

Akt. Kurs (21.08.2017, 16:21, Xetra): 74,65 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **86,00 (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 europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sog. Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel (CEWE RETAIL) vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Im noch relativ jungen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden Werbeprodukte produziert und vermarktet.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	90,81 €	70,78 €
Aktueller Kurs:	74,65 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	67,5%	
Marktkapitalis.:	552,4 Mio. €	

Anlagekriterien

Unterschiedliche Entwicklung der Geschäftsfelder im ersten Halbjahr 2017

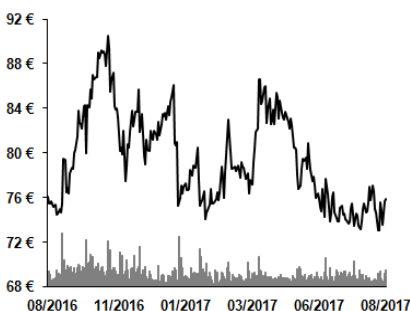
Kürzlich hat CEWE die Zahlen für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht, die insgesamt für uns keine großen Überraschungen beinhalteten. Im größten Geschäftsfeld Fotofinishing ging der Absatz der CEWE FOTOBÜCHER im ersten Halbjahr um 7,9 Prozent zurück. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Vorjahresvergleichswert außergewöhnlich hoch ausgefallen ist, was wahrscheinlich auch daraus resultierte, dass das CEWE FOTOBUCH Ende 2015 von der Stiftung Warentest zum Testsieger bei Fotobüchern gekürt worden war.

Darüber hinaus wirkte sich im laufenden Geschäftsjahr die Einstellung der Belieferung eines Handelspartners, mit dem nur schwache Margen erzielt werden konnten, negativ aus. Zudem war in den Vorjahreszahlen noch die im ersten Quartal 2016 veräußerte „Smilebooks“ enthalten. Allerdings belastete wohl auch die seit dem 01. Januar 2017 wirksame Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher in Deutschland. Dem Absatzzrückgang begegnete das Unternehmen mit einem deutlich ausgebauten Marketing. Dadurch konnte zum einen die Markenbekanntheit weiter erhöht und zum anderen auch der Absatz von anderen Mehrwertprodukten wie z. B. CEWE WANDBILDERN, CEWE KALENDERN, Handyhüllen und weiteren Fotogeschenken gesteigert werden.

Da diese Markenprodukte aber überwiegend nur als je ein Bild in die Statistik einfließen, während bei den Fotobüchern jeweils die Anzahl der darin enthaltenen Bilder erfasst wird, ging die Anzahl der abgesetzten Fotos ebenfalls um 6,8 Prozent zurück. Der weiter gewachsene Anteil der Mehrwertprodukte führte jedoch zu einem erneuten Anstieg des Umsatzes pro Foto um 8,0 Prozent von 18,02 auf 19,46 Cent, so dass das Geschäftsfeld Fotofinishing auf der Erlösseite insgesamt sogar ein leichtes Plus von 0,7 Prozent auf 167,7 (Vj. 166,6) Mio. Euro auswies.

Dabei verdreifachte sich das Segment-EBIT auf 1,6 (0,5) Mio. Euro. Hierin waren allerdings ein Ertrag aus einem Grundstücksverkauf von 0,5 Mio. Euro sowie weitere Einmaleffekte enthalten. Aber auch bereinigt um alle Sondereffekte fiel das EBIT mit 1,32 Mio. Euro trotz deutlich erhöhter Marketingaufwendungen nur minimal unter dem Vorjahreswert von 1,37 Mio. Euro aus.

Im Geschäftsfeld Einzelhandel sanken die Erlöse bedingt durch die anhaltende Reduktion margenschwacher Umsätze erneut um 8,3 Prozent auf 25,0 (27,3) Mio. Euro. Dabei stieg der Anteil der Online-Erlöse weiter auf mittlerweile 46 (43) Prozent. Das Segment-EBIT bewegte sich auf dem Vorjahresniveau von minus 0,4 Mio. Euro.



Kennzahlen

	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	554,2	593,1	600,0	615,0
<i>bisher</i>	---	---	610,0	625,0
EBIT	36,4	47,0	49,5	52,7
<i>bisher</i>	---	---	51,9	54,7
Jahresüb.	22,5	30,4	33,1	35,2
<i>bisher</i>	---	---	34,6	36,6
Erg./Aktie	3,15	4,25	4,63	4,93
<i>bisher</i>	---	---	4,84	5,12
Dividende	1,60	1,80	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	2,00	2,20
KGV	23,7	17,6	16,1	15,1
Div.rendite	2,1%	2,4%	2,5%	2,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

J. Nielsen und A. Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck litt weiterhin unter dem Brexit-Votum der Briten, das neben Währungsverlusten des britischen Pfundes von rund 11 Prozent auch zu einem Nachfragerückgang in Großbritannien führte. Daraus resultierend musste CEWE hier einen leichten Umsatzrückgang von 1,6 Prozent auf 40,5 (41,1) Mio. Euro verbuchen. Unter Herausrechnung der negativen Brexit-Effekte hätte das Segment zumindest ein kleines Wachstum von einem Prozent erzielt.

Bedingt durch geringere Deckungsbeiträge aufgrund der fehlenden Umsätze sowie Sonderbelastungen aus der Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Gruppe in Höhe von 0,3 Mio. Euro drehte das Segment-EBIT mit minus 0,2 (+0,8) Mio. Euro in den roten Bereich. Da sich der Brexit-Effekt nun gejäht hat, erwartet das Management aber für die zweite Jahreshälfte einen positiveren Verlauf und bestätigte die Gesamtjahresplanung eines positiven EBIT.

Insgesamt nach sechs Monaten auf Kurs

Auf Konzernebene konnte der Umsatzzuwachs im Fotofinishing die Rückgänge in den beiden anderen Geschäftsfeldern nicht vollständig kompensieren, so dass die Erlöse nach sechs Monaten mit 234,6 Mio. Euro minimal hinter dem Vorjahreswert von 236,0 Mio. Euro zurückblieben. Dabei resultierte aus der Reduktion der margenschwachen Produktbereiche im Einzelhandel eine überproportionale Entlastung beim Materialaufwand um 3,9 Prozent. Dagegen führte der Personalaufbau beim Fotofinishing und dem Kommerziellen Online-Druck zu einem Anstieg der Personalaufwendungen um 3,7 Prozent.

In Summe verbesserte sich das EBIT leicht auf minus 0,44 (Vj. -0,46) Mio. Euro. Bereinigt um sämtliche Sondereffekte stand allerdings ein deutlicher Rückgang von plus 1,5 auf minus 0,1 Mio. Euro in den Büchern. Das Finanzergebnis drehte mit plus 35 (-156) TEUR in den positiven Bereich. Nach Steuern belief sich das Periodenergebnis im ersten Halbjahr auf minus 0,34 (-0,39) Mio. Euro bzw. rundungsbedingt unverändert minus 0,05 Euro je Aktie.

Unternehmensausblick bekräftigt

Im Rahmen der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das CEWE-Management seine Guidance für das Gesamtjahr 2017 abermals bestätigt. Demgemäß soll unter Berücksichtigung der Effekte aus der Umsatzsteuererhöhung auf Fotobücher bei Erlösen in einer Bandbreite zwischen 585 und 615 Mio. Euro ein EBIT im Bereich von 45 bis 51 Mio. Euro erzielt 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.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt der Konzern umsatzseitig mit knapp 592 Mio. Euro im unteren Viertel der Planungsbandbreite. Das rollierende EBIT erreichte im gleichen Zeitraum einen Wert von 47 Mio. Euro, der sich damit im unteren Drittel des Erwartungskorridors bewegt. Allerdings sind hier noch Impairment-Abschreibungen aus dem Schlussquartal 2016 von 6,9 Mio. Euro enthalten, sie sich in dieser Höhe nicht wiederholen sollen.

Angesichts des im größten Geschäftsfeld Fotofinishing seit etlichen Jahren anhaltenden Trends der saisonalen Umsatzverschiebung vom dritten in das vierte Quartal könnte das laufende Vierteljahr möglicherweise etwas schwächer ausfallen. Diese Entwicklung sollte aber im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem der Großteil der CEWE-FOTOBÜCHER und anderen Mehrwertprodukte umgesetzt wird, wieder aufgeholt werden können.

GSC-Schätzungen leicht adjustiert

Auf Basis der vorlegten Halbjahreszahlen sowie der rollierenden Zwölfmonatszahlen haben wir unsere Schätzungen etwas zurückgenommen. Dabei berücksichtigen wir auch, dass der endgültige Effekt aus der Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher erst im vierten Quartal des laufenden Geschäftsjahres absehbar werden dürfte.

Nunmehr erwarten wir in 2017 den Umsatz mit 600 Mio. Euro in der Mitte des Prognosekorridors. Angesichts der in diesem Jahr nicht mehr so hoch erwarteten Impairment-Abschreibungen sehen wir die Ergebniskennzahlen jedoch weiterhin im oberen Bereich der Guidance. So schätzen wir das EBIT auf 49,5 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern auf 33,1 Mio. Euro entsprechend 4,63 Euro je Aktie. Dabei können wir uns eine neuerliche Dividendenanhebung auf 1,90 Euro je Aktie vorstellen.

In 2018 gehen wir unverändert von einem weiteren Umsatzwachstum um 2,5 Prozent aus, so dass die Erlöse auf Basis unserer zurückgenommenen Vorjahresschätzung dann 615 Mio. Euro erreichen sollten. Dabei sehen wir das EBIT überproportional auf 52,7 Mio. Euro zulegen und den Jahresüberschuss nach Steuern entsprechend auf 35,2 Mio. Euro bzw. 4,93 Euro je Aktie vorankommen. Auf dieser Basis erwarten wir eine erneute Erhöhung der Dividende auf dann 2,00 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Die Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum ersten Halbjahr 2017 lagen insgesamt im Rahmen der Unternehmensplanungen. Im größten Bereich Fotofinishing konnten die Erlöse trotz der sehr hohen Vorjahresbasis sowie Belastungen durch einige Sonderfaktoren und wohl auch durch die seit Jahresbeginn wirksame Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher in Deutschland leicht gesteigert werden. Hier führte der weiter gewachsene Anteil der margenstarken Mehrwertprodukte zu einem erneuten kräftigen Anstieg des Umsatzes pro Foto.

Im Einzelhandel schreitet die Reduktion margenschwacher Produktbereiche voran, womit entsprechende planmäßige Umsatzrückgänge verbunden sind. Im Kommerziellen Online-Druck sollten die negativen Effekte aus dem Brexit-Votum der Briten in der zweiten Jahreshälfte nachlassen, nachdem sich der Brexit-Effekt nun gejäht hat.

Die rollierenden Zwölfmonatszahlen bewegen sich momentan eher im unteren Bereich der Guidance. Angesichts dessen und da der endgültige Effekt aus der Umsatzsteuererhöhung auf den Absatz des Ankerprodukts CEWE FOTOBUCH erst im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft abschätzbar werden dürfte, haben wir unsere Prognosen leicht zurückgenommen.

Dabei bestätigen wir jedoch unsere grundsätzlich positive Einschätzung zu der Gesellschaft und dem Geschäftsmodell. Positiv werten wir auch, dass das Unternehmen im ersten Halbjahr seine Markenbekanntheit weiter erhöhen und damit auch den Absatz der anderen Mehrwertprodukte steigern konnte. Zudem ist CEWE mit einer Eigenkapitalquote von 62,4 Prozent per 30. Juni 2017 weiterhin sehr komfortabel aufgestellt und obendrein ein verlässlicher Dividendenzahler. Auf Basis unserer Schätzungen beläuft sich die Rendite aktuell auf ordentliche 2,5 Prozent.

Insgesamt nehmen wir daher zwar unser Kursziel für die CEWE-Aktie leicht auf 86 Euro zurück, behalten aber unsere Kaufempfehlung bei.

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%	600,0	100,0%	615,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		7,0%		1,2%		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%	600,2	100,0%	615,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,8%		1,1%		2,5%	
Materialaufwand	162,7	31,0%	162,2	29,2%	168,6	28,4%	169,1	28,2%	173,5	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			-0,3%		3,9%		0,3%		2,6%	
Personalaufwand	135,9	25,9%	143,7	25,9%	153,4	25,8%	156,1	26,0%	159,4	25,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,7%		1,8%		2,1%	
Sonstiges Ergebnis	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-185,5	-30,9%	-190,7	-31,0%
Veränderung zum Vorjahr			-8,8%		-3,9%		-2,4%		-2,8%	
EBITDA	66,0	12,6%	75,1	13,5%	90,3	15,2%	89,6	14,9%	91,7	14,9%
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		20,2%		-0,8%		2,3%	
Abschreibungen	33,5	6,4%	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,1	6,7%	39,0	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			15,7%		11,8%		-7,4%		-2,7%	
EBIT	32,6	6,2%	36,4	6,6%	47,0	7,9%	49,5	8,3%	52,7	8,6%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		29,2%		5,3%		6,4%	
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%	49,0	8,2%	52,2	8,5%
Steuerquote	32,0%		37,5%		34,3%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	10,1	1,9%	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,9	2,7%	17,0	2,8%
Jahresüberschuss	21,4	4,1%	22,5	4,0%	30,4	5,1%	33,1	5,5%	35,2	5,7%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		35,2%		9,0%		6,5%	
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%	33,1	5,5%	35,2	5,7%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		35,2%		9,0%		6,5%	
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		4,63		4,93	

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

10.11.2017 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
16.06.2017	74,90 €	Kaufen	90,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,8%	41,2%
Halten	64,2%	52,9%
Verkaufen	3,0%	5,9%

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. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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.