

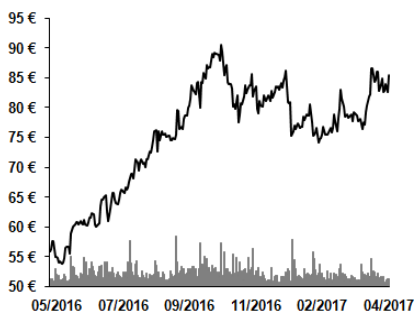
Akt. Kurs (25.04.2017, 10:42, Xetra): 85,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **90,00 (83,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte 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 Werbetrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	90,81 €	53,85 €
Aktueller Kurs:	85,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	67,5%	
Marktkapitalis.:	629,0 Mio. €	



Anlagekriterien

Vorsichtige Prognose 2017, aber erfreuliche Dividendenerhöhung

Ende März hat CEWE die endgültigen Geschäftszahlen für das Jahr 2016 publiziert und dabei die bereits im Vorfeld vorgelegten vorläufigen Daten bestätigt. Diese beinhalteten einen Umsatzanstieg um 7,0 Prozent auf 593,1 Mio. Euro sowie ein operatives Ergebnis (EBIT) von 47,0 Mio. Euro. Das Ergebnis vor Steuern stieg auf 46,2 Mio. Euro.

Bis dato noch nicht bekannt war das Nettoergebnis, dass mit 30,4 Mio. Euro unter unseren Erwartungen ausfiel. Ursächlich hierfür ist zum einen ein geänderter bilanzieller Ausweis der Drittanteile, die wir negativ und damit werterhöhend für die CEWE-Aktionäre geschätzt hatten. Zum anderen lag die Steuerquote statt der von uns erwarteten 30 bei über 34 Prozent. Dies resultierte insbesondere aus nicht steuerbaren Impairment-Abschreibungen, die die Gesellschaft im vierten Quartal auf futalis, DeinDesign und den britischen Standort vorgenommen hat. In Summe lagen diese Belastungen bei 6,9 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	554,2	593,1	610,0	625,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	36,4	47,0	51,9	54,7
<i>bisher</i>	---	---	51,3	54,2
Jahresüb.	22,5	30,4	34,6	36,6
<i>bisher</i>	---	33,1	35,2	37,2
Erg./Aktie	3,15	4,25	4,84	5,12
<i>bisher</i>	---	4,56	4,85	5,13
Dividende	1,60	1,80	2,00	2,20
<i>bisher</i>	---	1,65	1,70	---
KGV	27,0	20,0	17,6	16,6
Div.rendite	1,9%	2,1%	2,4%	2,6%

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

Nachdem CEWE auf EBIT-Ebene die ursprüngliche Ergebniserwartung von 40 bis 46 Mio. Euro mit nun ausgewiesenen 47 Mio. Euro übertroffen hat, ist dieses Resultat angesichts der vorgenommenen Impairment-Abschreibungen nochmals deutlich positiver einzuschätzen. Zwar fielen in 2016 auch positive Sondereffekte wie Verkaufserlöse für einen Standort in Polen, den Verkauf der US-Internetaktivitäten sowie die Erstausrüstung von Geschäftspartnern an. Der Gesamtsumme von ca. 2,8 Mio. Euro standen aber noch weitere Belastungen aus Restrukturierungen und vor allem Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen in ähnlicher Höhe entgegen. Das adjustierte operative EBIT hätte somit bei knapp 54 Mio. Euro gelegen.

Das Ergebnis je Aktie stieg auf 4,25 Euro. Angesichts der in den Vorjahren nur homöopathisch vorgenommenen Dividendenerhöhungen hatten wir mit einer Ausschüttung von lediglich 1,65 Euro je Aktie für 2016 gerechnet, uns aber gleichzeitig für eine Erhöhung der Ausschüttungsquote bzw. des Anhebungsbetrages ausgesprochen. Erfreulicherweise liegt der Vorschlag der Verwaltung nunmehr bei 1,80 Euro und damit ein ganzes Stück über unseren Erwartungen. Gleichwohl sinkt damit die Ausschüttungsquote gegenüber dem angepassten Vorjahreswert von 51 auf 42 Prozent.

Die ebenfalls auf der Bilanzpressekonferenz erstmals vorgestellte Gesamtjahresprognose für 2017 zeigt erwartungsgemäß weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum. So sollen die Erlöse in einer Bandbreite zwischen 585 und 615 Mio. Euro liegen. Das EBIT soll im Gleichklang 45 bis 51 Mio. Euro erreichen und das Vorsteuerergebnis 44,5 bis 50,5 Mio. Euro. Bei einem angepeilten Nachsteuerergebnis von 30 bis 34 Mio. Euro würde der Gewinn je Aktie dann in einer Bandbreite von 4,23 bis 4,81 Euro liegen.

Bewertung und Fazit

Auch wenn das nun veröffentlichte Nettoergebnis und der Gewinn je Aktie in 2016 unter unseren letzten Schätzungen ausfielen, so überwiegt die positive Überraschung beim Dividendenvorschlag sowie bei dem adjustierten operativen EBIT. Angesichts dieses um Sondereinflüsse bereinigten EBIT stufen wir allerdings den nun publizierten Ausblick der CEWE Stiftung & Co. KGaA für das laufende Geschäftsjahr als sehr konservativ ein, da das jeweilige untere Ende der Prognosebandbreiten unter den – inklusive einmaliger Impairment-Belastungen – ausgewiesenen Ergebnissen des Vorjahres liegt.

Den Hauptgrund für diese vorsichtige Herangehensweise des Managements sehen wir in der seit Jahresbeginn geltenden geänderten Umsatzsteuerthematik in Deutschland. Nachdem die Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher von 7 auf 19 Prozent zunächst bis Ende 2016 ausgesetzt worden war, werden Fotobücher nun seit dem 1. Januar 2017 mit dem erhöhten Umsatzsteuersatz belegt. Eine belastbare Aussage über die tatsächlichen Auswirkungen kann nach Angaben des Managements zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht getätigt werden. Wie bereits im letzten Jahr mehrfach angedeutet, geht CEWE von einer EBIT-Belastung zwischen null Euro und einem hohen einstelligen Millionen Euro-Betrag aus, der sich beispielsweise durch eine mögliche Nachfrage-reduzierung aufgrund der erhöhten Endkundenpreise ergeben kann.

Wir glauben jedoch, dass die auf Qualität ausgerichteten CEWE-Kunden deutlich weniger preissensitiv sind als bei einigen Wettbewerbern, die niedrigere Qualität zu günstigeren Preisen anbieten. Bei diesen dürfte sich die Umsatzsteuerthematik unseres Erachtens deutlicher auswirken. Ebenso erwarten wir weitere Ergebnissteigerungen im Stammgeschäft Fotofinishing, zusätzliche Margenausweitungen im Kommerziellen Online-Druck sowie auch im Einzelhandel eine – wenn auch nur geringfügige – Ergebnisverbesserung. Darüber hinaus wird die Belastung aus der Kaufpreisallokation für Saxoprint in 2017 deutlich zurückgehen, ehe sie 2018 vollends verschwindet. Wir gehen letztendlich nach den Impairment-Aufwendungen in 2016 zudem davon aus, dass sich diese im laufenden Geschäftsjahr nicht mehr wiederholen werden.

Folglich liegen wir mit unseren Ergebnisschätzungen für 2017 jeweils am oder leicht über den oberen Bandbreiten der Unternehmensguidance. Gegenüber unserem letzten Update haben wir hier bis auf die Dividendenschätzungen auch nur unwesentliche Anpassungen vorgenommen. Bei den erwarteten Dividendenzahlungen gehen wir nunmehr von ähnlichen Ausschüttungsquoten wie den für das abgelaufene Geschäftsjahr vorgeschlagenen 42 Prozent aus und heben unsere Erwartung für 2017 von 1,70 Euro auf 2,00 Euro. Für 2018 sollte dann eine weitere Erhöhung auf 2,20 Euro realistisch sein. Dies halten wir auch vor dem Hintergrund der in 2016 ausgeweiteten Nettoliquidität von 48,3 Mio. Euro für absolut gerechtfertigt, da sich diese nach unseren Erwartungen in den kommenden Perioden nochmals weiter erhöhen sollte.

Wir bekräftigen an dieser Stelle wiederum unsere grundsätzlich positive Einschätzung zu der Gesellschaft sowie dem Geschäftsmodell. Durch den starken Kursanstieg in den letzten zwölf Monaten haben sich die relevanten Bewertungsparameter jedoch deutlich erhöht. Folglich bestätigen wir nur unsere Halteempfehlung für die CEWE-Aktie. Aufgrund der nunmehr etwas expansiveren Dividendenpolitik sowie der angestiegenen Nettoliquidität von rund 6,55 Euro je Aktie erhöhen wir aber unser Kursziel von 83 auf 90 Euro.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2014		2015		2016		2017e		2018e	
Umsatzerlöse	523,8	99,8%	554,2	99,8%	593,1	100,0%	610,0	100,0%	625,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		7,0%		2,9%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,3	0,2%	0,3	0,0%	0,2	0,0%	0,3	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			16,4%		-76,8%		-31,5%		50,0%	
Gesamtleistung	524,9	100,0%	555,4	100%	593,4	100,0%	610,2	100,0%	625,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,8%		2,8%		2,5%	
Materialaufwand	162,7	31,0%	162,2	29,2%	168,6	28,4%	172,7	28,3%	177,3	28,4%
Veränderung zum Vorjahr			-0,3%		3,9%		2,4%		2,7%	
Personalaufwand	135,9	25,9%	143,7	25,9%	153,4	25,8%	157,4	25,8%	161,3	25,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,7%		2,7%		2,5%	
Sonstiges Ergebnis	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-190,4	-31,2%	-193,8	-31,0%
Veränderung zum Vorjahr			-8,8%		-3,9%		-5,1%		-1,8%	
EBITDA	66,0	12,6%	75,1	13,5%	90,3	15,2%	89,7	14,7%	92,9	14,9%
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		20,2%		-0,7%		3,5%	
Abschreibungen	33,5	6,4%	38,7	7,0%	43,3	7,3%	37,8	6,2%	38,1	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,7%		11,8%		-12,6%		0,8%	
EBIT	32,6	6,2%	36,4	6,6%	47,0	7,9%	51,9	8,5%	54,7	8,8%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		29,2%		10,3%		5,5%	
Finanzergebnis	-1,0	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			55,7%		-78,2%		38,9%		5,0%	
Ergebnis vor Steuern	31,5	6,0%	35,9	6,5%	46,2	7,8%	51,4	8,4%	54,2	8,7%
Steuerquote	32,0%		37,5%		34,3%		32,7%		32,5%	
Ertragssteuern	10,1	1,9%	13,5	2,4%	15,8	2,7%	16,8	2,8%	17,6	2,8%
Jahresüberschuss	21,4	4,1%	22,5	4,0%	30,4	5,1%	34,6	5,7%	36,6	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		35,2%		13,9%		5,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	21,4	4,1%	22,5	4,0%	30,4	5,1%	34,6	5,7%	36,6	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		35,2%		13,9%		5,9%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,962		7,133		7,146		7,146		7,146	
Gewinn je Aktie	3,08		3,15		4,25		4,84		5,12	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Old Mutual PLC, London	3,0%
Eigene Aktien	2,1%
Streubesitz	67,5%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. Old Mutual</i>	<i>70,5%)</i>

Termine

11.05.2017	Zahlen erstes Quartal 2017
31.05.2017	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
10.08.2017	Halbjahreszahlen 2017
10.11.2017	Zahlen drittes Quartal 2017

Kontaktadresse

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

Email: info@cewe.de

Internet: company.cewe.de (Unternehmen) und www.cewe.de (Produkte)

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 „Kaufen“ 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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
28.02.2017	77,98 €	Halten	83,00 €
30.11.2016	82,70 €	Halten	83,00 €
15.11.2016	78,78 €	Halten	80,00 €
17.05.2016	55,80 €	Kaufen	65,00 €
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 31.03.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,8%	31,2%
Halten	64,2%	68,8%
Verkaufen	3,0%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CEWE Stiftung & Co. KGaA	1, 5, 7

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.