

Akt. Kurs (16.06.2017, 09:17, Xetra): 74,90 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **90,00 (90,00) EUR**

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

Kurzportrait

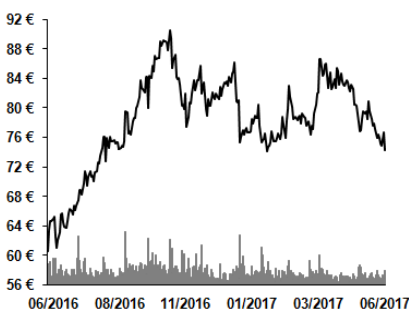
Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	90,81 €	57,05 €
Aktueller Kurs:	74,90 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	67,5%	
Marktkapitalis.:	554,3 Mio. €	

Anlagekriterien

Zweites Auftaktquartal in Folge mit positivem operativem Ergebnis

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2017 wies CEWE einen geringfügigen Umsatzrückgang auf 118,6 (Vj. 119,2) Mio. Euro aus. Auch das EBIT gab minimal von 0,65 auf 0,59 Mio. Euro nach. Damit bewegte es sich jedoch zum zweiten Mal in der Unternehmensgeschichte in Folge im traditionell schwachen Auftaktquartal im positiven Bereich. Zudem ist zu berücksichtigen, dass in den Vorjahreszahlen ein Sonderertrag aus dem Verkauf der US-Internetaktivität „Smilebooks“ in Höhe von 0,4 Mio. Euro enthalten war. Bereinigt um sämtliche Einmaleffekte verbesserte sich das EBIT von 0,9 auf 1,0 Mio. Euro. Das Finanzergebnis drehte mit plus 75 (-67) TEUR in den positiven Bereich. Nach nahezu unveränderten Steuern stieg der Periodenüberschuss auf 0,48 (0,39) Mio. Euro entsprechend 0,07 (0,06) Euro je Aktie.



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>	---	---	---	---
Jahresüb.	22,5	30,4	34,6	36,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	3,15	4,25	4,84	5,12
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,60	1,80	2,00	2,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	23,8	17,6	15,5	14,6
Div.rendite	2,1%	2,4%	2,7%	2,9%

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

Bei Betrachtung der einzelnen Geschäftsbereiche zeigt sich ein differenziertes Bild. Im größten Segment Fotofinishing ging der Absatz der CEWE FOTOBUCHER um 9,3 Prozent zurück. Hier wirkte sich neben dem außergewöhnlich hohen Plus im Vorjahresquartal die Einstellung der Belieferung eines Handelspartners, mit dem nur schwache Margen erzielt werden konnten, aus. Zudem war in den Vorjahreszahlen noch die zwischenzeitlich veräußerte „Smilebooks“ enthalten. In welchem Umfang auch Effekte aus der Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher in Deutschland und Österreich eine Rolle spielten, ist nicht abschätzbar.

Zwar konnte der Rückgang bei den Fotobüchern absatzseitig nicht durch Steigerungen bei anderen Markenprodukten wie CEWE WANDBILDERN, CEWE KALENDERN oder CEWE GRUSSKARTEN kompensiert werden, da diese überwiegend nur als je ein Bild in die Statistik einfließen, während bei den Fotobüchern jeweils die Anzahl der darin enthaltenen Bilder erfasst wird. Allerdings führte der weiter gewachsene Anteil der Mehrwertprodukte zu einem erneuten kräftigen Anstieg des Umsatzes pro Foto um 10,4 Prozent von 17,72 auf 19,55 Cent, so dass auf der Erlösseite per Saldo ein leichtes Plus von 0,1 Prozent auf 85,6 Mio. Euro erzielt werden konnte. Dabei verbesserte sich auch das Segment-EBIT von 1,2 auf 1,3 Mio. Euro. Bereinigt um Sondereffekte hätte es sogar bei 1,5 (0,9) Mio. Euro gelegen.

Der Kommerzielle Online-Druck litt unter dem Brexit-Votum, das neben einem Nachfragerückgang in Großbritannien auch noch zu Währungsverlusten des britischen Pfundes von über 10 Prozent führte. Zusätzlich belastete in Belgien und den Niederlanden die Umstellung auf die Marke Saxoprint. So konnte das Segment nach den hohen Wachstumsraten der Vorjahre lediglich ein leichtes Umsatzplus von 0,6 Prozent auf 20,6 Mio. Euro erzielen. Immerhin blieb auch hier das EBIT mit 0,1 (0,5) Mio. Euro knapp im schwarzen Bereich.

Aufgrund der weiteren Reduktion margenschwacher Produktbereiche gingen die Erlöse im Einzelhandel erneut deutlich um 8,0 Prozent auf 11,8 Mio. Euro zurück. Dabei konnte das Segment-EBIT jedoch nochmals um 0,1 auf minus 0,3 Mio. Euro verbessert werden.

Unternehmensausblick bestätigt

Anlässlich der Veröffentlichung der Quartalszahlen hat CEWE die bereits im Rahmen des Geschäftsberichts 2016 vorgestellte Guidance für 2017 bestätigt. Demgemäß soll bei Umsätzen in einer Bandbreite zwischen 585 und 615 Mio. Euro ein EBIT im Bereich von 45 bis 51 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Das Nachsteuerergebnis soll in einem Korridor zwischen 30 bis 34 Mio. Euro ausfallen, was einem Gewinn je Aktie von 4,23 bis 4,81 Euro entsprechen würde.

Wie bereits in unserem letzten Research vom 25. April 2017 dargelegt, erachten wir den Unternehmensausblick allerdings als sehr konservativ, da das jeweilige untere Ende der Prognosebandbreiten unter den – inklusive einmaliger Impairment-Belastungen – ausgewiesenen Vorjahresergebnissen liegt. Den Hauptgrund für diese unserer Meinung nach vorsichtige Herangehensweise des Managements sehen wir in der seit Jahresbeginn in Deutschland geltenden Erhöhung der Umsatzsteuer auf Fotobücher von 7 auf 19 Prozent. Hier geht CEWE weiterhin von einer EBIT-Belastung zwischen null Euro und einem hohen einstelligen Millionen-Euro-Betrag aus, der sich beispielsweise durch eine mögliche Nachfragereduzierung aufgrund der erhöhten Endkundenpreise ergeben kann.

Eine belastbare Aussage über die tatsächlichen Auswirkungen kann nach Angaben des Vorstands allerdings wahrscheinlich erst im Schlussquartal, in dem der Großteil der CEWE-Fotobücher umgesetzt wird, getroffen werden. Wir glauben jedoch unverändert, 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. Angesichts dessen sowie der vorgelegten Quartalszahlen behalten wir unsere Schätzungen daher unverändert bei.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2017 lagen insgesamt im Rahmen unserer Erwartungen. Als sehr erfreulich werten wir dabei, dass CEWE zum zweiten Mal in der Unternehmensgeschichte in Folge im traditionell schwachen Auftaktquartal ein positives operatives Ergebnis erzielen konnte.

Belastungen im Kommerziellen Online-Druck aus dem Brexit-Votum der Briten sowie einer Markenumstellung bei Saxoprint standen weitere Zuwächse im Kerngeschäft Fotofinishing gegenüber, die vor allem aus dem anhaltend steigenden Anteil margenstarker Mehrwertprodukte resultierten. Im Einzelhandel führte die Restrukturierung zu einer weiteren leichten Ergebnisverbesserung.

Unverändert bekräftigen wir unsere grundsätzlich positive Einschätzung zu der Gesellschaft sowie dem Geschäftsmodell. Dabei sehen wir vor allem in der Beliebtheit und Bekanntheit des Ankerprodukts CEWE FOTOBUCH, dessen ungestützte Markenbekanntheit per Januar 2017 im Vorjahresvergleich weiter von 44 auf 51 Prozent zulegen konnte, einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil. Insgesamt bestätigen wir daher unser Kursziel von 90 Euro für die CEWE-Aktie, erhöhen aber aufgrund des derzeit zurückgekommenen Kursniveaus unsere Einstufung von „Halten“ auf „Kaufen“.

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%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	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

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
25.04.2017	85,00 €	Halten	90,00 €
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 €

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.