

Akt. Kurs (01.04.15, 11:29, Xetra): 58,98 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **60,00 (60,00) EUR**

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

## Kurzportrait

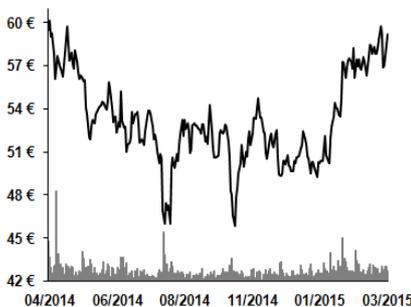
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE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

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	61,05 €	45,53 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	58,98 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	70,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	436,5 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Vorläufige Geschäftszahlen 2014 bestätigt

Die vor wenigen Tagen publizierten endgültigen Geschäftszahlen 2014 entsprachen im Großen und Ganzen den bereits kommunizierten vorläufigen Daten und beinhalteten somit keine Überraschungen. Der Umsatz war mit 523,8 Mio. Euro gegenüber dem adjustierten Vorjahreswert leicht rückläufig, wobei dieser Rückgang ausschließlich auf die bewusste Reduzierung des margenschwachen Großhandelsgeschäfts im Bereich Einzelhandel (-33 Prozent auf 67 Mio. Euro) zurückzuführen ist. Im mit Abstand größten und wichtigsten Bereich Fotofinishing stiegen die Erlöse leicht um 2,8 Prozent auf 386 Mio. Euro. Der Wachstumsbereich Kommerzieller Online-Druck erzielte ein Plus von 17,8 Prozent auf 70,5 Mio. Euro.



Das Konzern-EBIT vor sonstigen Steuern verbesserte sich von 29,7 auf 33,5 Mio. Euro und lag damit in der oberen Hälfte der vom Unternehmen avisierten Bandbreite von 30 bis 36 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung der neuen IFRS-Vorgaben zur Verbuchung der sonstigen Steuern lag das ausgewiesene EBIT bei 32,6 Mio. Euro nach einem entsprechend adjustierten Vorjahreswert von 28,9 Mio. Euro. Auf Basis dieser IFRS-konformen Verbuchung werden künftig die Berichterstattung sowie die jeweilige Guidance erfolgen.

## Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	536	524	535	550
<i>bisher</i>	529	---	540	---
<b>EBIT</b>	28,9	32,6	35,1	37,5
<i>bisher</i>	29,4	---	34,8	37,1
<b>Jahresüb.</b>	22,3	21,4	23,2	24,8
<i>bisher</i>	21,6	---	23,0	24,5
<b>Erg./Aktie</b>	3,39	3,07	3,26	3,48
<i>bisher</i>	3,29	---	3,60	3,85
<b>Dividende</b>	1,50	1,55	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	17,4	19,2	18,1	16,9
<b>Div.rendite</b>	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Bei einem weiter verbesserten Finanzergebnis lag der Vorsteuergewinn bei 31,5 Mio. Euro. Angesichts einer wieder normalisierten Steuerquote nach den positiven Steuereffekten im Vorjahr erreichte das Ergebnis nach Steuern mit 21,4 Mio. Euro nicht ganz das adjustierte Vorjahresniveau. Das Ergebnis je Aktie ermäßigte sich dementsprechend und aufgrund der weiter gestiegenen Aktienanzahl auf 3,07 Euro.

Bereits bekannt war der Dividendenvorschlag von 1,55 Euro je Aktie, was gegenüber dem Vorjahr einer leichten Erhöhung um 5 Cent entspricht. Angesichts der erreichten Nettofinanzposition von 23,5 Mio. Euro infolge eines auf 28,1 Mio. Euro mehr als verdoppelten Free Cashflows wäre hier aus unserer Sicht sicherlich auch eine deutlichere Steigerung möglich gewesen. Das Management bekräftigte jedoch auch die Zielsetzung, in den nächsten Jahren kontinuierlich die Dividende weiter erhöhen zu wollen.

## Unternehmensprognose 2015 im Rahmen unserer Schätzungen

Wie avisiert hat CEWE mit Bekanntgabe der endgültigen Geschäftszahlen 2014 auch eine erste Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2015 veröffentlicht. Diese sieht einen Umsatz in einer Bandbreite von 515 bis 535 Mio. Euro vor. Dieser Planung wurden eine weitere Reduktion der entwickelten Fotos von 2,20 auf 2,10 bis 2,15 Milliarden Stück sowie ein Anstieg der ausgelieferten CEWE-Fotobücher von 5,9 auf 6,0 bis 6,1 Millionen Stück als jeweils

## Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[a.langhorst@gsc-research.de](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

größte Umsatztreiber zugrunde gelegt. Gegenüber den Vorjahresvergleichszahlen ist aber auch ein fehlender Umsatzbeitrag des 2014 aufgegebenen Großhandelsgeschäfts in Polen zu berücksichtigen, wo CEWE zumindest im ersten Quartal des Vorjahres noch entsprechende Erlöse erzielte.

Wir hatten zuletzt den Effekt aus dem aufgegebenen Großhandelsgeschäft etwas geringer eingeschätzt und lagen mit einer Umsatzprognose von 540 Mio. Euro oberhalb der jetzt ausgegebenen Bandbreite. Daher korrigieren wir unsere Umsatzerwartung nun auf 535 Mio. Euro. Dabei erwarten wir, dass im kommerziellen Online-Druck sowie im Stammgeschäft Fotofinishing ein Wachstum am oberen Ende der Unternehmensguidance erzielt wird.

Auf unsere Ergebnisprojektion hat diese leichte Schätzungsanpassung jedoch nur einen untergeordneten Einfluss, zumal wir bei einzelnen Kostenpositionen nach Vorlage der endgültigen Geschäftszahlen 2014 leichte Adjustierungen vorgenommen haben. Insgesamt gehen wir nunmehr davon aus, dass das operative Ergebnis (EBIT) im laufenden Geschäftsjahr bei 35,1 Mio. Euro und damit in der Mitte der Unternehmensguidance von 32 bis 38 Mio. Euro liegen wird.

Für den Jahresüberschuss erwarten wir einen Wert von 23,2 Mio. Euro. Die Planungsbandbreite von CEWE liegt hier bei 20 bis 24 Mio. Euro. Bezüglich des Gewinns je Aktie haben wir unsere Schätzungen noch an die veränderte Aktienanzahl nach der Platzierung eigener Aktien im Vorjahr angepasst. Nach zuletzt 3,60 Euro gehen wir nun von 3,26 Euro aus und bewegen uns damit ebenfalls in der Mitte der Unternehmensprognose von 2,87 bis 3,45 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

Die endgültigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 beinhalteten gegenüber den vorläufigen Daten keine Überraschungen. Die wie gewohnt sehr detaillierte Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr 2015 liegt auch nach leichten Adjustierungen unserer Schätzungen im Rahmen unserer Erwartungen.

Der größte Wachstumstreiber bleibt das noch junge Geschäftsfeld kommerzieller Online-Druck. Hier gehen wir auch in 2015 von hohen Marketingmaßnahmen aus, um das Wachstum weiter voranzutreiben. Für 2016 können wir uns in diesem Bereich ein Umsatzvolumen von knapp 100 Mio. Euro vorstellen, wobei dann der Breakeven erreicht werden sollte. Schlussendlich ist hierfür jedoch die Höhe der jeweiligen Werbeaufwendungen entscheidend.

Nach mittlerweile zehn Jahren CEWE FOTOBUCH und der jüngsten Auszeichnung mit dem Superbrand Award als herausragende Marke ist der Bereich Fotofinishing unverändert die „Cash-Cow“ des Unternehmens. Der Druck insbesondere digitaler Fotos in Form von Büchern ist derzeit im Konsumverhalten nicht wegzudenken. Mit den strategisch herausragenden Partnerschaften mit dem Einzelhandel und der stetig steigenden Anzahl weiterer Mehrwertprodukte neben dem CEWE FOTOBUCH hat sich die Gesellschaft in den letzten Jahren eine Marktstellung aufgebaut, die so schnell von keinem Wettbewerber aufgeholt werden kann. Entsprechende vereinzelte Versuche sind nach unserer Kenntnis zuletzt immer wieder gescheitert.

CEWE behält zudem den technologischen Fortschritt zeitnah im Auge. Dies zeigt sich durch entsprechenden Lösungen z. B. für Smartphone-Anwendungen, die Einbettung von Videos in das CEWE FOTOBUCH oder den neuen CEWE MYPHOTOS Service. Dieser unterstützt plattformübergreifend Endgeräte mit allen gängigen Betriebssystemen und soll im Sommer 2015

starten. Hierdurch sollte die Gesellschaft ihre bestehende Marktstellung auch in den kommenden Jahren mindestens aufrechterhalten können.

Insgesamt bestätigen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 60 Euro sowie angesichts des erreichten Kursniveaus unsere „Halten“-Einschätzung. Dabei dürfte die relativ gesehen sichere Dividende, die zudem sukzessive in den kommenden Jahren weiter steigen soll, das Rückschlagpotenzial des Papiers begrenzen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014		2015e		2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	503,3	99,8%	536,2	99,7%	523,8	99,8%	535,0	99,8%	550,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		-2,3%		2,1%		2,8%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,4	0,3%	1,1	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			21,9%		-20,7%		-7,3%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	504,5	100,0%	537,6	100%	524,9	100,0%	536,0	100,0%	551,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,6%		-2,4%		2,1%		2,8%	
Materialaufwand	186,2	36,9%	190,0	35,3%	162,7	31,0%	165,1	30,8%	168,1	30,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-14,4%		1,5%		1,8%	
Personalaufwand	122,5	24,3%	129,9	24,2%	135,9	25,9%	141,0	26,3%	147,1	26,7%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		4,6%		3,7%		4,4%	
Sonstiges Ergebnis	-129,8	-25,7%	-150,9	-28,1%	-160,2	-30,5%	-160,5	-30,0%	-162,5	-29,5%
Veränderung zum Vorjahr			-16,3%		-6,2%		-0,2%		-1,3%	
<b>EBITDA</b>	65,9	13,1%	66,8	12,4%	66,1	12,6%	69,4	13,0%	73,3	13,3%
Veränderung zum Vorjahr			1,4%		-1,1%		5,0%		5,6%	
Abschreibungen	37,0	7,3%	37,9	7,1%	33,5	6,4%	34,3	6,4%	35,8	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-11,7%		2,5%		4,4%	
<b>EBIT</b>	28,9	5,7%	28,9	5,4%	32,6	6,2%	35,1	6,6%	37,5	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		12,8%		7,6%		6,7%	
Finanzergebnis	-2,2	-0,4%	-1,9	-0,3%	-1,2	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			15,4%		36,9%		15,0%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	26,7	5,3%	27,1	5,0%	31,5	6,0%	34,1	6,4%	36,5	6,6%
Steuerquote	29,5%		17,7%		32,1%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	7,9	1,6%	4,8	0,9%	10,1	1,9%	10,9	2,0%	11,7	2,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	18,8	3,7%	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		-4,2%		8,6%		6,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	18,8	3,7%	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,2	4,3%	24,8	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		-4,2%		8,6%		6,9%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,545		6,577		6,962		7,119		7,119	
<b>Gewinn je Aktie</b>	2,88		3,39		3,07		3,26		3,48	

## **Aktionärsstruktur**

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

## **Termine**

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](http://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](mailto: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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
04.03.2015	56,00 €	Halten	60,00 €
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 31.03.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	41,7%
Halten	45,8%	58,3%
Verkaufen	4,2%	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](http://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.