

Akt. Kurs (18.11.2019, 10:20, Xetra): 87,50 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **98,00 (92,00) EUR**

Branche: Sonst. Konsumgüter (Foto)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWC.G.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 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. Weltweit ist das Unternehmen mit über 4.000 Mitarbeitern in 26 Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	90,80 €	59,50 €
Aktueller Kurs:	87,50 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	65,5%	
Marktkapitalis.:	647,5 Mio. €	

Anlagekriterien

Neunmonatszahlen 2019 über den eigenen Erwartungen

Nach den bereits starken Zuwächsen von 7,5 Prozent im ersten und 8,1 Prozent im zweiten Quartal konnte CEWE den Konzernumsatz im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2019 noch kräftiger um 11,1 Prozent auf 151,2 (Vj. 136,2) Mio. Euro steigern. Dies resultierte sowohl aus den jüngeren Akquisitionen als auch aus organischem Wachstum.

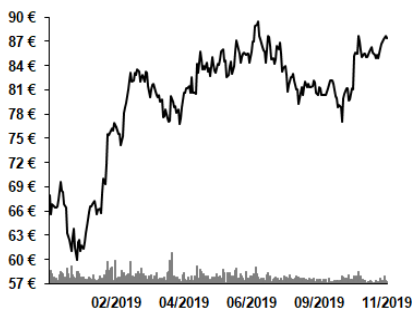
Auf dieser Basis kletterten die Konzernenerlöse im Neunmonatszeitraum ebenfalls deutlich um 8,9 Prozent von 388,8 auf 423,2 Mio. Euro. Dabei verbesserte sich das EBIT auf minus 0,6 (-2,4) Mio. Euro. Im Gleichklang erhöhte sich auch das Nachsteuerergebnis aus den fortgeführten Aktivitäten von minus 1,5 auf plus 0,1 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung des ebenfalls verbesserten, jedoch noch negativen Ergebnisbeitrags der zum Verkauf gestellten Beteiligung futalis (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 27.08.2019) belief sich das Periodenergebnis je Aktie auf minus 0,08 (-0,40) Euro.

Insgesamt lag die Entwicklung in den ersten neun Monaten damit über den eigenen Erwartungen. Vor diesem Hintergrund und mit Blick auf das nun laufende Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem traditionell rund 40 Prozent des Umsatzes und praktisch das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet werden, sieht sich CEWE gut gerüstet, auch für 2019 wieder „Alle Ziele erreicht“ vermelden zu können.

Positive EBIT-Entwicklung in allen Geschäftsfeldern

Getragen wurde die erfreuliche Entwicklung unverändert vom größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing, das nach 9,6 Prozent im Auftaktquartal und 13,3 Prozent im zweiten Quartal nun von Juli bis September einen Umsatzzuwachs von satten 15,7 Prozent auf 116,2 (Vj. 100,5) Mio. Euro erzielen konnte. Auf Neunmonatsbasis legten die Erlöse um 12,9 Prozent auf 316,9 (280,8) Mio. Euro zu. Neben den Akquisitionen Cheerz und WhiteWall, die seit Februar 2018 bzw. Juni 2019 konsolidiert werden, wuchs das Segment auch organisch ordentlich.

Den Hauptwachstumstreiber markierte dabei einmal mehr das Kernprodukt CEWE FOTOBUCH, von dem im Oktober das 60-millionste Exemplar übergeben werden konnte. Hier lag der Absatz mit einer Steigerung von 7,6 Prozent auf 3,97 (3,69) Millionen Stück nach neun Monaten signifikant über dem Zielkorridor von plus 1 bis 2 Prozent. Aber auch der Absatz der anderen Mehrwertprodukte wie CEWE CARDS, CEWE KALENDER oder CEWE WÄNDER entwickelten sich weiterhin positiv.



Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	599,4	653,3	712,0	750,0
<i>bisher</i>	---	---	703,0	741,0
EBIT	49,2	53,7	60,2	66,4
<i>bisher</i>	---	---	58,3	63,4
Jahresüb.	32,8	36,3	39,0	43,6
<i>bisher</i>	---	---	37,9	41,7
Erg./Aktie	4,59	5,06	5,42	6,06
<i>bisher</i>	---	---	5,30	5,82
Dividende	1,85	1,95	2,05	2,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	19,1	17,3	16,1	14,4
Div.rendite	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Dementsprechend wuchs auch die Anzahl der produzierten Fotos mit 6,9 Prozent deutlich über den eigenen Erwartungen. Dabei führte der seit Jahren zunehmend Erlösanteil der margenstarken Mehrwertprodukte zu einem weiteren Anstieg beim Umsatz pro Foto um 5,6 Prozent auf 21,00 (19,88) Cent. In der Folge kletterte das Segment-EBIT von 2,2 auf 3,2 Mio. Euro. Dies werten wir als umso beachtlicher, da hier auch aufgrund der Transaktionskosten für die WhiteWall-Übernahme noch planmäßig negative Ergebnisbeiträge dieser jüngsten Akquisition sowie des Foto-App-Spezialisten Cheerz enthalten sind.

Der mit 147 Geschäften in Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen, Schweden sowie in Oldenburg betriebene Einzelhandel (CEWE RETAIL) dient neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Da hier bewusst auf unprofitables Hardwaregeschäft verzichtet wird, entwickeln sich die Erlöse seit Jahren rückläufig, wobei das EBIT jedoch in etwa konstant bleibt. Dementsprechend sank der Umsatz der Sparte im Neunmonatszeitraum um 10,9 Prozent auf 31,2 (35,1) Mio. Euro, während das saisonbedingt noch negative EBIT mit minus 0,77 (-0,79) Mio. Euro stabil gehalten werden konnte. Dabei stiegen die Erlöse mit Fotofinishing-Produkten weiter an.

Der Kommerzielle Online-Druck verbuchte nach 3,3 Prozent im ersten und 1,4 Prozent im zweiten Quartal nun mit 3,9 Prozent im dritten Quartal wieder ein stärkeres Wachstum. Während sich SAXOPRINT erfreulich entwickelte, litt vor allem die höherpreisig positionierte LASERLINE unter dem anhaltenden Preisdruck in Deutschland. Im Neunmonatszeitraum kletterten die Erlöse um 2,8 Prozent auf 75,1 (73,0) Mio. Euro. Dabei kam das Segment-EBIT immerhin auf minus 2,3 (-3,6) Mio. Euro voran. Auch bereinigt um PPA-Abschreibungen bei SAXOPRINT und LASERLINE von 0,4 (0,8) Mio. Euro sowie die letztjährigen LASERLINE-Integrationskosten von 0,8 Mio. Euro stand eine leichte Verbesserung auf minus 1,9 (-2,0) Mio. Euro in den Büchern.

Das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Immobilienbesitz, Struktur- und Gesellschaftskosten sowie die zum Verkauf gestellte Beteiligung futalis abgebildet werden, wies bei ausschließlich auf futalis entfallenden Umsätzen von 4,0 (2,8) Mio. Euro ein auf minus 1,5 (-1,7) verbessertes EBIT aus, das vor allem auf operative Fortschritte bei futalis zurückzuführen ist.

Stärkung der Marke CEWE durch Photo Award und Produktinnovationen

Große mediale Aufmerksamkeit genoss die am 26. September 2019 in Wien zelebrierte Preisverleihung des CEWE Photo Award „Our world is beautiful“. Als Ausrichter dieses inzwischen weltweit größten Fotowettbewerbs baut die Gesellschaft die Positionierung der Marke CEWE als Synonym für Fotografie weiter aus. Dabei profitiert das Unternehmen auch von dem verfolgten Omni-Channel-Ansatz, der es den Kunden ermöglicht, Fotoprodukte über die CEWE-Fotostationen, online oder über Desktop-Anwendungen und Apps zu ordern.

Zudem hat CEWE pünktlich zur Vorweihnachtszeit, die regelmäßig vor allem im Fotofinishing, aber auch im Einzelhandel und im Kommerziellen Online-Druck die Saisonspitze markiert, wieder eine Reihe innovativer Fotoprodukt-Neuheiten auf den Markt gebracht. So kann das CEWE FOTOBUCH nun auch mit optisch und haptisch ansprechenden Leder- und Leineneinbänden sowie mit Hardcover-Veredelungen durch im Trend liegenden Rosé-Gold-Effektlack gestaltet werden. Darüber hinaus wurden unter anderem hochwertige Memory-Boxen zur Foto-Aufbewahrung, Kalender-Geschenkverpackungen, Fotomagnete in verschiedenen Designs sowie ein CEWE-Adventskalender mit kinder-Überraschungseiern neu eingeführt.

GSC-Schätzungen angehoben

Im Rahmen der Neunmonatszahlen hat CEWE die Guidance für 2019 erneut bestätigt. Demgemäß wird unverändert bei einem Erlöszuwachs von 3 bis 9 Prozent auf 675 bis 710 Mio. Euro nach Belastungen aus der WhiteWall-Akquisition von rund 1 Mio. Euro ein EBIT zwischen 51 und 58 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 50,5 bis 57,5 Mio. Euro und ein Gewinn nach Steuern von 35 bis 39 Mio. Euro bzw. 4,74 bis 5,40 Euro je Aktie in Aussicht gestellt.

Angesichts der positiven Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf und da sich das EBIT auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen mit 57,5 Mio. Euro nach neun Monaten bereits im oberen Bereich der Zielbandbreite bewegt, haben wir unsere Schätzungen angehoben. Konkret erwarten wir jetzt in 2019 bei einem Umsatzwachstum von 9,0 Prozent auf 712 Mio. Euro und einem EBIT von 60,2 Mio. Euro einen Gewinn nach Steuern und Ergebnis des aufgegebenen Geschäftsbereichs von 39,0 Mio. Euro bzw. 5,42 Euro je Aktie.

Auch infolge der erstmals ganzjährigen Konsolidierung von WhiteWall sehen wir in 2020 bei weiter auf 750 Mio. Euro steigenden Erlösen das EBIT überproportional auf 66,4 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern auf 43,6 Mio. Euro entsprechend 6,06 Euro je Aktie vorankommen. In 2021 halten wir dann bei Umsätzen von 776 Mio. Euro ein EPS von 6,60 Euro für denkbar. Dabei gehen wir davon aus, dass die Ausschüttungen in Fortführung der aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik weiter auf mindestens 2,05 Euro für 2019, 2,15 Euro für 2020 und 2,25 Euro für 2021 ansteigen.

Bewertung und Fazit

Für die ersten neun Monate 2019 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA einen sehr erfreulichen Geschäftsverlauf vermelden. So wuchs der Umsatz sowohl akquisitionsbedingt als auch organisch erneut kräftig um knapp 9 Prozent. Und auch das EBIT verbesserte sich deutlich, wobei wir es als besonders positiv erachten, dass diese Entwicklung von allen Geschäftsfeldern getragen wurde. Entscheidend für die Erreichung der Unternehmensziele ist allerdings letztlich wie immer das nun laufende vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE zuletzt 40 Prozent der Erlöse und den gesamten Jahresgewinn erwirtschaftete.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt CEWE per Ende September beim EBIT mit 57,5 Mio. Euro bereits im oberen Bereich der Guidance. Dabei hat das EBIT in der Vergangenheit im Schlussquartal stets um jeweils gut 2 bis knapp 8 Mio. Euro gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum zugelegt. Daher sind wir optimistisch, dass der Fotospezialist auch in diesem Jahr wieder sämtliche Ziele erreichen oder auch übertreffen wird.

Dabei bleibt die Gesellschaft trotz der Bilanzverlängerung infolge der Erstanwendung von IFRS 16 sowie der WhiteWall-Übernahme mit einer Eigenkapitalquote von 46,2 Prozent zum 30. September solide aufgestellt. Die erwartete Dividendenrendite der CEWE-Aktie beläuft sich derzeit auf ordentliche 2,3 Prozent. Vor diesen Hintergründen sowie auf Grundlage unserer erhöhten Schätzungen und der positiven Zukunftsaussichten setzen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie auf 98 Euro herauf und erachten das Papier auf dem aktuellen Kursniveau nach wie vor als eine gute Halteposition.

Als sehr positiv werten wir in diesem Zusammenhang auch, dass CEWE aufgrund der Qualität des Reportings und der IR-Arbeit jüngst bei der vom manager magazin vergebenen Auszeichnung "Investors' Darling" nach 2018 auch in 2019 wieder den zweiten Platz unter den SDAX-Unternehmen erreichen konnte.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019e		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	599,4	99,8%	653,3	99,9%	712,0	99,9%	750,0	99,9%	776,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		9,0%		5,3%		3,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-3,5%		4,8%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	600,4	100,0%	654,2	100,0%	713,0	100,0%	751,0	100,0%	777,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		9,0%		5,3%		3,5%	
Materialaufwand	168,4	28,1%	178,7	27,3%	188,9	26,5%	198,5	26,4%	205,1	26,4%
Veränderung zum Vorjahr			6,1%		5,8%		5,1%		3,3%	
Personalaufwand	160,3	26,7%	178,1	27,2%	195,0	27,4%	206,8	27,5%	214,5	27,6%
Veränderung zum Vorjahr			11,1%		9,5%		6,1%		3,7%	
Sonstiges Ergebnis	-182,4	-30,4%	-203,5	-31,1%	-215,3	-30,2%	-226,3	-30,1%	-233,9	-30,1%
Veränderung zum Vorjahr			-11,6%		-5,8%		-5,1%		-3,4%	
EBITDA	89,3	14,9%	93,9	14,4%	113,7	16,0%	119,4	15,9%	123,5	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,2%		21,1%		5,0%		3,5%	
Abschreibungen	40,1	6,7%	40,2	6,1%	53,5	7,5%	53,0	7,1%	52,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			0,3%		33,0%		-0,9%		-1,9%	
EBIT	49,2	8,2%	53,7	8,2%	60,2	8,4%	66,4	8,8%	71,5	9,2%
Veränderung zum Vorjahr			9,2%		12,1%		10,3%		7,7%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-1,0	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-10,8%		-150,6%		20,0%		25,0%	
Ergebnis vor Steuern	48,9	8,1%	53,3	8,2%	59,2	8,3%	65,6	8,7%	70,9	9,1%
Steuerquote	32,8%		31,9%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	16,0	2,7%	17,0	2,6%	19,2	2,7%	21,3	2,8%	23,1	3,0%
Jahresüberschuss	32,8	5,5%	36,3	5,5%	40,0	5,6%	44,3	5,9%	47,9	6,2%
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		10,1%		10,8%		8,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		0,0		-1,0		-0,7		-0,4	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	32,8	5,5%	36,3	5,5%	39,0	5,5%	43,6	5,8%	47,5	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		7,4%		11,8%		8,9%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,144		7,167		7,190		7,190		7,190	
Gewinn je Aktie	4,59		5,06		5,42		6,06		6,60	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Management	0,8%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	65,5%

Termine

26.03.2020 Geschäftsbericht 2019

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
27.08.2019	80,70 €	Halten	92,00 €
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €
13.02.2019	78,60 €	Kaufen	90,00 €
04.12.2018	68,30 €	Kaufen	90,00 €
20.11.2018	67,10 €	Kaufen	90,00 €
01.10.2018	71,60 €	Kaufen	94,00 €
23.08.2018	77,00 €	Kaufen	94,00 €
18.05.2018	90,00 €	Halten	94,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	43,8%
Halten	48,5%	56,2%
Verkaufen	1,5%	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. 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.