

Akt. Kurs (17.12.13, 09:02, Xetra): 40,75 EUR – Einschätzung: **Halten (---)** – Kursziel 12 Monate: **45,00 (---) EUR**

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

Kurzportrait

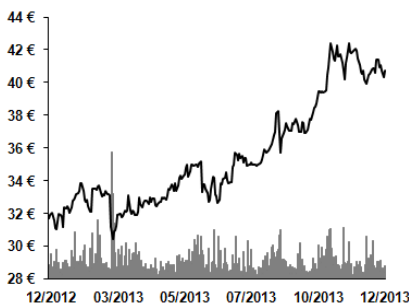
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Online Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE Foto-Hardware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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	42,90 €	30,14 €
Aktueller Kurs:	40,75 €	
Aktienzahl ges.:	7.380.020	
Streubesitz:	60,0%	
Marktkapitalis.:	300,7 Mio. €	

Anlagekriterien

Nach drei Quartalen voll im Plan

CEWE hat zuletzt die Zahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2013 publiziert. Diese lagen in Summe im Rahmen unserer Erwartungen und erreichten ebenfalls die vom Unternehmen selbst gesteckten Ziele. Auf der Umsatzseite berichtete der Konzern von einem leichten Zuwachs um 4,3 Prozent auf 340,5 Mio. Euro. Dieser ist maßgeblich von deutlichen Erlössteigerungen im Bereich Online Druck getragen, der um 45,3 Prozent auf 41,6 Mio. Euro zulegen konnte.



Im angestammten Geschäftsfeld Fotofinishing bewegte sich der Umsatz mit 222,4 Mio. Euro nur knapp unterhalb des Vorjahreswertes von 223,4 Mio. Euro. Hier bestätigen sich einmal mehr die verschiedenen Trends der letzten Jahre. Zum einen beinhalten diese neben den seit Jahren rückläufigen Fotoentwicklungen von Filmen seit einiger Zeit auch weniger entwickelte Digitalfotos. Zum anderen ist unverändert eine klare fortschreitende Verschiebung des Absatzes von Fotoprodukten in das vierte Quartal zu erkennen.

Kennzahlen

	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	469	503	520	540
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	30,1	28,9	29,2	30,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	18,6	18,8	20,3	20,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	2,84	2,88	3,56	3,51
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,40	1,45	1,55	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	14,3	14,1	11,4	11,6
Div.rendite	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%

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

Dabei ist zudem zu beobachten, dass durch den höheren Absatz von CEWE FOTOBUCHERN und anderen höherwertigen Produkten der Umsatz pro Foto immer weiter zulegt. Hier verzeichnete CEWE ein Plus von 5,7 Prozent auf 14,02 Eurocent pro Foto, wodurch die rückläufige Anzahl entwickelter Fotos in etwa gleicher Größenordnung ausgeglichen werden konnte.

Das Geschäftsfeld Einzelhandel, das stationäre Läden und Online-Shops in Polen, Tschechien, der Slowakei sowie Norwegen und Schweden umfasst, erzielte eine leichte Erlössteigerung von 2,7 Prozent auf 76,5 Mio. Euro. Belastend wirkten hier die Länder Norwegen und Polen, in denen eine starke allgemeine Konsumschwäche zu verzeichnen war.

Ergebnis durch Marketinginvestitionen belastet

Das operative Ergebnis (EBIT) lag nach den ersten drei Quartalen mit minus 4,1 (Vj. 0,0) Mio. Euro im Negativbereich. Bei der Betrachtung dieser Zahlen sind jedoch mehrere Faktoren zu berücksichtigen. Einerseits schreitet die Umsatz- und Ergebnisverlagerung in das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft immer weiter voran, so dass die ersten neun Monate gewinnseitig zunehmend zu vernachlässigen sind. Andererseits investiert CEWE derzeit verstärkt in das Marketing für den noch relativ neuen Bereich Online Druck mit Fokus auf die erst 2012 eingeführte Marke CEWE-PRINT sowie in einzelne Flagship-Stores des Einzelhandels, was entsprechend ergebnisbelastend wirkt.

Darüber hinaus hat der Konzern im ersten Halbjahr Einmalaufwendungen in Höhe von 3,3 Mio. Euro für die Zusammenlegung zweier Standorte in Dresden sowie in Polen verbuchen müssen. Demgegenüber standen in der Vergleichsperiode des Vorjahres Sonderaufwendungen von lediglich 0,9 Mio. Euro, die auf Einzelwertberichtigungen der insolventen Kunden Schlecker und Kodak zurückzuführen waren.

In Summe reduzierte sich damit das ausgewiesene Periodenergebnis auf minus 6,5 Mio. Euro nach minus 3,2 Mio. Euro im Vorjahr, auch wenn CEWE im Finanzergebnis gewisse Entlastungen verbuchen konnte. Der Gewinn je Aktie verminderte sich entsprechend von minus 0,49 auf minus 0,98 Euro.

Jahresprognose bestätigt

Aufgrund der Umsatz- und Ergebnisentwicklung der ersten neun Monate sowie des unverändert positiven Ausblicks auf das diesjährige Weihnachtsgeschäft bestätigte das Management die bisherige Unternehmensplanung. Diese sieht eine Bandbreite für den Umsatz von 510 bis 530 Mio. Euro vor, wobei der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr (503,3 Mio. Euro) bei stabilen Erlösen im Stammgeschäft Fotofinishing vor allem durch das Umsatzplus im Online Druck erzielt werden soll. Für das Segment Einzelhandel geht der Konzern davon aus, etwa das Vorjahresniveau zu erreichen.

Das EBIT erwartet der Vorstand weiterhin in einem Korridor zwischen 27 und 33 Mio. Euro. Der Konzernüberschuss sowie das Ergebnis je Aktie sollen folglich in einer Bandbreite zwischen 16 und 20 Mio. Euro bzw. 2,44 bis 3,06 Euro liegen.

Rechtsformänderung führt zu Steuerentlastung

Nachdem die diesjährige Hauptversammlung der Änderung der Rechtsform der vormaligen CEWE COLOR Holding AG in eine Stiftung & Co. KGaA zugestimmt hat, erfolgte per 1. Oktober 2013 die entsprechende Eintragung in das Handelsregister. Durch diesen Rechtsformwechsel entfällt nach Angaben der Gesellschaft ein struktureller Steuernachteil, der in den kommenden Jahren zu steuerlichen Entlastungen in einem Barwert von insgesamt voraussichtlich rund 10 Mio. Euro führen wird.

Allein für 2013 wird daraus ein positiver Effekt von etwa 3,7 Mio. Euro erwartet, der in der oben genannten Ergebnisprojektion noch nicht enthalten ist. Für die Folgejahre rechnet das Management dann jeweils mit Entlastungen von ca. 0,5 Mio. Euro, die sowohl im Steuerergebnis als auch in kleinerem Umfang im operativen Ergebnis ersichtlich werden sollen.

Bewertung und Fazit

Wir gehen davon aus, dass die CEWE Stiftung & Co. KGaA auch in diesem Jahr im Abschlussquartal steigende Umsätze und Ergebnisse erzielen kann. Daher erwarten wir, dass der Konzern den in den Neunmonatszahlen ausgewiesenen Ergebnisrückstand ausgleichen und trotz der Restrukturierungsaufwendungen des ersten Halbjahres eine leichte Steigerung des operativen Ergebnisses erreichen wird. Zusammen mit den Verbesserungen im Finanzergebnis sowie den Steuereffekten dürfte der Gewinn je Aktie damit gegenüber dem Vorjahr deutlich von 2,88 auf 3,56 Euro ansteigen.

Im Folgejahr entfallen zwar die Restrukturierungskosten, jedoch wird sich die Steuerbelastung wieder auf einem normalen Niveau einpendeln. Bei weiter leicht steigenden Umsätzen, die auch in 2014 vom prosperierenden Online-Druck getragen werden, dürfte sich daher infolge des auf ca. 0,5 Mio. Euro reduzierten Steuereffekts das Ergebnis je Aktie geringfügig auf 3,51 Euro ermäßigen. Für 2015 rechnen wir mit einem moderaten EPS-Anstieg auf 3,68 Euro.

Nachdem die CEWE-Aktie in diesem Jahr bereits um rund 30 Prozent zulegen konnte, hat der Wert unser aktuelles Kursziel von 45 Euro fast erreicht. Wir stufen die Aktie daher derzeit nur als Halteposition ein.

Die attraktive und in den kommenden Jahren tendenziell steigende Dividendenrendite von 3,8 Prozent sowie das in weiten Teilen konjunkturunabhängige Geschäft sollten das Rückschlagpotenzial der Aktie jedoch begrenzen. Kursrücksetzer können unseres Erachtens zum Aufbau eines langfristig orientierten Investments genutzt werden.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2011		2012		2013e		2014e		2015e	
Umsatzerlöse	469,0	99,8%	503,3	99,8%	520,0	99,8%	540,0	99,8%	560,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr	5,0%		7,3%		3,3%		3,8%		3,7%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	0,9	0,2%	1,1	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr	-36,5%		19,1%		-10,4%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	470,0	100,0%	504,5	100%	521,0	100,0%	541,0	100,0%	561,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	4,8%		7,3%		3,3%		3,8%		3,7%	
Materialaufwand	173,6	36,9%	186,2	36,9%	192,8	37,0%	200,2	37,0%	207,6	37,0%
Veränderung zum Vorjahr	2,9%		7,3%		3,5%		3,8%		3,7%	
Personalaufwand	108,5	23,1%	122,5	24,3%	127,6	24,5%	132,5	24,5%	137,4	24,5%
Veränderung zum Vorjahr	6,0%		12,9%		4,2%		3,8%		3,7%	
Sonstiges Ergebnis	-124,2	-26,4%	-129,8	-25,7%	-135,5	-26,0%	-140,7	-26,0%	-145,9	-26,0%
Veränderung zum Vorjahr	-11,5%		-4,5%		-4,4%		-3,8%		-3,7%	
EBITDA	63,6	13,5%	65,9	13,1%	65,1	12,5%	67,6	12,5%	70,1	12,5%
Veränderung zum Vorjahr	-3,4%		3,6%		-1,2%		3,8%		3,7%	
Abschreibungen	33,5	7,1%	37,0	7,3%	35,9	6,9%	36,8	6,8%	37,6	6,7%
Veränderung zum Vorjahr	-11,2%		10,5%		-2,9%		2,3%		2,2%	
EBIT	30,1	6,4%	28,9	5,7%	29,2	5,6%	30,8	5,7%	32,5	5,8%
Veränderung zum Vorjahr	7,0%		-4,0%		0,9%		5,7%		5,5%	
Finanzergebnis	-1,0	-0,2%	-2,2	-0,4%	-1,7	-0,3%	-2,2	-0,4%	-2,5	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr	46,3%		-130,9%		22,8%		-29,6%		-13,5%	
Ergebnis vor Steuern	29,2	6,2%	26,7	5,3%	27,5	5,3%	28,6	5,3%	30,0	5,4%
Steuerquote	36,3%		29,5%		26,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	10,6	2,3%	7,9	1,6%	7,1	1,4%	8,6	1,6%	9,0	1,6%
Veränderung zum Vorjahr	-16,4%		-25,4%		-9,5%		20,2%		4,9%	
Jahresüberschuss	18,6	4,0%	18,8	3,7%	20,3	3,9%	20,0	3,7%	21,0	3,7%
Veränderung zum Vorjahr	35,5%		1,3%		8,0%		-1,4%		4,9%	
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	18,6	4,0%	18,8	3,7%	20,3	3,9%	20,0	3,7%	21,0	3,7%
Veränderung zum Vorjahr	35,5%		1,3%		8,0%		-1,4%		4,9%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,529		6,545		6,545		6,545		6,545	
Gewinn je Aktie	2,84		2,88		3,56		3,51		3,68	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	9,6%
ID-Sparinvest A/S, Dänemark	3,0%
Streubesitz	60,0%

Termine

Ende März 2014	Bilanzpresse- und Analystenkonferenz, Frankfurt
Mai 2014	Zahlen zum 1. Quartal 2014

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

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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2013):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,5%	47,1%
Halten	50,0%	52,9%
Verkaufen	4,5%	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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf, verantwortlich.