

Akt. Kurs (18.05.2018, 11:18, Xetra): 90,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **94,00 (94,00) 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 sogenannten 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 Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	93,30 €	70,69 €
Aktueller Kurs:	90,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	68,0%	
Marktkapitalis.:	666,0 Mio. €	

Anlagekriterien

Gelungener Jahresauftakt 2018

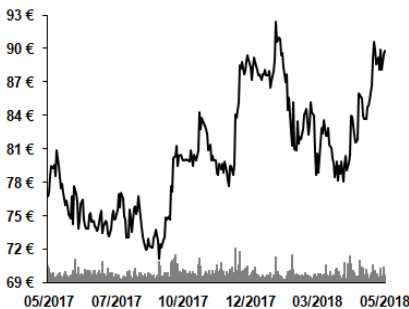
Getragen von einem starken organischen Wachstum im größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing sowie den Effekten aus der Erstkonsolidierung der Akquisitionen Cheerz und LASERLINE ist CEWE mit einer kräftigen Umsatzsteigerung in das laufende Geschäftsjahr gestartet. So konnten die Oldenburger im ersten Quartal 2018 ein Erlösplus von 10,1 Prozent auf 130,6 (Vj. 118,6) Mio. Euro vermelden. Hiervon entfielen nach unseren Schätzungen rund 5,7 Mio. Euro bzw. 4,8 Prozent auf organisches Wachstum und 6,3 Mio. Euro entsprechend 5,3 Prozent auf die seit Januar (LASERLINE) bzw. Februar (Cheerz) konsolidierten Zukäufe.

Dabei wurde trotz der Integrationskosten für die beiden Übernahmen mit einem EBIT auf dem Vorjahresniveau von 0,6 Mio. Euro nun bereits zum dritten Mal in Folge schon im Auftaktquartal ein positives EBIT erzielt. Aufgrund des im Zusammenhang mit den Akquisitionsfinanzierungen gestiegenen Zinsaufwands kam nach Steuern ein von 0,5 auf 0,1 Mio. Euro ermäßigtes Periodenergebnis zum Ausweis. Ohne die temporären Belastungen aus den Zukäufen hätte das Ergebnis bei 1,3 Mio. Euro gelegen.

Kräftig gesteigertes EBIT im Fotofinishing ...

Auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder konnten die deutlichen Umsatzzuwächse beim Fotofinishing und dem Kommerziellen Online-Druck einen Erlösrückgang beim Einzelhandel klar überkompensieren. Im Geschäftsfeld Fotofinishing, das gut 72 Prozent zum Konzernumsatz beisteuerte, kletterten die Erlöse um 10,4 Prozent auf 94,5 (Vj. 85,6) Mio. Euro, womit sie den oberen Rand der Unternehmensplanung von 87,9 bis 94,4 Mio. Euro sogar leicht übertrafen. Dabei wurde das Wachstum neben dem Beitrag von Cheerz vor allem organisch erwirtschaftet.

Maßgeblichen Anteil daran hatte die sehr erfreuliche Entwicklung beim Absatz des Ankerprodukts CEWE FOTOBUCH. Nachdem dieser im Vorjahresvergleichszeitraum deutlich unter strukturellen Basiseffekten sowie der Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher in Deutschland gelitten hatte, konnte nunmehr wieder ein kräftiges Plus von 7,7 Prozent vermeldet werden. Dabei stieg in Deutschland im Jahresvergleich die ungestützte Markenbekanntheit auf 57 (51) Prozent und die gestützte Markenbekanntheit auf 75 (70) Prozent. Zudem wurden auch in Frankreich, Dänemark und Rumänien bei der ungestützten Markenbekanntheit Wachstumsraten zwischen 6 und 11 Prozent erreicht.



Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	593,1	599,4	663,0	683,0
<i>bisher</i>	---	---	659,0	676,0
EBIT	47,0	49,2	53,9	59,3
<i>bisher</i>	---	---	53,6	58,9
Jahresüb.	30,4	33,6	36,0	39,9
<i>bisher</i>	---	---	---	39,7
Erg./Aktie	4,25	4,70	5,02	5,57
<i>bisher</i>	---	---	5,03	5,54
Dividende	1,80	1,85	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	21,2	19,2	17,9	16,2
Div.rendite	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%

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

Aber auch bei den übrigen Mehrwertprodukten wie CEWE KALENDER, CEWE CARDS und anderen Fotogeschenken sowie den in den Geschäften ausgedruckten CEWE SOFORTFOTOS konnten teilweise zweistellige Absatzzuwächse verbucht werden. So entwickelte sich die Anzahl der abgesetzten Fotos mit einem Anstieg von 6,4 Prozent ebenfalls oberhalb der Unternehmensplanung. Dabei legte der Umsatz pro Foto infolge der unverändert anhaltenden Verschiebung von einfachen Fotoabzügen zu Mehrwertprodukten im Jahresvergleich um 3,7 Prozent von 19,55 auf 20,28 Cent zu. Auf dieser Basis kletterte das EBIT im Fotofinishing trotz eines noch negativen Beitrags von Cheerz kräftig von 1,3 auf 1,9 Mio. Euro.

Bei Betrachtung dieser Zahlen ist einerseits zu berücksichtigen, dass das für das Fotofinishing relevante Vorostergeschäft in diesem Jahr in das erste Quartal fiel, während es sich 2017 hauptsächlich erst im April niedergeschlagen hatte. Andererseits wies das Auftaktquartal 2018 allerdings auch feiertagsbedingt zwei Produktionstage weniger als im Vorjahr auf.

... fängt negative EBIT-Beiträge der übrigen Geschäftsfelder auf

Im Geschäftsfeld Einzelhandel führte nach der vermeintlichen Bodenbildung im zweiten Halbjahr 2017 vor allem die schwierige Marktentwicklung bei hochwertigen Spiegelreflexkameras nunmehr zu einem erneuten Erlösrückgang um 8,0 Prozent auf 10,8 (Vj. 11,8) Mio. Euro. Dabei konnten jedoch die Fotoumsätze, die im Geschäftsfeld Fotofinishing ausgewiesen werden, um 4,7 Prozent gesteigert werden. Das Segment-EBIT verschlechterte sich in dem beim Einzelhandel traditionell defizitären ersten Quartal auf minus 0,5 (-0,3) Mio. Euro.

Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck führte die Erstkonsolidierung von LASERLINE zu einem Umsatzsprung um 18,8 Prozent auf 24,4 (20,6) Mio. Euro. Das organische Geschäft stagnierte hingegen infolge eines anhaltenden Preisdrucks im Inland sowie des – trotz des bereits im Juli 2017 gejährten Brexit-Votums – weiter von Währungs- und Nachfrageverlusten geprägten Geschäfts in Großbritannien. Nach Integrationskosten für LASERLINE von 0,2 Mio. Euro und Sonderbelastungen aus der Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Gruppe von 0,1 Mio. Euro drehte das Segment-EBIT von plus 0,1 Mio. Euro im Vorjahr auf minus 0,5 Mio. Euro in den roten Bereich. Dabei wirkten sich auch zwei Produktionstage weniger im saisonal wichtigen März sowie gestiegene Papier-, Marketing- und Logistikkosten negativ aus.

Das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Immobilienbesitz, die Beteiligung futalis sowie Struktur- und Gesellschaftskosten abgebildet werden, wies bei ausschließlich auf futalis entfallenden Erlösen von 0,9 (0,7) Mio. Euro ein von minus 0,5 auf minus 0,4 Mio. Euro verbessertes EBIT aus.

Auszeichnung für das CEWE-FOTOBUCH

Der hohe Qualitätsanspruch des CEWE FOTOBUCHs wurde jüngst auch durch einen Award des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) unterstrichen. In der Kategorie „Best Photo Print Service“ erhielt CEWE den „TIPA World Award 2018“, der als die weltweit begehrteste Auszeichnung für Foto- und Imaging-Produkte gilt.

Dabei überzeugten die Möglichkeiten zur Veredelung der Hardcover-Einbände des CEWE FOTOBUCHs durch Gold- und Silberelemente oder erhabenen Effektlack, wodurch es nicht nur optisch, sondern auch haptisch erlebbar wird. Zudem lobte die Jury auch den intuitiven, onlinegeführten Prozess zu individuellen Gestaltung des CEWE FOTOBUCHs. Die offizielle Preisverleihung findet am 26. September auf der weltweiten Branchenleitmesse photokina in Köln statt.

GSC-Schätzungen geringfügig angepasst

Angesichts der positiven Entwicklung im ersten Quartal hat der Vorstand die bisherige Guidance für 2018 bestätigt. Diese sieht bei Umsätzen von 630 bis 665 Mio. Euro und in diesem Jahr noch negativen Ergebnisbeiträgen der beiden Akquisitionen beim EBIT einen Wert zwischen 48 und 54 Mio. Euro. Für das Vorsteuerergebnis wird ein Korridor von 47,5 bis 53,5 Mio. Euro angepeilt. Der Jahresüberschuss nach Steuern soll im Bereich zwischen 33 und 37 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 4,55 bis 5,13 Euro ausfallen.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt CEWE beim EBIT mit 49,3 Mio. Euro, beim EBT mit 48,4 Mio. Euro und beim Nachsteuerergebnis mit 33,2 Mio. Euro bereits jetzt jeweils im unteren Bereich der Guidance. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass aus den beiden Übernahmen in 2018 Belastungen von insgesamt rund 4 Mio. Euro erwartet werden, wobei die Verbuchung der Kaufpreisallokationen erst zum Jahresende erfolgt.

Auf der Grundlage der Quartalszahlen haben wir unsere Schätzungen gegenüber dem letzten Research vom 04. April leicht adjustiert. So prognostizieren wir jetzt in 2018 bei Umsätzen von 663 Mio. Euro ein EBIT von 53,9 Mio. Euro. Das Ergebnis sehen wir vor Steuern bei 52,5 Mio. Euro sowie nach Steuern und Anteilen Dritter bei 36,0 Mio. Euro. Bei einem geschätzten EPS von 5,02 Euro erwarten wir eine weitere Dividendenerhöhung auf 1,90 Euro.

In 2019 gehen wir nun bei einem Umsatzwachstum von 3,0 Prozent auf 683 Mio. Euro von einem Anstieg des EBIT auf 59,3 Mio. Euro entsprechend einer EBIT-Marge von 8,7 Prozent aus. Nach Steuern und Anteilen Dritter prognostizieren wir einen Jahresüberschuss von 39,9 Mio. Euro entsprechend 5,57 Euro je Aktie. Dabei erwarten wir einen Anstieg der Dividende auf 2,00 Euro.

Bewertung und Fazit

Neben den erstmals konsolidierten Akquisitionen Cheerz und LASERLINE bescherte auch ein ordentliches organisches Wachstum von geschätzt 4,8 Prozent der CEWE Stiftung & Co. KGaA einen gelungenen Start in das laufende Geschäftsjahr 2018. Dabei konnte die Gesellschaft nun bereits im dritten Jahr in Folge im Auftaktquartal ein positives EBIT ausweisen.

Getragen wurde diese Entwicklung vom Fotofinishing, dessen Profitabilität infolge des anhaltenden Produktmixwandels zu margenstarken Mehrwertprodukten weiter anstieg. Sehr erfreulich entwickelte sich dabei vor allem der Absatz des CEWE FOTOBÜCHS, der nach dem durch Basiseffekte und die Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher in Deutschland belasteten Vorjahreswert nun mit einem Plus von 7,7 Prozent auf 1,25 Mio. Stück fast wieder das 2016er-Niveau von 1,28 Mio. Stück erreichen konnte.

Unverändert sind wir auch für die weitere Zukunft des Oldenburger Unternehmens positiv gestimmt. Zudem ist CEWE mit einer Eigenkapitalquote von 59,3 Prozent zum 31. März weiterhin sehr komfortabel aufgestellt und gilt als verlässlicher Dividendenzahler. Auf der am 06. Juni stattfindenden Hauptversammlung können die Anteilseigner über die neunte Dividendenerhöhung in Folge auf 1,85 Euro abstimmen, auf dieser Grundlage beträgt die aktuelle Rendite ordentliche 2,1 Prozent.

Auf Basis unserer geringfügig angepassten Schätzungen bestätigen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 94 Euro, nehmen jedoch die Einstufung auf dem seit unserem letzten Research deutlich gestiegenen Kursniveau von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2015		2016		2017		2018e		2019e	
Umsatzerlöse	554,2	99,8%	593,1	100,0%	599,4	99,8%	663,0	99,8%	683,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		1,1%		10,6%		3,0%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,3	0,2%	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-76,8%		238,7%		1,1%		0,0%	
Gesamtleistung	555,4	100%	593,4	100,0%	600,4	100,0%	664,0	100,0%	684,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		1,2%		10,6%		3,0%	
Materialaufwand	162,2	29,2%	168,6	28,4%	168,4	28,1%	187,2	28,2%	192,9	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		-0,1%		11,2%		3,0%	
Personalaufwand	143,7	25,9%	153,4	25,8%	160,3	26,7%	178,0	26,8%	186,0	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		4,5%		11,0%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-199,9	-30,1%	-202,8	-29,7%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-0,7%		-9,6%		-1,5%	
EBITDA	75,1	13,5%	90,3	15,2%	89,3	14,9%	98,9	14,9%	102,3	15,0%
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		-1,1%		10,8%		3,4%	
Abschreibungen	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,1	6,7%	45,0	6,8%	43,0	6,3%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		-7,4%		12,3%		-4,4%	
EBIT	36,4	6,6%	47,0	7,9%	49,2	8,2%	53,9	8,1%	59,3	8,7%
Veränderung zum Vorjahr			29,2%		4,7%		9,6%		9,9%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-1,4	-0,2%	-1,0	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-78,2%		59,3%		-320,4%		28,6%	
Ergebnis vor Steuern	35,9	6,5%	46,2	7,8%	48,9	8,1%	52,5	7,9%	58,3	8,5%
Steuerquote	37,5%		34,3%		31,3%		31,0%		31,0%	
Ertragssteuern	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,3	2,6%	16,3	2,5%	18,1	2,6%
Jahresüberschuss	22,5	4,0%	30,4	5,1%	33,6	5,6%	36,2	5,5%	40,2	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		8,0%		10,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,3		0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	22,5	4,0%	30,4	5,1%	33,6	5,6%	36,0	5,4%	39,9	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		7,1%		11,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,133		7,146		7,144		7,160		7,160	
Gewinn je Aktie	3,15		4,25		4,70		5,02		5,57	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	3,0%
Eigene Aktien	1,7%
Streubesitz	68,0%

Termine

06.06.2018	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
09.08.2018	Halbjahreszahlen 2018
13.11.2018	Zahlen drittes Quartal 2018

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 „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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
04.04.2018	78,10 €	Kaufen	94,00 €
12.03.2018	83,70 €	Halten	88,00 €
30.11.2017	79,47 €	Halten	88,00 €
23.11.2017	79,73 €	Halten	88,00 €
21.08.2017	74,65 €	Kaufen	86,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	30,9%	50,0%
Halten	63,2%	44,4%
Verkaufen	5,9%	5,6%

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.