

Akt. Kurs (14.08.15, 12:51, Xetra): 49,66 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **60,00 (60,00) EUR**

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

Kurzportrait

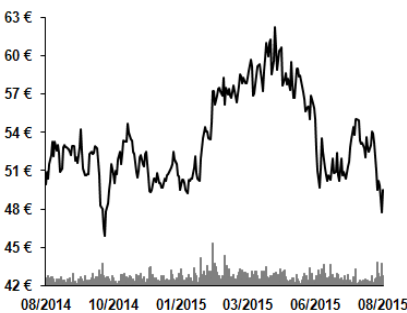
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	63,49 €	45,53 €
Aktueller Kurs:	49,66 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,1%	
Marktkapitalis.:	367,5 Mio. €	

Anlagekriterien

Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen

Die vorgelegten Zahlen zum ersten Halbjahr beinhalteten für uns keine Überraschungen. So konnte der Umsatz um 2,8 Prozent auf 212,9 Mio. Euro gesteigert werden. Im zweiten Quartal betrug das Plus 1,8 Prozent auf 106,1 Mio. Euro. Wachstumstreiber waren hier wie bereits in den ersten drei Monaten die Geschäftsfelder Fotofinishing mit einem Erlösplus von 5,4 Prozent auf 148,1 Mio. Euro sowie der Bereich Kommerzieller Online-Druck mit einem Zuwachs um 7,1 Prozent auf 36,3 Mio. Euro. Auffällig dabei ist, dass beide Geschäftsfelder saisonbedingt im zweiten Quartal eine nachlassende Dynamik aufzeigten.



Bei einem leichten Absatzplus von nur 0,9 Prozent beim wichtigsten Produkt CEWE FOTOBUCH war der wichtigste Treiber für die erfreuliche Erlösentwicklung der weitere Anstieg beim Umsatz pro Foto, der im Jahresvergleich um 8,9 Prozent auf 16,43 Cent gestiegen ist und im zweiten Quartal nochmals zulegen konnte. Hier lag der Durchschnittswert bereits bei 16,62 Cent.

Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	536,2	523,8	535,0	550,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	28,9	32,6	35,1	37,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	22,3	21,4	23,2	24,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	3,39	3,07	3,26	3,48
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,50	1,55	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	14,7	16,2	15,2	14,3
Div.rendite	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Nach Aufgabe des margenschwachen Großhandelsgeschäfts reduzierte sich der Umsatz im Geschäftsfeld Einzelhandel planmäßig um 12,8 Prozent auf nur noch 28,5 Mio. Euro. Hier ist gegenüber den anderen beiden Bereichen eine rückläufige Abschwächung zu beobachten. Diese sollte sich in den kommenden Quartalen weiter deutlich reduzieren, da dann die negativen Effekte des aufgegebenen Großhandelsgeschäfts auslaufen.

Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich um 0,8 Mio. Euro auf minus 7,0 Mio. Euro, blieb damit jedoch saisontypisch im negativen Bereich. Bereinigt um die im ersten Quartal verbuchten Restrukturierungsaufwendungen von 0,4 Mio. Euro für die Schließung eines Call Centers in Deutschland sowie von 0,6 Mio. Euro für den Einzelhandel in Polen errechnet sich sogar eine deutlich höhere Verbesserung von 1,8 Mio. Euro.

Bei einem überschaubaren Finanzergebnis von minus 0,3 Mio. Euro und einer Steuergutschrift in Höhe von 1,3 Mio. Euro lag der Periodenüberschuss nach den ersten sechs Monaten bei 6,0 Mio. Euro bzw. 0,85 Euro je Aktie. Gegenüber der Vorjahresperiode ist dies eine Verbesserung um fast 20 Prozent.

Unternehmensprognose 2015 bekräftigt

Angesichts der erzielten Ergebnisse überrascht es nicht, dass das Management die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2015 erneut bestätigte. Diese sieht einen Umsatz in einer Bandbreite von 515 bis 535 Mio. Euro vor. Das operative Ergebnis soll weiterhin in einer Spanne von 32 bis 38 Mio. Euro liegen.

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Mit Blick auf das rollierende EBIT der letzten zwölf Monate zeigt sich bereits ein Wert von 33,4 Mio. Euro, so dass CEWE ohne weitere Ertragszuwächse im zweiten Halbjahr hier bereits im Zielkorridor liegt. Für den Jahresüberschuss erwartet das Unternehmen ebenso unverändert einen Wert zwischen 20 und 24 Mio. Euro bzw. 2,87 bis 3,45 Euro je Aktie.

Ertragsfokussierung im Online-Druck ab 2016

Zudem bestätigte der Vorstand aktuell das Ziel, im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck ab 2016 einen positiven Ergebnisbeitrag erwirtschaften zu wollen. Derzeit wird dies aufgrund der hohen Marketingaufwendungen noch nicht erreicht. Nach 70,5 Mio. Euro Umsatz in 2014 hält das Management hier ein Volumen von rund 80 Mio. Euro im aktuellen Geschäftsjahr für realistisch.

Die von uns zwischenzeitlich prognostizierte Überschreitung der 100 Mio. Euro-Marke in 2016 erscheint jedoch vor dem Hintergrund der zuletzt nachlassenden Wachstumsdynamik derzeit nicht mehr erreichbar. Wir haben zuletzt aber auch immer darauf hingewiesen, dass die Erreichung der Profitabilität u. a. abhängig von den Werbeausgaben ist. Dem Erreichen des Break-even bzw. dem Ausweis positiver Ergebnisse räumen wir dabei jedoch einen deutlich höheren Stellenwert ein als dem reinen Umsatzwachstum um jeden Preis.

Übernahme von DeinDesign

Mit Vorlage der Halbjahreszahlen berichtete CEWE auch von der kürzlich erfolgten Akquisition von DeinDesign, einem Produzenten individualisierbarer Smartphone-Schutzhüllen und anderer Folien für elektronische Geräte. Das Unternehmen hat 2014 einen Jahresumsatz von ca. 6 Mio. Euro erzielt und wächst derzeit angabegemäß mit etwa 30 Prozent weiter.

Die Produktpalette von DeinDesign erscheint uns als gute Erweiterung zu dem Angebot von CEWE, so dass wir die strategische Rationalität hinter dem Kauf verstehen, auch wenn das Umsatzvolumen der Gesellschaft noch überschaubar ist. Als wichtig erachten wir zudem die Aussage, dass DeinDesign den Start-up-Modus bereits verlassen hat. Außerdem adressiert DeinDesign mit seinem Angebot eine jüngere Zielgruppe als die bisherigen Kernzielgruppen bei CEWE.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten Halbjahreszahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA beinhalten für uns keine Überraschungen. Wir verweisen erneut darauf, dass wie in den vergangenen Geschäftsjahren für die Zielerreichung der Unternehmensprognose vor allem die Entwicklung im Schlussquartal entscheidend ist. Wir sehen jedoch derzeit unverändert keine Gründe, weshalb nicht auch in diesem Jahr die Saisonspitze mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft mindestens auf dem Vorjahresniveau liegen sollte.

Aus diesem Grund behalten wir unsere Gewinnprognosen unverändert bei und bestätigen unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 60 Euro. Nachdem sich der Börsenkurs von seinem Jahreshoch um mehr als 20 Prozent verbilligt hat und aktuell nahe dem 12-Monatstief notiert, heben wir jedoch unsere Einschätzung für den Wert von „Halten“ auf „Kaufen“. Bei einer attraktiven Dividendenrendite von 3,2 Prozent dürfte im aktuellen Kapitalmarktumfeld das Rückschlagpotenzial des Papiers begrenzt sein, zumal das Management bestätigte, die Ausschüttung in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter erhöhen zu wollen.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2012		2013		2014		2015e		2016e	
Umsatzerlöse	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%	
Bestandsveränderungen / 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%	
Gesamtleistung	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%	
EBITDA	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%	
EBIT	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%	
Ergebnis vor Steuern	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%
Jahresüberschuss	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	
Bereinigter Jahresüberschuss	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	
Gewinn je Aktie	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. 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
18.05.2015	58,36 €	Halten	60,00 €
01.04.2015	58,98 €	Halten	60,00 €
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 30.06.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	58,3%	41,7%
Halten	37,5%	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), 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.