

Akt. Kurs (19.11.15, 13:19, Xetra): 54,85 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **65,00 (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
Kurs 12 Mon.:	63,49 €	43,40 €
Aktueller Kurs:	54,85 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,7%	
Marktkapitalis.:	405,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Warten auf das Weihnachtsgeschäft

Die CEWE Stiftung & Co. KGaA hat vor wenigen Tagen die Neunmonatszahlen vorgelegt, die in Summe für uns keine Überraschungen beinhalteten. Der Umsatz stieg im dritten Quartal um 3,1 Prozent auf 125,5 Mio. Euro. Im Neunmonatszeitraum lag der Zuwachs bei 2,9 Prozent auf 338,4 Mio. Euro. Wachstumstreiber waren weiterhin die Geschäftsfelder Fotofinishing mit einem Erlösplus von 4,3 Prozent auf 239,8 Mio. Euro sowie Kommerzieller Online-Druck mit einem Anstieg um 10,1 Prozent auf 55,0 Mio. Euro.

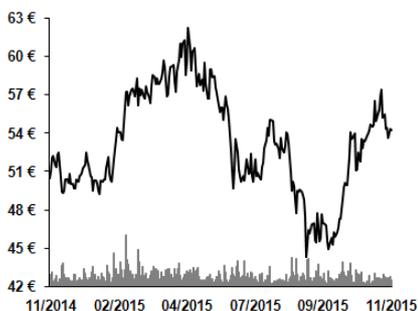
Bei Betrachtung der Q3-Zahlen fällt auf, dass der Bereich Fotofinishing wie bereits im zweiten Quartal eine – entsprechend der seit Jahren anhaltenden Saisonverschiebung ins vierte Quartal – nachlassende Dynamik erkennen lässt, während der Kommerzielle Online-Druck mit einem Plus von 16,5 Prozent wieder deutlich zulegen konnte. Die dortige kurzzeitige Schwäche im zweiten Quartal führen wir auf relativ hohe Vergleichswerte gegenüber dem Vorjahr zurück, wo zahlreiche Kommunalwahlen temporär für eine außerordentlich hohe Nachfrage gesorgt hatten.

Die Umsatzentwicklung im Geschäftsfeld Einzelhandel ist weiterhin rückläufig, was auf Sicht der ersten drei Monate noch mit der Vergleichsbasis zusammenhängt, da die Aufgabe des margenschwachen Großhandelsgeschäfts erst im Frühjahr 2014 vollzogen wurde. Insgesamt reduzierten sich die Erlöse im Bereich Einzelhandel planmäßig um 11,2 Prozent auf nur noch 43,5 Mio. Euro, wobei der Rückgang im dritten Quartal mit minus 7,5 Prozent auf 15,1 Mio. Euro eine deutliche geringere Abschwächung aufweist.

Auf der Ertragsseite zeigt sich die seit Jahren anhaltende Saisonverschiebung des Fotofinishing-Geschäfts in das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft. Auch der Kommerzielle Online-Druck hat Saisonspitzen im vierten Quartal, so dass aus diesem Bereich zukünftig keine Entlastung hinsichtlich der ausgeprägten Saisonalität erreicht werden kann.

Das operative Ergebnis (EBIT) konnte nach neun Monaten leicht auf minus 4,1 (Vj. -4,8) Mio. Euro verbessert werden. Zu beachten sind dabei im ersten Quartal angefallene Restrukturierungskosten in den Geschäftsfeldern Fotofinishing und Einzelhandel von insgesamt rund 1,0 Mio. Euro, so dass sich eine bereinigte Ergebnisverbesserung auf minus 3,1 Mio. Euro ergibt.

Darüber hinaus sind noch einige einhunderttausend Euro zu beachten, die CEWE aktuell in die im dritten Quartal vollzogenen Übernahmen der Start-ups DeinDesign (siehe unser Research vom 14.08.2015) und futalis investiert. Hier ist in den kommenden Quartalen mit weiteren Aufwendungen zu rechnen.



Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	536,2	523,8	535,0	550,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	28,9	32,6	35,1	37,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	22,3	21,4	23,2	24,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	3,39	3,07	3,26	3,48
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,50	1,55	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	16,2	17,9	16,8	15,7
Div.rendite	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%

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

Das Management sieht diese Kostenbelastungen jedoch als Investitionen in die übernächste Wachstumsphase, da die Start-ups in fünf bis zehn Jahren dann entsprechende Ergebnisbeiträge liefern sollen.

Bei einem verhältnismäßig geringen negativen Finanzergebnis von lediglich minus 0,5 Mio. Euro und einer Steuergutschrift in Höhe von 1,4 Mio. Euro errechnete sich nach drei Quartalen ein Periodenergebnis nach Anteilen Dritter von minus 3,2 (Vj. -4,5) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie belief sich folglich saisontypisch auf minus 0,44 (-0,65) Euro.

Unternehmensprognose 2015 bestätigt

Angesichts der erzielten Ergebnisse überrascht es nicht, dass das Management die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2015 erneut bestätigte. Diese sieht einen Umsatz in einer Bandbreite von 515 bis 535 Mio. Euro vor. Das operative Ergebnis (EBIT) soll weiterhin in einer Spanne von 32 bis 38 Mio. Euro liegen.

Mit Blick auf das rollierende EBIT der letzten zwölf Monate zeigt sich bereits ein Wert von 33,3 Mio. Euro, so dass CEWE ohne weitere Ertragszuwächse im zweiten Halbjahr hier bereits im Zielkorridor liegt. Für eine Zielerreichung am unteren Ende der Prognose-Bandbreite würde der Konzern sogar in den letzten drei Monaten einen Rückgang des operativen Ergebnisses von 1,3 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr verkraften können. Für die Erreichung des oberen Endes des Korridors müsste die Gesellschaft ihr Ergebnis dagegen im Schlussquartal um 4,7 Mio. Euro steigern.

Zu beachten ist dabei, dass es CEWE in den letzten fünf Jahren gelungen ist, das Ergebnis des vierten Quartals im Durchschnitt jeweils um über 4 Mio. Euro zu steigern. Das geringste Plus lag dabei in 2012 bei 3,4 Mio. Euro. Wir fühlen uns daher mit unserer EBIT-Prognose für 2015 von 35,1 Mio. Euro, die einen konservativen Anstieg von 2,5 Mio. Euro im Jahresvergleich unterstellt, sehr wohl.

Für den Jahresüberschuss erwartet das Unternehmen ebenfalls unverändert einen Wert in einem Korridor zwischen 20 und 24 Mio. Euro bzw. 2,87 bis 3,45 Euro je Aktie.

Kommerzieller Online-Druck ab 2016 profitabel

Der Vorstand bekräftigte nochmals das Ziel, im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck spätestens ab 2016 die Break-even-Schwelle zu überschreiten zu wollen, wobei dann der Fokus auf profitabilem statt absolutem Umsatz liegen wird. Angesichts erhöhter Marketingaufwendungen konnte der Bereich in den letzten Jahren zwar seine Kundenbasis und damit auch das Erlösvolumen vergrößern, erwirtschaftete jedoch noch regelmäßig negative Ergebnisse.

Auch im dritten Quartal bewegte sich das Segment-EBIT mit minus 0,4 (Vj. -0,7) Mio. Euro sowie im Neunmonatszeitraum mit minus 2,5 (-2,6) Mio. Euro im negativen Bereich. Hierbei konnten bereits notwendige Personalkostensteigerungen im Rahmen der Mindestlohnanpassung verarbeitet werden.

Spätestens ab 2017 wird es zusätzlich zu den Skaleneffekten und den im Verhältnis reduzierten Marketingaufwendungen zu einem weiteren ergebnistreibenden Effekt kommen, da Ende 2016 die Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation für Saxoprint beginnen auszulaufen. Diese werden in 2015 noch zu Belastungen von rund 2,1 Mio. Euro führen.

Bewertung und Fazit

Wie in den vorangegangenen Quartalen verweisen wir erneut darauf, dass für die Zielerreichung der Unternehmensprognose der CEWE Stiftung & Co. KGaA vor allem die Entwicklung im Schlussquartal entscheidend ist. Wir sehen derzeit unverändert keine Gründe, weshalb nicht auch in diesem Jahr die Saisonspitze mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft mindestens auf dem Vorjahresniveau liegen sollte. Die vorgelegten Zahlen für die ersten drei Quartale beinhalteten jedenfalls für uns keine negativen Überraschungen.

Aus diesem Grund behalten wir unsere Gewinnprognosen für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 unverändert bei. Darüber hinaus haben wir erstmals auch eine Gewinnreihe für 2017 mit aufgenommen. Hier gehen wir von weiteren Umsatzsteigerungen und überproportional steigenden Erträgen aus, die neben Skaleneffekte auch aus den wegfallenden Abschreibungen des Bereichs Kommerzieller Online-Druck herrühren sollten.

Mit Blick auf die von uns erwarteten weiter steigenden Gewinne und kontinuierlich höheren Dividendenzahlungen sowie das solide, stabile Geschäftsmodell erhöhen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie von 60 auf 65 Euro und bestätigen unsere Einschätzung für den Wert mit „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2013		2014		2015e		2016e		2017e	
Umsatzerlöse	536,2	99,7%	523,8	99,8%	535,0	99,8%	550,0	99,8%	565,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			-2,3%		2,1%		2,8%		2,7%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,4	0,3%	1,1	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-20,7%		-7,3%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	537,6	100,0%	524,9	100%	536,0	100,0%	551,0	100,0%	566,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,4%		2,1%		2,8%		2,7%	
Materialaufwand	190,0	35,3%	162,7	31,0%	165,1	30,8%	168,1	30,5%	172,1	30,4%
Veränderung zum Vorjahr			-14,4%		1,5%		1,8%		2,4%	
Personalaufwand	129,9	24,2%	135,9	25,9%	141,0	26,3%	147,1	26,7%	151,7	26,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,6%		3,7%		4,4%		3,1%	
Sonstiges Ergebnis	-150,9	-28,1%	-160,2	-30,5%	-160,5	-30,0%	-162,5	-29,5%	-165,8	-29,3%
Veränderung zum Vorjahr			-6,2%		-0,2%		-1,3%		-2,0%	
EBITDA	66,8	12,4%	66,1	12,6%	69,4	13,0%	73,3	13,3%	76,4	13,5%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		5,0%		5,6%		4,3%	
Abschreibungen	37,9	7,1%	33,5	6,4%	34,3	6,4%	35,8	6,5%	34,5	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-11,7%		2,5%		4,4%		-3,6%	
EBIT	28,9	5,4%	32,6	6,2%	35,1	6,6%	37,5	6,8%	41,9	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,8%		7,6%		6,7%		11,8%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,3%	-1,2	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			36,9%		15,0%		0,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	27,1	5,0%	31,5	6,0%	34,1	6,4%	36,5	6,6%	40,9	7,2%
Steuerquote	17,7%		32,1%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	4,8	0,9%	10,1	1,9%	10,9	2,0%	11,7	2,1%	13,1	2,3%
Jahresüberschuss	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%	27,8	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		8,6%		6,9%		12,1%	
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	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%	27,8	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		8,6%		6,9%		12,1%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,577		6,962		7,119		7,119		7,119	
Gewinn je Aktie	3,39		3,07		3,26		3,48		3,91	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	1,9%
Streubesitz	70,7%

Termine

23. März 2016 Bilanzpresse- und Analystenkonferenz, Frankfurt/Main

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
E-Mail: 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
14.08.2015	49,66 €	Kaufen	60,00 €
18.05.2015	58,36 €	Halten	60,00 €
01.04.2015	58,98 €	Halten	60,00 €
04.03.2015	56,00 €	Halten	60,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	55,9%	60,0%
Halten	35,3%	40,0%
Verkaufen	8,8%	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), 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.