

CEWE Stiftung & Co. KGaA

Gedruckt wird immer

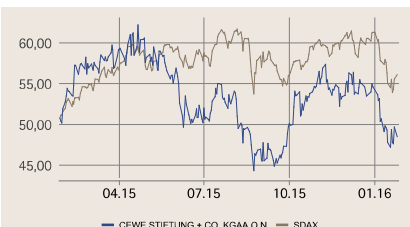
28.01.2016

Kaufen (Halten)
60,00 EUR (60,00 EUR)

Schlusskurs 25.01.2016 48,51 EUR
Bloomberg: CWC GY WKN: 540390
Branche Konsumgüter

Kursperformance

52 Wochen Hoch 62,18 EUR
52 Wochen Tief 44,34 EUR
Relativ zu SDAX
YTD -2,7%
1 Monat -1,9%
12 Monate -15,6%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 327,6
Marktkapital. (Mio. EUR) 345,4
Anzahl der Aktien (Mio.) 7,1
Streubesitz 69,9%

Nächster Termin

Analystenkonferenz 23.03.2016

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015e	0,0%	0,0%	-2,2%
2016e	0,0%	0,0%	-2,2%
2017e	0,0%	0,0%	-2,2%

Analyst

Christoph Schlienke, Investmentanalyst DVFA
Telefon: +49 (0)211 4952-311
christoph.schlienke@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir sehen in dem aktuellen Kursniveau wieder ein attraktives Einstiegsniveau für die Aktie und nehmen den Wert mit einem unveränderten Kursziel von 60,00 € wieder auf die Kaufliste.

INVESTMENT CASE

Die aktuellen Nachrichten über die positive Entwicklung der Einzelhandelsumsätze (mit Ausnahme des Textileinzelhandels) stimmen uns zuversichtlich, dass die Gruppe die Erwartungen für 2015 erfüllt hat. Strategisch stehen der weitere Ausbau des Geschäftsfelds Online-Druck sowie die Weiterentwicklung der Marken im Fotofinishing im Vordergrund.

- Cewe fördert den wachsenden Marktanteil von Mehrwertprodukten, um den Rückgang im analogen Bereich und den Übergang von Papierfotos auf digitale Daten zu kompensieren. In Summe bietet der veränderte Produktmix die Chance, die Marge weiter leicht zu erhöhen.
- Der kommerzielle Online-Druck profitiert von dem Trend der Nachfrager, preisgünstig und bedarfsorientiert Kleinstauflagen zu nutzen. Die für den Ausbau notwendigen Marketingaufwendungen werden u. E. die GuV des Segments in 2015 noch beeinflusst haben. Spätestens im laufenden Jahr sollte der Break-even erreicht werden und mit der Skalierbarkeit und einer dann geringeren Marketingquote zu überproportionalen Ergebniseffekten führen.

KATALYSATOREN

Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft Mitte Februar vorläufige Zahlen veröffentlichten wird, die unser Gesamtbild stärken. Zudem erwarten wir im März die Ankündigung einer erneuten Dividendenerhöhung.

BEWERTUNG

Unser Kursziel von 60,00 € ist unverändert DCF- und Peer-Group-basiert. Eine Dividendenrendite von 3% erscheint darüber hinaus attraktiv.

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	536,2	523,8	529,0	544,9	561,2
EBIT	28,9	32,6	36,0	38,8	41,8
EBIT-Marge	5,4%	6,2%	6,8%	7,1%	7,5%
Nettofinanzverbind.	19,3	-23,5	-27,3	-39,8	-55,8
Freier Cash-flow	13,6	28,1	12,7	23,8	27,7
EPS (in EUR)	3,40	3,07	3,35	3,61	3,90
DPS (in EUR)	1,50	1,55	1,60	1,65	1,70
Dividendenrendite	3,5%	3,0%	2,9%	3,4%	3,5%
EV/Umsatz	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	11,0	10,9	10,7	8,4	7,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	12,6	16,8	16,3	13,4	12,4

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Trend zu Mehrwertprodukten
- Vielzahl an Produktvarianten, um Preispotenziale zu heben
- Wachstumschancen im Online-Druck

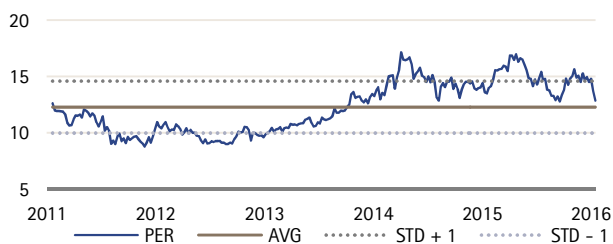
MANAGEMENT

- Dr. Rolf Hollander (CEO)
- Dr. Olaf Holzkämper (CFO)
- Harald H. Pirwitz (Member of the Board)
- Frank Zweigle (Member of the Board)
- Dr. Reiner Fageth (Member of the Board)
- Andreas F. L. Heydemann (Member of the Board)
- Thomas Mehls (Member of the Board)

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015: Umsatz zwischen 515 Mio. € und 535 Mio. €
- 2015: EBIT zwischen 32 Mio. € und 38 Mio. €
- 2015: Gewinn je Aktie zwischen 2,87 € und 3,45 €

HISTORISCHES KGV



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 23.03.2016 Analystenkonferenz

WICHTIGE KENNZAHLEN

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	6,6%	6,8%	8,7%	7,0%	6,6%
Capex/Abschreibungen	0,9	1,1	1,3	1,1	1,0
ROCE	15,1%	16,3%	16,6%	16,8%	17,0%
Free Cash-flow-Rendite	4,8%	7,8%	3,3%	6,3%	7,4%
Eigenkapitalquote	42,4%	51,1%	51,2%	52,8%	54,4%
Nettofinanzverbind./EK	14%	-14%	-15%	-20%	-26%
Nettoverschuld./EBITDA	0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Schwächen/Risiken

- Starke Abhängigkeit vom Weihnachtsgeschäft
- Struktur der GuV ändert sich durch Mehrwertprodukte
- Auch der Markt für digitale Bilder schrumpft aktuell

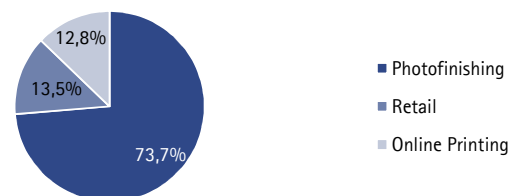
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Cewe Stiftung & Co. KGaA ist Europas Markt- und Technologieführer im Fotofinishing und bietet neben dem klassischen Fotodruck Produkte wie Fotobücher, Geschenkartikel, Kameras und Accessoires an. Das Unternehmen vermarktet seine Produkte sowohl im Einzelhandel als auch via Internet und pflegt mehr als 30.000 Handelspartnerschaften in 24 europäischen Ländern. Zusammen mit dem Unternehmensbereich Cewe Fotowelt, der die Geschäftsfelder Foto-Einzelhandel und Foto-Dienstleistungen umfasst, bilden Cewe-Print.de, Saxoprint und Viaprinto, die Onlinedruckereien von Cewe, den Kern der Dachmarke Cewe best in print.

MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- -

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



HAUPTAKTIONÄRE (%)

Erbengemeinschaft Neumüller	27,4
Cewe Stiftung & Co. KGaA	2,3
Sparinvest	2,4

BHL VS. KONSENSUS

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	529,0	544,9	561,2
Konsensus	533,0	546,5	561,1
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	36,0	38,8	41,8
Konsensus	36,0	39,0	42,0
EPS (EUR)			
BHL	3,35	3,61	3,90
Konsensus	3,36	3,72	3,98

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	536,2	523,8	529,0	544,9	561,2
Aktiviere Eigenleistungen/Bestandsänderung	1,4	1,1	0,0	0,0	0,0
Gesamtumsatz	537,6	524,9	529,0	544,9	561,2
Materialaufwand	-190,0	-162,7	-164,3	-169,2	-174,3
Personalaufwand	-129,9	-135,9	-137,2	-141,4	-145,6
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-150,9	-160,2	-156,5	-159,5	-162,5
EBITDA	66,8	66,1	71,0	74,8	78,8
Abschreibungen	37,9	33,5	35,0	36,0	37,0
EBITA	28,9	32,6	36,0	38,8	41,8
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	28,9	32,6	36,0	38,8	41,8
Finanzergebnis	-1,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	27,2	31,5	34,8	37,6	40,7
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	27,2	31,5	34,8	37,6	40,7
Steuern	-4,8	-10,1	-11,0	-11,9	-12,9
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	22,4	21,4	23,8	25,7	27,7
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettogewinn (ber.)	22,4	21,4	23,8	25,7	27,7
Anzahl der Aktien	6,6	7,0	7,1	7,1	7,1
EPS	3,40	3,07	3,35	3,61	3,90

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bruttomarge	64,6%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%
EBITDA-Marge	12,5%	12,6%	13,4%	13,7%	14,0%
EBITA-Marge	5,4%	6,2%	6,8%	7,1%	7,5%
EBIT-Marge	5,4%	6,2%	6,8%	7,1%	7,5%
EBT-Marge	5,1%	6,0%	6,6%	6,9%	7,2%
Nettoumsatzrendite	4,2%	4,1%	4,5%	4,7%	4,9%
Steuerquote	17,6%	32,1%	31,6%	31,7%	31,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	5,7%	-2,3%	1,0%	3,0%	3,0%
EBITDA	1,1%	-1,1%	7,4%	5,4%	5,4%
EBIT	-0,4%	12,8%	10,3%	7,8%	7,8%
EBT	1,2%	15,7%	10,7%	8,1%	8,0%
Nettogewinn (ber.)	18,8%	-4,6%	11,5%	7,9%	7,9%
EPS	18,2%	-9,9%	9,1%	7,9%	7,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	159,7	167,8	178,6	180,6	180,6
Sachanlagen	98,6	102,5	113,0	115,0	115,0
Immaterielle Vermögenswerte	45,3	44,7	45,0	45,0	45,0
Finanzielle Vermögenswerte	5,4	8,2	8,2	8,2	8,2
sonstige langfristige Vermögenswerte	10,3	12,4	12,4	12,4	12,4
Kurzfristige Vermögensgegenstände	171,8	171,9	186,0	200,5	218,5
Vorräte	59,1	48,9	55,0	57,0	59,0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	88,8	84,3	85,0	85,0	85,0
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	9,9	11,0	11,0	11,0	11,0
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	14,0	27,7	35,0	47,5	63,5
Summe Aktiva	331,5	339,6	364,6	381,0	399,0
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	140,4	173,7	186,7	201,0	217,0
Eigenkapital (vor Dritten)	140,4	173,7	186,7	201,0	217,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristiges Fremdkapital	29,6	27,8	29,9	29,9	29,9
Rückstellungen für Pensionen	17,9	21,9	22,0	22,0	22,0
Sonstige Rückstellungen	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	7,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	4,1	3,0	5,0	5,0	5,0
Kurzfristiges Fremdkapital	161,4	138,1	148,0	150,0	152,0
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	26,1	1,6	5,0	5,0	5,0
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	9,8	7,7	8,0	8,0	8,0
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	101,1	96,1	102,0	104,0	106,0
Sonstige Verbindlichkeiten	24,4	32,7	33,0	33,0	33,0
Summe Passiva	331,5	339,6	364,6	381,0	399,0

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Bilanzstruktur

Aktiva	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	48,2%	49,4%	49,0%	47,4%	45,3%
Sachanlagen	29,7%	30,2%	31,0%	30,2%	28,8%
Immaterielle Vermögenswerte	13,7%	13,1%	12,3%	11,8%	11,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	51,8%	50,6%	51,0%	52,6%	54,7%
Vorräte	17,8%	14,4%	15,1%	15,0%	14,8%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	26,8%	24,8%	23,3%	22,3%	21,3%
Flüssige Mittel	4,2%	8,1%	9,6%	12,5%	15,9%
Passiva					
Eigenkapital	42,4%	51,1%	51,2%	52,8%	54,4%
Langfristiges Fremdkapital	8,9%	8,2%	8,2%	7,9%	7,5%
Rückstellungen für Pensionen	5,4%	6,5%	6,0%	5,8%	5,5%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,2%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Kurzfristiges Fremdkapital	48,7%	40,7%	40,6%	39,4%	38,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	7,9%	0,5%	1,4%	1,3%	1,3%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	30,5%	28,3%	28,0%	27,3%	26,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nettogewinn (ber.)	22,4	21,4	23,8	25,7	27,7
Abschreibungen	37,9	33,5	35,0	36,0	37,0
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	1,1	1,8	0,3	0,0	0,0
Sonstiges	1,1	-2,4	0,0	0,1	0,0
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	62,5	54,2	59,1	61,8	64,7
Änderung der Vorräte	3,5	10,2	-6,1	-2,0	-2,0
Änderung der Forderungen aus LuL	-16,6	4,5	-0,7	0,0	0,0
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	-1,1	-5,0	5,9	2,0	2,0
Änderung des sonstigen Working Capitals	0,4	7,2	0,3	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	48,7	71,2	58,5	61,8	64,7
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-35,3	-35,4	-45,8	-38,0	-37,0
Auszahlungen für Akquisitionen	-1,2	-4,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	-3,4	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Anlageabgängen	1,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-35,1	-43,1	-45,8	-38,0	-37,0
Freier Cash-flow	13,6	28,1	12,7	23,8	27,7
Kapitalmaßnahmen	0,0	26,8	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	-1,2	-26,1	3,5	0,0	0,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	-1,8	-4,6	2,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-9,0	-10,6	-10,8	-11,4	-11,7
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-12,0	-14,5	-5,3	-11,4	-11,7
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	1,6	13,6	7,4	12,4	16,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	13,4	14,0	27,7	35,0	47,5
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	1,4	13,6	7,4	12,4	16,0
Liquide Mittel zum Periodenende	14,0	27,7	35,0	47,5	63,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

CEWE Stiftung & Co. KGaA – Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebniskennzahlen					
EPS	3,40	3,07	3,35	3,61	3,90
Buchwert je Aktie	21,35	24,94	26,22	28,23	30,48
Freier Cash-flow je Aktie	2,07	4,03	1,78	3,35	3,90
Dividende je Aktie	1,50	1,55	1,60	1,65	1,70
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,8	5,4	5,4	4,4	4,0
EV/EBIT	11,0	10,9	10,7	8,4	7,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	12,6	16,8	16,3	13,4	12,4
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2,0	2,1	2,1	1,7	1,6
Dividendenrendite	3,5%	3,0%	2,9%	3,4%	3,5%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	12,5%	12,6%	13,4%	13,7%	14,0%
EBIT-Marge	5,4%	6,2%	6,8%	7,1%	7,5%
Nettoumsatzrendite	4,2%	4,1%	4,5%	4,7%	4,9%
Return on capital employed (ROCE)	15,1%	16,3%	16,6%	16,8%	17,0%
Produktivitätskennzahlen					
Kapitalumschlag	38,5%	39,1%	40,9%	40,1%	38,9%
Operating Leverage	-0,1	-5,5	10,3	2,6	2,6
Umsatz/Mitarbeiter	166.123	162.715	162.769	165.112	167.527
EBIT/Mitarbeiter	8.967	10.139	11.074	11.762	12.491
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	42,4%	51,1%	51,2%	52,8%	54,4%
Nettofinanzverbind. (in Mio. EUR)	19,3	-23,5	-27,3	-39,8	-55,8
Nettofinanzverbind./Eigenkapital	13,7%	-13,5%	-14,6%	-19,8%	-25,7%
Zinsdeckung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzverbind./ EBITDA	0,29	-0,35	-0,39	-0,53	-0,71
Working Capital (in Mio. EUR)	46,8	37,1	38,0	38,0	38,0
Veränderung Working Capital (in Mio. EUR)	14,2	-9,8	0,9	0,0	0,0
WC / Umsatz	8,7%	7,1%	7,2%	7,0%	6,8%
Lagerdauer (Tage)	40	34	38	38	38
Inkassoperiode (Tage)	60	59	59	57	55
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	69	67	70	70	69
Geldumschlag (Tage)	31	26	27	25	24
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	93,0%	105,9%	130,9%	105,6%	100,0%
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	6,3%	3,7%	1,4%	0,5%	2,3%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	0,9%	2,7%	7,4%	10,3%	8,6%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	17,7%	4,7%	8,1%	4,7%	9,1%
Ausschüttungsquote	44,1%	50,5%	47,8%	45,7%	43,6%
Freier Cash-flow (in Mio. EUR)	13,6	28,1	12,7	23,8	27,7
Free Cash-flow-Rendite	4,8%	7,8%	3,3%	6,9%	8,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen