

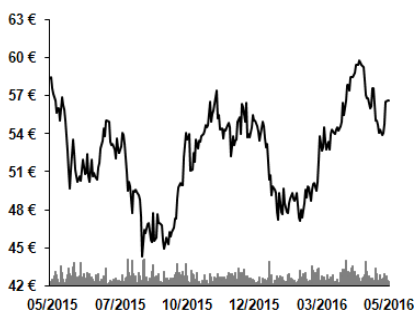
Akt. Kurs (17.05.16, 16:59, Xetra): 55,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **65,00 (65,00) EUR**

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.: 59,84 € 43,40 €
Aktueller Kurs: 55,80 €
Aktienzahl ges.: 7.400.020
Streubesitz: 70,7%
Marktkapitalis.: 412,9 Mio. €



Anlagekriterien

Überzeugendes Auftaktquartal 2016

Die Zahlen zum ersten Quartal 2016 zeigen einen Umsatzanstieg um beeindruckende 11,6 Prozent auf 119,2 Mio. Euro. Erfreulicherweise erreichte CEWE in dem traditionell verlustbringenden Auftaktquartal erstmals ein leicht positives operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von 0,9 Mio. Euro. Selbst unter Herausrechnung eines positiven Sondereffektes aus dem Verkauf der US-Internetaktivität „Smilebooks“ in Höhe von 0,4 Mio. Euro errechnet sich immer noch ein EBIT vor Sondereffekten von 0,5 Mio. Euro gegenüber minus 2,5 Mio. Euro in der Vorjahresperiode. Nach geringen Finanzaufwendungen und Steuern sowie Anteilen Dritter weist der Konzern ein positives Periodenergebnis von 0,7 (Vj. -3,6) Mio. Euro entsprechend 0,09 (-0,51) Euro je Aktie aus.

Für diesen deutlichen Ergebnisswing waren alle drei Geschäftsbereiche verantwortlich. Im größten Bereich Fotofinishing stiegen die Erlöse um 13,2 Prozent auf 85,5 Mio. Euro. Dank einem gestiegenen Anteil an Mehrwertprodukten, die den Umsatz pro Foto nochmals von 16,25 auf 17,72 Cent ansteigen ließen, erreichte das Segment-EBIT inklusive des oben genannten Sondereffekts 1,3 (-0,8) Mio. Euro.

Der Kommerzielle Online-Druck konnte sein Wachstumstempo gegenüber dem Vorjahr wieder steigern und erzielte ein Umsatzplus von 14,3 Prozent auf 20,4 Mio. Euro. Erstmals erzielte der Bereich ein positives EBIT von 0,5 (-1,3) Mio. Euro. Der in den letzten Jahren gesundgeschrumpfte Einzelhandelsbereich erreichte bei lediglich währungsbedingt um 4,4 Prozent rückläufigen Erlösen von 12,8 Mio. Euro eine EBIT-Verbesserung von minus 1,1 auf minus 0,4 Mio. Euro.

Risiko Mehrwertsteuererhöhung zunächst abgewendet

Bezüglich der seit dem 25. Dezember 2015 wirksam gewordenen Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher von 7 auf 19 Prozent in Deutschland wurde zwischenzeitlich eine sogenannte Nichtbeanstandungsregelung bis zum Jahresende 2016 durch das Bundesfinanzministerium bekanntgegeben. Wäre die Steuererhöhung in diesem Jahr wirksam geworden, hätte dies bei CEWE zu einer Belastung in Höhe von maximal einem hohen einstelligen Millionen-Euro-Betrag geführt. Dieses Risiko besteht nun jedoch ab 2017, wobei das Management derzeit aber nicht ausschließt, dass die Umsatzsteuererhöhung auch für die Zeit nach 2016 ganz zurückgenommen werden könnte.

Wir gehen aktuell weiterhin davon aus, dass selbst für den Fall einer Erhöhung ab 2017 CEWE aufgrund der Positionierung als Premiumanbieter hier weniger betroffen sein wird als andere Anbieter, die mehr auf niedrige Preise statt auf Qualität setzen.

Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	523,8	554,2	575,0	585,0
<i>bisher</i>	---	---	570,0	---
EBIT	32,6	36,8	42,0	43,4
<i>bisher</i>	---	---	40,0	---
Jahresüb.	21,4	23,1	27,8	28,7
<i>bisher</i>	---	---	26,6	---
Erg./Aktie	3,08	3,24	3,83	3,96
<i>bisher</i>	---	---	3,66	---
Dividende	1,55	1,60	1,65	1,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	18,1	17,2	14,6	14,1
Div.rendite	2,8%	2,9%	3,0%	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

Unternehmensausblick 2016 bestätigt

Nach den positiven Zahlen zum ersten Quartal hat die Gesellschaft ihre Prognosen für das Gesamtjahr 2016 bestätigt. Konkret erwartet der Konzern einen Umsatz in einem Korridor von 555 bis 575 Mio. Euro. Gleichzeitig soll ein EBIT in einer Bandbreite zwischen 38 und 44 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Bei einer wieder normalisierten Steuerquote von rund 32,5 Prozent soll das Nachsteuerergebnis bei 25 bis 29 Mio. Euro und entsprechend der Gewinn je Aktie bei 3,53 bis 4,10 Euro liegen.

GSC-Schätzungen für 2016 angehoben

Auf Basis des rollierenden Zwölf-Monats-EBIT liegt CEWE aktuell mit 41,2 Mio. Euro bereits in der Mitte der selbstgesteckten Bandbreite. Wir hatten uns bei unserer bisherigen Gewinnschätzung für 2016 mit einem EBIT von 40,0 Mio. Euro mit Blick auf die Unsicherheiten bezüglich der potenziellen Mehrwertsteuererhöhung am unteren Ende des Prognosekorridors bewegt. Nachdem dieses Thema nun zumindest für 2016 vom Tisch ist und darüber hinaus die Zahlen zum ersten Quartal sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig positiv überrascht haben, haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr nach oben angepasst.

Dementsprechend erwarten wir jetzt bei einem Umsatz von 575 (bisher 570) Mio. Euro ein EBIT von 42,0 (40,0) Mio. Euro und einen Gewinn nach Steuern und Anteilen Dritter von 27,8 (26,6) Mio. Euro bzw. 3,83 (3,66) Euro je Aktie. Damit bleiben wir ergebnisseitig von der oberen Bandbreite der Guidance noch ein Stück entfernt. Dies rechtfertigen wir mit potenziell höheren als geplanten Anlaufverlusten bei den beiden Start-ups DeinDesign und futalis.

Für 2017 behalten wir unsere Planreihe zunächst bei, bis auch hier Klarheit bezüglich der künftigen Besteuerungsgrundlage für Fotobücher erreicht ist.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum ersten Quartal haben insgesamt positiv überrascht. Die Restrukturierung im Einzelhandel trägt immer mehr Früchte und die Wachstumsdynamik im Online-Druck hat wieder zugenommen. Auch im Kerngeschäft Fotofinishing können noch zweistellige Wachstumsraten erzielt werden, vor allem durch den ausgeweiteten Anteil der Mehrwertprodukte.

Erfreulicherweise wird in 2016 auch keine Belastung durch die zunächst umgesetzte Mehrwertsteuererhöhung eintreten. Derzeit scheint es somit keine wesentlichen Punkte bei CEWE zu geben, die negativ zu werten wären. Wir können daher nur unsere Ansicht wiederholen, dass der Konzern sowohl produktseitig als auch bilanziell hervorragend aufgestellt ist.

Nachdem wir keine Änderungen unserer Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr vorgenommen haben, bestätigen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 65 Euro. Seit unserem letzten Research hat der Börsenkurs jedoch um über 5 Prozent nachgegeben. Aufgrund des auf Basis unseres Kursziels nun wieder vorhandenen Wertsteigerungspotenzials von mehr als 15 Prozent erhöhen wir unsere Einschätzung wieder von „Halten“ auf „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2013		2014		2015		2016e		2017e	
Umsatzerlöse	536,2	99,7%	523,8	99,8%	554,2	99,8%	575,0	99,8%	585,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			-2,3%		5,8%		3,8%		1,7%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,4	0,3%	1,1	0,2%	1,3	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-20,7%		16,4%		-20,4%		0,0%	
Gesamtleistung	537,6	100,0%	524,9	100%	555,4	100,0%	576,0	100,0%	586,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,4%		5,8%		3,7%		1,7%	
Materialaufwand	190,0	35,3%	162,7	31,0%	162,2	29,2%	174,5	30,3%	178,1	30,4%
Veränderung zum Vorjahr			-14,4%		-0,3%		7,6%		2,1%	
Personalaufwand	129,9	24,2%	135,9	25,9%	143,7	25,9%	153,2	26,6%	157,0	26,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,6%		5,8%		6,6%		2,5%	
Sonstiges Ergebnis	-150,9	-28,1%	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-169,9	-29,5%	-171,7	-29,3%
Veränderung zum Vorjahr			-6,3%		-8,8%		2,6%		-1,0%	
EBITDA	66,8	12,4%	66,0	12,6%	75,1	13,5%	78,3	13,6%	79,1	13,5%
Veränderung zum Vorjahr			-1,2%		13,8%		4,3%		1,0%	
Abschreibungen	37,9	7,1%	33,5	6,4%	38,4	6,9%	36,3	6,3%	35,7	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-11,7%		14,6%		-5,4%		-1,5%	
EBIT	28,9	5,4%	32,6	6,2%	36,8	6,6%	42,0	7,3%	43,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,5%		13,0%		14,3%		3,1%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,3%	-1,0	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			44,4%		55,7%		-8,9%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	27,1	5,0%	31,5	6,0%	36,3	6,5%	41,5	7,2%	42,9	7,3%
Steuerquote	17,7%		32,0%		37,4%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	4,8	0,9%	10,1	1,9%	13,6	2,4%	13,7	2,4%	14,1	2,4%
Jahresüberschuss	22,3	4,1%	21,4	4,1%	22,7	4,1%	27,8	4,8%	28,7	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		6,1%		22,5%		3,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		-0,4		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,1	4,2%	27,8	4,8%	28,7	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		7,8%		20,5%		3,2%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,577		6,962		7,133		7,259		7,259	
Gewinn je Aktie	3,39		3,08		3,24		3,83		3,96	

Aktionärsstruktur

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

Termine

01.06.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11.08.2016	Halbjahreszahlen 2016
10.11.2016	Zahlen drittes Quartal 2016

Kontaktadresse

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

Internet: www.cewe.de
Email: info@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
12.04.2016	58,97 €	Halten	65,00 €
03.03.2016	53,05 €	Kaufen	65,00 €
21.12.2015	55,02 €	Kaufen	65,00 €
19.11.2015	54,85 €	Kaufen	65,00 €
14.08.2015	49,66 €	Kaufen	60,00 €
18.05.2015	58,36 €	Halten	60,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,5%	60,0%
Halten	34,9%	40,0%
Verkaufen	11,6%	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.