

Akt. Kurs (03.03.16, 17:00, Xetra): 53,05 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **65,00 (65,00) EUR**

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

Kurzportrait

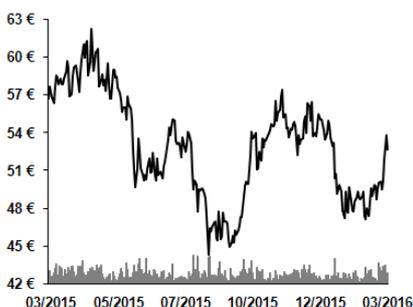
Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	63,49 €	43,40 €
Aktueller Kurs:	53,05 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,7%	
Marktkapitalis.:	392,6 Mio. €	

Anlagekriterien

Planungen voll erfüllt

Vor wenigen Tagen hat die CEWE Stiftung & Co. KGaA die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2015 bekanntgegeben. Aufgrund des Ertragschwerpunktes im Weihnachtsgeschäft waren die Ergebnisse des vierten Quartals essentiell zur Erreichung der Gesamtjahresziele. Hier konnte der Konzern einmal mehr überzeugen. Alle wichtigen Kennzahlen lagen im oder leicht über dem prognostizierten Korridor.



Mit einem Umsatzsprung um knapp 11 Prozent auf 215,8 Mio. Euro im vierten Quartal schaffte CEWE im Gesamtjahr 2015 eine Erlössteigerung von 5,8 Prozent auf 554,2 Mio. Euro. Die unternehmenseigene Erwartung lag hier bei 515 bis 535 Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) legte überproportional um 13 Prozent von 32,6 auf 36,8 Mio. Euro zu. Hierbei ist zu beachten, dass im Schlussquartal noch Sonderaufwendungen in Form von Goodwill-Abschreibungen im Bereich Fotofinishing vorgenommen wurden. Zusammen mit den bereits zuvor verbuchten Restrukturierungsaufwendungen von 1,0 Mio. Euro summierten sich die Sonderbelastungen auf insgesamt 3,6 Mio. Euro. Bereinigt um diesen Wert hätte das EBIT ebenfalls über dem Planungskorridor von 32 bis 38 Mio. Euro gelegen.

Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e
Umsatz	536,2	523,8	554,2	570,0
<i>bisher</i>	---	---	535,0	550,0
EBIT	28,9	32,6	36,8	40,0
<i>bisher</i>	---	---	35,1	37,5
Jahresüb.	22,3	21,4	22,7	25,7
<i>bisher</i>	---	---	23,2	24,8
Erg./Akte	3,39	3,07	3,24	3,53
<i>bisher</i>	---	---	3,26	3,48
Dividende	1,50	1,55	1,60	1,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	15,7	17,3	16,4	15,0
Div.rendite	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Das Vorsteuerergebnis erreichte nach den vorläufigen Daten aufgrund eines nur geringen Zinsergebnisses 36,3 Mio. Euro. Dagegen lag die Steuerbelastung mit knapp 38 Prozent offensichtlich höher als in den Vorjahren. Wir führen dies auf die nicht steuerlich absetzbaren Goodwill-Abschreibungen sowie auf die Verluste bei den jungen Unternehmen DeinDesign und futalis zurück, die ebenfalls steuerlich nicht gegengerechnet werden können. Der vorläufige Nachsteuergewinn sowie das Ergebnis je Aktie bewegen sich mit 22,7 Mio. Euro bzw. 3,24 Euro sowohl im Planungskorridor des Unternehmens als auch im Rahmen unserer eigenen Prognosen.

Alle Geschäftsfelder operativ in der Gewinnzone

Erfreulich ist, dass die Ertragssteigerung im Konzern auf Verbesserungen in allen drei Geschäftsfeldern zurückzuführen ist. Im größten Bereich Fotofinishing waren die wichtigsten Treiber der weiter gestiegene Absatz der CEWE FOTOBUCHER, aber auch anderer Mehrwertprodukte, die zu einem erneuten Anstieg des Umsatzes pro Foto um 10,3 Prozent auf 18,6 Cent führten.

Im Kommerziellen Online-Druck führte die Umsatzausweitung um 10,4 Prozent auf 77,8 Mio. Euro zu einem verbesserten Segment-EBIT von minus 0,9 Mio. Euro nach minus 2,9 Mio. Euro im Vorjahr. Unter Herausrechnung der Effekte aus der Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Übernahme von rund 2,1 Mio. Euro errechnet sich hier sogar eine Überschreitung der Gewinnschwelle.

In 2016 und 2017 werden diese Aufwendungen nochmals deutlich zurückgehen, so dass dann auch das ausgewiesene EBIT positiv ausfallen sollte.

Auch die Neupositionierung im dritten Geschäftsfeld Einzelhandel trägt zunehmend Früchte. Hier lag das operative Ergebnis bei minus 0,4 Mio. Euro, wobei bereinigt um Restrukturierungskosten aus dem ersten Quartal in Höhe von 0,6 Mio. Euro hier ebenfalls ein Gewinn ausgewiesen worden wäre.

Mehrwertsteuererhöhung sollte nur geringe Auswirkungen haben

Zudem berichtet CEWE über die seit dem 25. Dezember 2015 möglicherweise wirksam gewordene Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher von 7 auf 19 Prozent. Hintergrund ist hier eine Entscheidung des Zolltarifausschusses der EU, der Fotobücher in einen neuen Zolltarif eingeordnet hat. Dies führte in Deutschland und Österreich zu der genannten Mehrwertsteuererhöhung. CEWE setzt sich nunmehr dafür ein, dass diese Erhöhung wieder zurückgenommen bzw. zumindest eine Übergangsregelung geschaffen wird, wofür wir auch gute Chancen sehen. Für den Fall, dass es jedoch zu keiner Änderung kommt, glauben wir aber, dass CEWE aufgrund der Positionierung als Premiumanbieter hier eher weniger betroffen sein wird als andere Anbieter, die mehr auf niedrige Preise statt auf Qualität setzen.

Prognose 2016 erst mit Vorlage der endgültigen Zahlen

Wie in den Vorjahren wird das Management eine Prognose für das angelaufene Geschäftsjahr 2016 erst mit der Vorlage der endgültigen Zahlen 2015 am 23. März publizieren. Vor dem Hintergrund der nunmehr publizierten vorläufigen Daten haben wir einzelne Adjustierungen bei unseren Schätzungen für 2016 und 2017 vorgenommen, die jedoch in Summe zu keinen wesentlichen Änderungen der Gewinnzahlen je Aktie führen. Während wir die Umsätze für die beiden Jahre nun jeweils höher ansetzen, was dann auch zu höheren operativen Ergebnissen führen sollte, haben wir dagegen auch die Steuerquoten angehoben und bilden damit die in den Folgejahren noch zu erwartenden Verluste der Start-ups ab, die steuerlich nicht verrechnet werden können.

Bewertung und Fazit

Die vorgelegten vorläufigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA für 2015 konnten einmal mehr überzeugen, zeigen aber auch die hohe Abhängigkeit vom wichtigen Weihnachtsgeschäft. Da wir jedoch sehen, dass vor allem die Mehrwertprodukte, allen voran das CEWE FOTOBUCH, derzeit gar nicht mehr als Weihnachtsgeschenk wegzudenken sind, dürfte das Unternehmen auch in den kommenden Jahren weiter wachsen. Um die Spannung in der Berichterstattung herauszunehmen, könnte über eine Umstellung des Geschäftsjahres auf die Periode 1. Oktober bis 30. September nachgedacht werden. Dies ist sicherlich jedoch nur eine Kapitalmarktsicht.

Unseres Erachtens ist der Konzern sowohl produktseitig als auch bilanziell unverändert hervorragend aufgestellt. Die kleineren Adjustierungen in unseren Gewinnprognosen führen in Summe zu keiner Veränderung unseres Kursziels von 65 Euro, auch wenn dies im aktuellen Kapitalmarktumfeld ambitioniert erscheinen mag. Mit dem cashflow-starken und konjunkturunabhängigen Geschäftsmodell halten wir dies jedoch für gerechtfertigt und bestätigen daher unsere Einschätzung für die CEWE-Aktie mit „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2013		2014		2015e		2016e		2017e	
Umsatzerlöse	536,2	99,7%	523,8	99,8%	554,2	99,8%	570,0	99,8%	585,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			-2,3%		5,8%		2,9%		2,6%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,4	0,3%	1,1	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-20,7%		-7,3%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	537,6	100,0%	524,9	100%	555,2	100,0%	571,0	100,0%	586,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-2,4%		5,8%		2,8%		2,6%	
Materialaufwand	190,0	35,3%	162,7	31,0%	171,0	30,8%	174,2	30,5%	178,1	30,4%
Veränderung zum Vorjahr			-14,4%		5,1%		1,8%		2,3%	
Personalaufwand	129,9	24,2%	135,9	25,9%	146,0	26,3%	152,5	26,7%	157,0	26,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,6%		7,5%		4,4%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-150,9	-28,1%	-160,2	-30,5%	-165,3	-29,8%	-168,4	-29,5%	-171,7	-29,3%
Veränderung zum Vorjahr			-6,2%		-3,2%		-1,9%		-1,9%	
EBITDA	66,8	12,4%	66,1	12,6%	72,9	13,1%	75,9	13,3%	79,1	13,5%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		10,3%		4,2%		4,2%	
Abschreibungen	37,9	7,1%	33,5	6,4%	36,1	6,5%	36,0	6,3%	35,7	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-11,7%		7,8%		-0,3%		-0,6%	
EBIT	28,9	5,4%	32,6	6,2%	36,8	6,6%	40,0	7,0%	43,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,8%		12,8%		8,6%		8,5%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,3%	-1,2	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			36,9%		57,5%		0,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	27,1	5,0%	31,5	6,0%	36,3	6,5%	39,5	6,9%	42,9	7,3%
Steuerquote	17,7%		32,1%		37,6%		35,0%		34,0%	
Ertragssteuern	4,8	0,9%	10,1	1,9%	13,7	2,5%	13,8	2,4%	14,6	2,5%
Jahresüberschuss	22,3	4,1%	21,4	4,1%	22,7	4,1%	25,7	4,5%	28,3	4,8%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		6,1%		13,2%		10,3%	
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	22,3	4,1%	21,4	4,1%	22,7	4,1%	25,7	4,5%	28,3	4,8%
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		6,1%		13,2%		10,3%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,577		6,962		6,993		7,259		7,259	
Gewinn je Aktie	3,39		3,07		3,24		3,53		3,90	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	1,9%
Streubesitz	70,7%

Termine

23.03.2016	Geschäftsbericht 2015
12.05.2016	Zahlen 1. Quartal 2016
01.06.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11.08.2016	Halbjahreszahlen 2016
10.11.2016	Zahlen 3. Quartal 2016

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 „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
21.12.2015	55,02 €	Kaufen	65,00 €
19.11.2015	54,85 €	Kaufen	65,00 €
14.08.2015	49,66 €	Kaufen	60,00 €
18.05.2015	58,36 €	Halten	60,00 €
01.04.2015	58,98 €	Halten	60,00 €
04.03.2015	56,00 €	Halten	60,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2015):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,5%	60,0%
Halten	34,1%	40,0%
Verkaufen	11,4%	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.