.2015	56,00 €	Halten	60,00 €
18.11.2014	51,07 €	Halten	55,00 €
01.10.2014	52,28 €	Halten	55,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	41,7%
Halten	45,8%	58,3%
Verkaufen	4,2%	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 Umplatizierung 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.