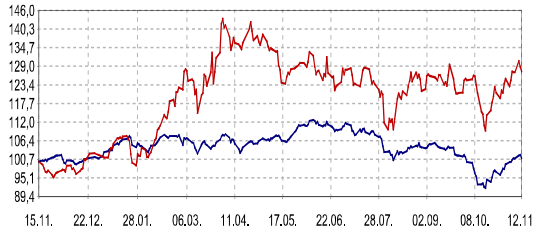


CEWE Stiftung & Co. KGaA

Kursziel	Rating
EUR 56,00	Halten

(bisher: EUR 56,00)

(bisher: Kaufen)



— CEWE Stiftung & Co. KGaA
— SDAX PERFORMANCE 15.11.2013 - 12.11.2014 Quelle: Thomson Reuters

Stamm- und Kursdaten (EUR)

Kurs: (12.11.2014)	53,40
Hoch 52 W	60,10
Tief 52 W	39,90
ISIN	DE0005403901
Reuters	CWCG.DE
Bloomberg	CWC GR
Index	SDAX
Branche	Konsumgüter
Geschäftsjahresende	31.12.
Aktienanzahl (Mio.)	7,4
Marktkap. (Mio.)	395,2
Free Float	70,1 %

Quelle: Thomson Reuters

GuV (EUR)	12/13	12/14e	12/15e
Umsatz (Mio.)	528,6	524,7	541,9
EBITDA (Mio.)	67,3	70,7	72,0
EBIT (Mio.)	29,4	33,5	34,5
EBT (Mio.)	27,8	31,7	32,8
Konzernerg. (Mio.)	21,6	22,2	23,0
Ergebnis je Aktie	3,29	3,38	3,50

Kennzahlen	12/13	12/14e	12/15e
Dividende je Aktie	1,50	1,55	1,60
EBIT-Marge	5,6 %	6,4 %	6,4 %
KGV	15,8	15,8	15,3
EV/EBIT	11,5	12,2	11,5
Dividendenrendite	2,9 %	2,9 %	3,0 %
Ausschüttungsquot	45,6 %	45,9 %	45,8 %

Quellen: NORD/LB Research, CEWE Stiftung & Co. KGaA

Nächster Termin

ca. Ende Feb. 15 vorl. Zahlen GJ 2014

Ansprechpartner

Analyst/in	Wolfgang Donie Tel.: +49 511 361 5375
Aktien Sales	Tel.: +49 511 9818 - 8430
Verbundgeschäft	
Sparkassen	Tel.: +49 511 9818 - 9400

CEWE in Vorbereitung auf Weihnachten

Wie schon in Q2 lieferte CEWE auch in Q3 2014 Unternehmenszahlen ohne Überraschungen. Der Umsatz in Q3 ging y/y um lediglich 1,8% auf EUR 121,8 Mio. zurück. Angesichts der Trennung vom Großhandelsgeschäft ist dies u.E. ein guter Wert. Mit Blick auf die ersten 9 Monate betrug der Rückgang noch 4,7%. Ergebnisseitig schlug sich der Umsatzrückgang insgesamt nicht nieder. Zwar lag das EBIT in Q3 mit EUR 3,2 Mio. um fast die Hälfte unter dem Vorjahreswert (EUR 6,2 Mio.), verantwortlich waren jedoch vor allem hohe Marketingkosten in Vorbereitung des bei CEWE alles entscheidenden Weihnachtsgeschäfts. Das 9M-EBIT war mit -4,1 Mio. dagegen y/y konstant. Diese Entwicklung zeigte sich analog beim Konzernergebnis, das in Q3 bei EUR 2,7 Mio. (Vj.: EUR 4,7 Mio.) und in 9M bei EUR -4,5 (Vj.: EUR -5,5 Mio.) lag. Auf 9M-Sicht konnte hier sogar eine deutliche Verbesserung erzielt werden.

Im Segment **Fotofinishing** entwickelten sich die Stückzahlen in Q3 mit einem Rückgang von 3,6% weiterhin am besseren Ende der internen Zielsetzung von -6 bis -3%. Der Umsatzrückgang war mit 1,8% geringer, der Trend „Klasse statt Masse“, z.B. Fotobücher, Kalender, Cards oder Wandbilder, kann sich also weiter fortsetzen. Dies belegte auch eindrucksvoll die Steigerung der Absatzzahlen beim Hauptprodukt CEWE Fotobuch mit +4,8% auf 1,4 Mio. Stück. Damit verstärkte sich allerdings auch der Trend zur Saisonverschiebung in das Weihnachtsquartal weiter. In Vorbereitung dieses wichtigen Quartals wurden daher auch die Marketingaufwendungen intensiviert und einige neue Produkte, Designs sowie neue Anwendersoftware vorgestellt. Der Segmentumsatz belief sich auf EUR 89,4 Mio. (Vj.: EUR 85,3 Mio.), das EBIT auf EUR 4,2 Mio. (Vj.: EUR 7,8 Mio.). Das Geschäftsfeld **Online Druck** konnte mit einem Plus von 11,4% auf EUR 16,1 Mio. seinen Wachstumskurs weiter fortsetzen. Das EBIT wurde y/y von EUR -1,3 Mio. auf EUR -0,7 Mio. deutlich verbessert, blieb aber aufgrund hoher Wachstumsinvestitionen noch negativ. Im Geschäftsfeld **Einzelhandel** setzte sich der stark rückläufige Umsatztrend aufgrund der Trennung vom margenschwachen Großhandelsgeschäft mit -33% auf EUR 16,3 Mio. weiter fort. Das EBIT wurde dabei mit EUR -0,4 Mio. (Vj.: EUR -0,3 Mio.) weitgehend stabil gehalten.

CEWE sieht sich auf einem guten Weg den gegebenen Ausblick für das GJ 2014 zu erreichen. Allerdings könnten einige umsatzbeeinflussende Faktoren, insbesondere die aktive Reduktion im Großhandel, dazu führen, dass der Konzernumsatz auch unterhalb der gegebenen Range von EUR 525 Mio. bis EUR 540 Mio. liegen könnte. Dies sollte jedoch kaum ergebnisbeeinflussend sein, die EBIT-Spanne EUR 30 Mio. bis EUR 36 Mio. sowie die Konzernergebnisspanne von EUR 19 Mio. bis EUR 23 Mio. wurden bestätigt.

Die berichteten Q3-Zahlen waren unspektakulär. Die hohen Marketinginvestitionen im Vorfeld des Weihnachtsgeschäfts halten wir für sinnvoll. Das bei CEWE alles entscheidende Q4 läuft und die Voraussetzungen für ein prächtiges Geschäft mit Fotoweihnachtsgeschenken sind gut, die Visibilität aber noch gering. Unsere Planung haben wir aufgrund der eingeschränkten Aussagen zum Umsatz angepasst. Da dies allerdings auf grundsätzlich margensteigernden Maßnahmen basiert, werten wir dies nicht negativ. Insgesamt bestätigen wir daher unser Kursziel von EUR 56,00. Aufgrund der positiven Kursentwicklung lautet das Anlageurteil entsprechend unserer Ratingsystematik nun „Halten“. Positive Überraschungen aus dem vierten Quartal sind dabei allerdings nicht ausgeschlossen.

Anhang

Analyst/in

Wolfgang Donie, CIIA, CEFA, Tel. +49 511 361 5375, wolfgang.donie@nordlb.de
 NORD/LB, Company Research, Friedrichswall 10, 30159 Hannover

Quellen

Für die Erstellung der Finanzanalysen nutzen wir unternehmensspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien.

Kursangaben

Wenn in der Studie nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages an der Heimatbörse. Diese stellen auch die Grundlage für die verwendeten Charts dar. Bei nicht auf Euro lautenden Kursangaben kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge. Bitte beachten Sie, dass im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) Gebühren und Provisionen anfallen, welche die Rendite des Investments mindern.

Bewertungsgrundlagen / Methoden

Für die Erstellung der Finanzanalysen verwenden wir jeweils unternehmensspezifisch Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Analyse.

Aktualisierungsrhythmus

Diese Studie wird in der Regel in einem Turnus von drei Monaten (zeitnah nach der Quartalsberichterstattung) aktualisiert, soweit dem nicht gesetzliche, aufsichtsrechtliche oder vertragliche Regelungen oder Umstände entgegenstehen. Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Studien besteht nicht. Bei besonderen Ereignissen erfolgt zwischenzeitlich eine zusätzliche Unternehmensbeurteilung.

Empfehlungssystematik

Der Empfehlungshorizont beträgt 6 bis 12 Monate, die Angaben zu den Potenzialen sind als näherungsweise zu verstehen.

Rating-Historie (12 Monate)

Datum	Rating	Kurs
13.08.2014	K	50,60 €
14.05.2014	K	55,99 €
03.04.2014	K	60,10 €
27.03.2014	K	51,88 €
26.02.2014	K	49,00 €
14.02.2014	K	46,17 €
13.12.2013	K	40,74 €
07.11.2013	K	41,54 €
17.10.2013	K	40,48 €

Rating-Stufen

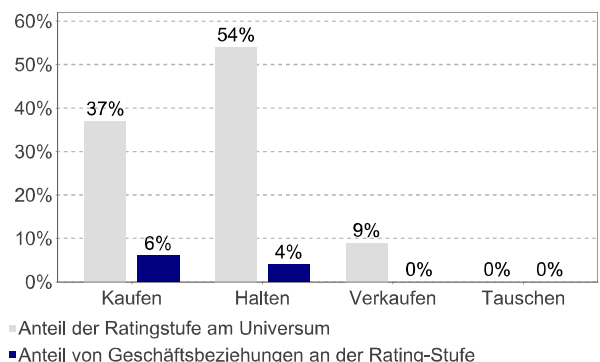
Kaufen	(K)	Kurspotenzial von mehr als 10% Bestände auf aktuellem Kursniveau aufbauen
Halten	(H)	Kursentwicklung von -10% bis 10% Vorhandene Positionen können gehalten werden
Verkaufen	(V)	Kursverlustpotenzial von mehr als -10% Bestände auf aktuellem Kursniveau verkaufen
Under Review	(u. R.)	Rating wird aktuell überprüft
Tauschen	(T)	Übernahme- / Umtauschangebot annehmen

Anteile der Rating-Stufen

15.10.2014 Rating	NORD/LB		LBB		Gesamt	
	Anteil	G.-B.	Anteil	G.-B.	Anteil	G.-B.
Kaufen	36 %	6 %	44 %	8 %	37 %	6 %
Halten	53 %	3 %	56 %	13 %	54 %	4 %
Verkaufen	11 %	-	-	-	9 %	-
Tauschen	-	-	-	-	-	-
Under review	-	-	-	-	-	-
Gesamt	100 %	4 %	100 %	11 %	100 %	5 %

G.-B. = Geschäftsbeziehung (Anteil an der Ratingstufe)

LBB = Landesbank Berlin AG



Disclaimer

Die vorstehende Studie ist erstellt worden von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“). Die NORD/LB untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Irland, Frankreich, Belgien, Luxemburg, Griechenland, den Niederlanden, Spanien, Italien, Österreich, der Schweiz, Norwegen, Estland, Lettland und Litauen (alle vorgenannten Personen werden nachfolgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Die in dieser Studie untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Studie vertrauen. Insbesondere darf weder diese Studie noch eine Kopie hiervon nach Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Studie und die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass die Studie einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der unserer Analysten dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre die Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Studie vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Studie in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen und können sich jederzeit ändern, ohne dass dies notwendig angekündigt oder publiziert wird. Eine Garantie für die fortgeltende Richtigkeit der Angaben wird nicht gegeben. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Studie stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Studie stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Studie dar. Die in dieser Studie Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet und sollten daher nicht allein aufgrund dieser Studie erworben werden. Diese Veröffentlichung ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Studie sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Studie in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit unserer vorherigen schriftlichen Genehmigung zulässig.

Dieses Dokument wurde in Übereinstimmung mit den anwendbaren Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes und der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten erstellt. Der Bereich Research der NORD/LB ist in organisatorischer, hierarchischer, funktioneller und örtlicher Hinsicht unabhängig von Bereichen, die für die Emission von Wertpapieren und für Investment Banking, für den Wertpapierhandel (einschließlich Eigenhandel) mit und Verkauf von Wertpapieren und für das Kreditgeschäft verantwortlich sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich

Diese Studie wird im Vereinigten Königreich durch NORD/LB London Branch verbreitet. NORD/LB untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und für die Geschäftstätigkeit im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Financial Services Authority.

Diese Studie stellt „Financial Promotion“ im Sinne der Regelungen der Financial Services Authority dar. Relevante Empfänger im Vereinigten Königreich sollten sich mit jeglicher Anfrage an NORD/LB's London Branch, Investment Banking Department, Telephone: 0044 2079725400 wenden.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz

Diese Studie wurde nicht von der Eidgenössischen Bankenkommision (die am 1. Januar 2009 mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) fusioniert wurde) gebilligt.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland

Diese Studie wird in Estland durch die NORD/LB verbreitet. Die NORD/LB untersteht der Aufsicht der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Empfänger dieser Studie sollte alle maßgeblichen Bedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen vor einer eigenen Entscheidung eingehend überprüfen und, soweit erforderlich, eigene dritte Berater hinzuziehen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland

Die in dieser Studie enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen geben die persönliche Ansicht der erstellenden Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie wieder und sollten vom Empfänger daher nicht zur Grundlage einer möglichen Anlageentscheidung gemacht werden, solange dieser sich nicht von der NORD/LB hat bestätigen lassen, dass die hierin enthaltenen Aussagen, Meinungen und Bewertungen nach wie vor zutreffend und aktuell sind.

Vorkehrungen zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten und Vermeidung von Interessenkonflikten:

Die NORD/LB hat Geschäftsbereiche, die Zugang zu sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten haben können (Vertraulichkeitsbereiche), funktional, räumlich und/oder durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen (z.B. dem NORD/LB-Research) abgeschottet.

Informationen, aus denen mögliche Interessenkonflikte zwischen der NORD/LB bzw. ihren Mitarbeitern und ihren Kunden resultieren könnten, werden an die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB gemeldet. Compliance sichert die vertrauliche Behandlung sensibler Informationen mittels organisatorischer Vorkehrungen (z.B. Beobachtungsliste, Handelsverbote) und steuert eine evtl. erforderliche bereichsüberschreitende Informationsweitergabe (kontrolliertes wall-crossing); damit soll u. a. verhindert werden, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden (z.B. Research), die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen.

Die Compliance-Stelle ist auch in den Prozess zur Erstellung einer Finanzanalyse eingebunden. Sollten hierbei Umstände oder Beziehungen bekannt sein, die die Unvoreingenommenheit der Finanzanalyse beeinträchtigen könnten, werden sie von der Compliance-Stelle zusammengeführt und nach Beendigung der Analysetätigkeit zugesteuert. Eine nachträgliche Änderung einer Finanzanalyse kommt nur nach Einbindung der Compliance-Stelle in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Kenntnis dieser Interessenkonflikte das Ergebnis der Studie nicht beeinflusst.

Darüber hinaus kontrolliert Compliance täglich die Transaktionen der Bank und ihrer Mitarbeiter in Finanzinstrumenten. Mit Ausnahme der sog. technischen Analysten enthalten sich die Finanzanalysten der NORD/LB in Transaktionen, die sich auf die von ihnen betreuten Werte beziehen. Zudem sind alle Finanzanalysten der NORD/LB verpflichtet, der Compliance-Stelle ihre Mitarbeitergeschäfte in Finanzinstrumenten vollumfänglich offen zu legen. Durch die internen Kontrollmaßnahmen sollen die organisatorischen Vorkehrungen auf ihre Wirksamkeit hin überprüft und ein eventuell unsachgemäßer Umgang mit einem Informationsvorsprung präventiv vermieden bzw. zeitnah aufgedeckt werden.

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte bei der NORD/LB nach § 34 b WpHG und § 5 FinAnV bei der „CEWE Stiftung & Co. KGaA“:

- 1e Die NORD/LB oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat eine Vereinbarung mit dem Emittenten über Analyseerstellung

Redaktionsschluss: 13.11.2014