

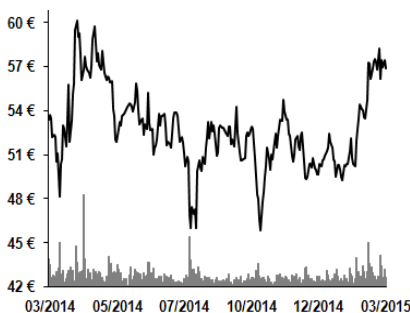
Akt. Kurs (04.03.15, 15:48, Xetra): 56,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **60,00 (55,00) EUR**

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

Kurzportrait

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	61,05 €	45,53 €
Aktueller Kurs:	56,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,1%	
Marktkapitalis.:	414,4 Mio. €	



Anlagekriterien

Vorläufige Jahreszahlen 2014 im Rahmen der Erwartungen

Die kürzlich publizierten vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 lagen im Großen und Ganzen im Rahmen unserer Schätzungen und auch innerhalb der unternehmensseitig avisierten Bandbreiten. Erwartungsgemäß war das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft das umsatzstärkste Quartal mit einem Anteil von über 37 Prozent der Jahreserlöse und von mehr als 114 Prozent des operativen Gewinns (EBIT).

Der Umsatz war wie prognostiziert mit 523,8 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahreswert leicht rückläufig. Dieser Rückgang ist jedoch ausschließlich auf die bewusste Reduzierung des margenschwachen Großhandelsgeschäfts im Bereich Einzelhandel (-33 Prozent auf 67 Mio. Euro) zurückzuführen. Im mit Abstand größten und wichtigsten Bereich Fotofinishing stiegen die Erlöse leicht um 2,8 Prozent auf 386 Mio. Euro. Der Wachstumsbereich Online Druck erzielte ein Plus von 17,8 Prozent auf 70,5 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	503	529	524	540
<i>bisher</i>	---	---	527	---
EBIT	28,9	29,4	32,6	34,8
<i>bisher</i>	---	---	33,1	---
Jahresüb.	18,8	21,6	21,4	23,0
<i>bisher</i>	---	---	21,7	22,8
Erg./Aktie	2,88	3,29	3,07	3,60
<i>bisher</i>	---	---	3,41	3,59
Dividende	1,45	1,50	1,55	1,60
<i>bisher</i>	---	---	1,60	1,65
KGV	19,4	17,0	18,2	15,5
Div.rendite	2,6%	2,7%	2,8%	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

Das vorläufige Konzern-EBIT vor sonstigen Steuern verbesserte sich auf 33,5 Mio. Euro und lag damit in der oberen Hälfte der vom Unternehmen avisierten Bandbreite von 30 bis 36 Mio. Euro. Auch unter Berücksichtigung der IFRS-konformen Verbuchung der sonstigen Steuern bewegte es sich mit 32,6 Mio. Euro im Rahmen der Prognosen. Künftig werden sowohl Reporting als auch Guidance auf Basis der neuen IFRS-Vorgaben zur Verbuchung der sonstigen Steuern erfolgen.

Dabei konnte der Bereich Fotofinishing das Segment-EBIT um 7,2 Prozent auf 38,4 Mio. Euro ausweiten. Die Sparte Online Druck erreichte trotz weiterhin hoher Marketingaufwendungen eine deutliche Reduzierung des negativen Segment-EBIT von minus 7,0 auf minus 2,9 Mio. Euro. Aufgrund der Probleme im Einzelhandelsgeschäft inklusive notwendiger Anpassungsmaßnahmen lag das Segment-EBIT hier ebenfalls bei minus 2,9 Mio. Euro.

Insgesamt ist jedoch zu berücksichtigen, dass belastende Sondereffekte 2014 mit 2,2 Mio. Euro (Photokina, Optionsprogramm) deutlich geringer ausfielen als im Vorjahr mit 6,0 Mio. Euro (Restrukturierungskosten, Goodwill-Abschreibungen), so dass es per Saldo auf Konzernebene aufgrund der Verlustsituation des Einzelhandelsgeschäfts bereinigt zu keiner operativen Ergebnisverbesserung kam.

Bei einem weiter verbesserten Finanzergebnis lag das Vorsteuerergebnis bei 31,5 Mio. Euro. Angesichts einer wieder normalisierten Steuerquote nach den positiven Steuereffekten im Vorjahr erreichte der Gewinn nach Steuern mit 21,4 Mio. Euro nicht ganz das Vorjahresniveau. Das Ergebnis je Aktie fiel dementsprechend leicht auf 3,07 Euro.

Die Stärke des Geschäftsmodells von CEWE lässt sich neben den Ertragszahlen auch an einzelnen vorläufig berichteten Bilanzrelationen ablesen. So verbesserte sich die Eigenkapitalquote des Unternehmens angabegemäß um deutliche 8,4 Prozentpunkte auf nunmehr 51,1 Prozent. Die cashflow-Stärke verdeutlicht die erreichte positive Nettofinanzposition von 23,5 Mio. Euro gegenüber Nettofinanzschulden von 16,3 Mio. Euro im Vorjahr. Dies ist umso erfreulicher, wenn man bedenkt, dass neben weiteren Wachstumsinvestitionen in 2014 auch eine Dividendenausschüttung von rund 11 Mio. Euro vorgenommen wurde.

Unternehmensprognose 2015 erst mit endgültigen Zahlen

Wie erwartet hat CEWE aktuell noch keine Guidance für das neue Geschäftsjahr bekannt gegeben. Wir rechnen mit einer detaillierten Unternehmensprognose im Rahmen der Vorlage der endgültigen Zahlen am 25. März.

Bis dahin belassen wir unsere bisherigen Schätzungen für 2015 und 2016 mit Ausnahme geringfügiger Anpassungen beim Finanzergebnis sowie bei der Steuerquote unverändert.

Bewertung und Fazit

Wie erwartet hat die CEWE Stiftung & Co. KGaA ihre Jahresprognose gut erreicht, auch wenn aufgrund der hohen Saisonalität und der Ergebnislastigkeit im Schlussquartal die Zielerreichung immer einer gewissen Unsicherheit unterliegt. Wir gehen davon aus, dass die in den letzten Perioden gezeigte Saisonalität trotz steigender Online-Druck-Umsätze zunächst anhalten bzw. sich sogar noch leicht weiter in Richtung des Abschlussquartals entwickeln wird.

Wir rechnen aber auch mit weiter zunehmenden Absätzen hochmarginiger Mehrwertprodukte, so dass bei leicht steigenden Konzernumsätzen die Ergebnismarge ebenfalls leicht zulegen sollte und dementsprechend der absolute Gewinn überproportional steigen dürfte. Bei den Einzelhandelsumsätzen erwarten wir eine leichte Stabilisierung und im Bereich Online Druck weiterhin zweistellige Zuwachsraten, was dort bei entsprechenden Synergieeffekten zu einer weiteren Verbesserung des Segment-EBIT führen sollte. Dies ist jedoch auch davon abhängig, wie stark CEWE weiterhin in das Marketing dieses Wachstumsbereichs investieren wird.

Angesichts nur marginal adjustierter Gewinnreihen für 2015 und 2016 und einer per Saldo um über 5 Euro je Aktie verbesserten Nettofinanzposition erhöhen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie im aktuellen, von Niedrigzinsen beeinflussten Kapitalmarktumfeld von 55 auf 60 Euro und bekräftigen unsere „Halten“-Empfehlung.

Die attraktive und in den kommenden Jahren tendenziell steigende Dividendenrendite von fast 3 Prozent sowie das in weiten Teilen konjunkturunabhängige Geschäft sollten das Rückschlagpotenzial des Papiers begrenzen. Kursrücksetzer können unseres Erachtens unverändert zum Aufbau eines langfristig orientierten Investments genutzt werden.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014e		2015e		2016e	
Umsatzerlöse	503,3	99,8%	528,6	99,7%	523,8	100,2%	540,0	99,8%	550,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-0,9%		3,1%		1,9%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,4	0,3%	-1,0	-0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			21,9%		-173,5%		200,0%		0,0%	
Gesamtleistung	504,5	100,0%	529,9	100%	522,8	100,0%	541,0	100,0%	551,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-1,3%		3,5%		1,8%	
Materialaufwand	186,2	36,9%	190,0	35,9%	180,9	34,6%	187,7	34,7%	190,1	34,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-4,8%		3,8%		1,3%	
Personalaufwand	122,5	24,3%	129,9	24,5%	131,2	25,1%	136,3	25,2%	138,9	25,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		1,0%		3,9%		1,8%	
Sonstiges Ergebnis	-129,8	-25,7%	-142,8	-26,9%	-142,6	-27,3%	-146,2	-27,0%	-148,9	-27,0%
Veränderung zum Vorjahr			-10,0%		0,1%		-2,5%		-1,8%	
EBITDA	65,9	13,1%	67,3	12,7%	68,1	13,0%	70,8	13,1%	73,2	13,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		1,3%		3,9%		3,4%	
Abschreibungen	37,0	7,3%	37,9	7,2%	35,6	6,8%	36,0	6,7%	36,1	6,6%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-6,2%		1,2%		0,3%	
EBIT	28,9	5,7%	29,4	5,5%	32,6	6,2%	34,8	6,4%	37,1	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		10,9%		6,8%		6,6%	
Finanzergebnis	-2,2	-0,4%	-1,5	-0,3%	-1,1	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			29,8%		28,9%		9,1%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	26,7	5,3%	27,8	5,2%	31,5	6,0%	33,8	6,2%	36,1	6,5%
Steuerquote	29,5%		22,3%		32,1%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	7,9	1,6%	6,2	1,2%	10,1	1,9%	10,8	2,0%	11,5	2,1%
Jahresüberschuss	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,4	4,1%	23,0	4,2%	24,5	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		-1,2%		7,5%		6,8%	
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	18,8	3,7%	21,6	4,1%	21,4	4,1%	23,0	4,2%	24,5	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		-1,2%		7,5%		6,8%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,545		6,582		7,214		7,214		7,214	
Gewinn je Aktie	2,88		3,29		3,07		3,60		3,85	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	2,5%
Streubesitz	70,1%

Termine

25. März 2015	Geschäftsbericht 2014
12. Mai 2015	Zahlen 1. Quartal 2015
3. Juni 2015	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11. August 2015	Halbjahreszahlen 2015
12. November 2015	Zahlen 3. Quartal 2015

Kontaktadresse

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

Internet: www.cewe.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288

Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421

E-Mail: 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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
18.11.2014	51,07 €	Halten	55,00 €
01.10.2014	52,28 €	Halten	55,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2014):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	37,5%	30,0%
Halten	62,5%	70,0%
Verkaufen	0,0%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CEWE Stiftung & Co. KGaA	1

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.