

Akt. Kurs (12.04.16, 13:04, Xetra): 58,97 EUR – Einschätzung: **Halten (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
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	63,49 €	43,40 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	58,97 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	70,7%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	436,4 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Vorläufige Zahlen 2015 bestätigt

Vor wenigen Tagen hat die CEWE Stiftung & Co. KGaA die endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2015 publiziert und dabei die bereits vorläufig genannten Daten bestätigt. Diese beinhalten einen Umsatzsprung um 5,8 Prozent auf 554,2 Mio. Euro sowie eine überproportionale Steigerung des operativen Ergebnisses (EBIT) um 13 Prozent von 32,6 auf 36,8 Mio. Euro. Zu berücksichtigen ist dabei, dass in diesem Wert Sonderbelastungen von insgesamt 3,6 Mio. Euro für Goodwill-Abschreibungen im Bereich Fotofinishing sowie für Restrukturierungsaufwendungen enthalten sind.



Das Vorsteuerergebnis erreichte aufgrund eines reduzierten Zinsergebnisses ein Plus von 15 Prozent auf 36,3 Mio. Euro. Dagegen lag die Steuerbelastung mit über 37 Prozent aufgrund der steuerlich nicht ansetzbaren Goodwill-Abschreibungen sowie der negativen Ergebnisse der erstkonsolidierten Konzerngesellschaften (DeinDesign und futalis) überproportional hoch. Entsprechend erhöhte sich der Nachsteuerertrag nach Anteilen Dritter in Höhe von minus 0,4 Mio. Euro lediglich um 8 Prozent auf 23,1 Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich folglich von dem aufgrund leichter Adjustierungen bei den 2014er-Zahlen auf 3,08 Euro geänderten Vorjahreswert auf 3,24 Euro.

## Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	523,8	554,2	570,0	585,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	32,6	36,8	40,0	43,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	21,4	23,1	26,6	28,7
<i>bisher</i>	---	22,7	25,7	28,3
<b>Erg./Aktie</b>	3,08	3,24	3,66	3,96
<i>bisher</i>	3,07	---	3,53	3,90
<b>Dividende</b>	1,55	1,60	1,65	1,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	19,2	18,2	16,1	14,9
<b>Div.rendite</b>	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Zusätzlich wurde noch der Dividendenvorschlag bekanntgegeben, der mit 1,60 Euro je Aktie exakt unsere Erwartung getroffen hat und auf dem aktuellen Kursniveau einer ordentlichen Rendite von 2,7 Prozent entspricht.

### Ausblick 2016 sieht weitere Steigerungen bei Umsatz und Ertrag vor

Wie auch in den Vorjahren hat CEWE traditionell auf der Bilanzpressekonferenz einen ersten Ausblick auf das angelaufene Geschäftsjahr gegeben. Dabei rechnet der Vorstand für 2016 auf allen operativen Ergebnisebenen mit einem höheren Ertrag. Konkret zielt der Konzern auf eine Umsatzausweitung in einem Korridor von 555 bis 575 Mio. Euro. Gleichzeitig soll ein EBIT in einer Bandbreite zwischen 38 und 44 Mio. Euro erwirtschaftet werden, was einer Anhebung des Zielkorridors gegenüber der Vorjahresprognose um rund 6 Mio. Euro gleichkommt. Bei einer dann wieder normalisierten Steuerquote von rund 32,5 Prozent soll das Nachsteuerergebnis bei 25 bis 29 Mio. Euro und entsprechend der Gewinn je Aktie bei 3,53 bis 4,10 Euro liegen.

## 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)

## GSC-Schätzungen nahezu unverändert

Damit liegt die Unternehmens-Guidance im Rahmen unserer bisherigen Prognosen. Einzig in Bezug auf die Steuerlast waren wir hier zuletzt zu konservativ, da wir noch von weiteren Belastungen der Steuerquote aus den neuen Konzerngesellschaften DeinDesign und futalis ausgegangen waren.

Wir sehen daher aktuell keine Notwendigkeit, unsere Schätzungen für 2016 mit Ausnahme der Steuerquote, die wir auf knapp 33 Prozent reduzieren, anzupassen. Gleiches gilt auch für das kommende Geschäftsjahr 2017. In Folge dieser Adjustierungen erhöhen wir unsere Ergebnisprognosen je Aktie für 2016 von 3,53 auf 3,66 Euro sowie für 2017 von 3,90 auf 3,96 Euro.

### **Risiko Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher**

Damit liegen wir mit unseren Gewinnschätzungen am unteren Ende der unternehmenseigenen Zielbandbreite, aber auch leicht unter den Konsensschätzungen. Wir rechtfertigen dies mit der zur Zeit bestehenden Unsicherheit bezüglich der seit dem 25. Dezember 2015 möglicherweise wirksam gewordenen Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher von 7 auf 19 Prozent in Deutschland bzw. von 10 auf 20 Prozent in Österreich (siehe auch unser Research vom 03.03.2016).

CEWE hat die Jahresplanung nach eigener Darstellung auf Basis einer unveränderten Umsatzsteuer aufgestellt. Sollte die Umsatzsteuererhöhung wirksam sein, rechnet das Management mit einer Belastung in Höhe von maximal einem hohen einstelligen Millionen-Euro-Betrag. Wir gehen davon aus, dass das Management aktuell entsprechende Rückstellungen bildet, die unter Umständen dann im Jahresverlauf wieder aufgelöst werden können.

Das Unternehmen setzt sich 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 unverändert, 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.

### **Bewertung und Fazit**

Die vorgelegten endgültigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA für 2015 beinhalteten keine Überraschungen mehr, nachdem bereits die vorläufigen Daten sehr detailliert berichtet wurden. Auch der erstmals vorgestellte Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr liegt im Rahmen unserer Erwartungen.

Hinsichtlich der Dividende könnte CEWE unseres Erachtens aufgrund der hohen Ertragskraft der Gesellschaft, des stabilen Geschäftsmodells sowie der äußerst soliden Bilanzstruktur durchaus höhere Ausschüttungsquoten vornehmen. Wir erkennen aber auch den Charme der in den letzten Jahren praktizierten kontinuierlichen Dividendenerhöhungen. Zudem lässt diese Strategie auch einmal in einem etwas schwächeren Jahr ausreichend Spielraum für eine Beibehaltung der bisherigen Ausschüttungspolitik zu.

Wir wiederholen unsere Ansicht, dass der Konzern sowohl produktseitig als auch bilanziell hervorragend aufgestellt ist. Positiv vermerken wir auch eine jüngste „Directors' Dealings“-Meldung, gemäß derer der Vorstandsvorsitzende Dr. Rolf Hollander 2.000 Aktien á 58,315 Euro mit einem Gesamtvolumen von knapp 117 TEUR erworben hat. Dies sollte als Zeichen gesehen werden, dass die CEWE-Aktie mittelfristig mehr wert ist, als die Börse aktuell zu bezahlen bereit ist.

Nachdem wir keine wesentlichen Änderungen unserer Schätzungen vorgenommen haben, bestätigen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie mit 65 Euro. Dabei nehmen wir aufgrund des seit unserem letzten Research gestiegenen Börsenkurses unsere Einschätzung derzeit von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück, betrachten das Papier aber langfristig weiterhin als ein attraktives Investment.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2013		2014		2015		2016e		2017e	
<b>Umsatzerlöse</b>	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%	1,3	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-20,7%		16,4%		-20,4%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	537,6	100,0%	524,9	100%	555,4	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%	162,2	29,2%	174,2	30,5%	178,1	30,4%
Veränderung zum Vorjahr			-14,4%		-0,3%		7,4%		2,3%	
Personalaufwand	129,9	24,2%	135,9	25,9%	143,7	25,9%	152,5	26,7%	157,0	26,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,6%		5,8%		6,1%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-150,9	-28,1%	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-168,4	-29,5%	-171,7	-29,3%
Veränderung zum Vorjahr			-6,3%		-8,8%		3,4%		-1,9%	
<b>EBITDA</b>	66,8	12,4%	66,0	12,6%	75,1	13,5%	75,9	13,3%	79,1	13,5%
Veränderung zum Vorjahr			-1,2%		13,8%		1,1%		4,2%	
Abschreibungen	37,9	7,1%	33,5	6,4%	38,4	6,9%	36,0	6,3%	35,7	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-11,7%		14,6%		-6,2%		-0,6%	
<b>EBIT</b>	28,9	5,4%	32,6	6,2%	36,8	6,6%	40,0	7,0%	43,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,5%		13,0%		8,7%		8,5%	
Finanzergebnis	-1,9	-0,3%	-1,0	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%	-0,5	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			44,4%		55,7%		-8,9%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	27,1	5,0%	31,5	6,0%	36,3	6,5%	39,5	6,9%	42,9	7,3%
Steuerquote	17,7%		32,0%		37,4%		32,6%		33,0%	
Ertragssteuern	4,8	0,9%	10,1	1,9%	13,6	2,4%	12,9	2,3%	14,1	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	22,3	4,1%	21,4	4,1%	22,7	4,1%	26,6	4,7%	28,7	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		6,1%		17,0%		8,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		-0,4		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	22,3	4,1%	21,4	4,1%	23,1	4,2%	26,6	4,7%	28,7	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		7,8%		15,2%		8,0%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,577		6,962		7,133		7,259		7,259	
<b>Gewinn je Aktie</b>	3,39		3,08		3,24		3,66		3,96	

## **Aktionärsstruktur**

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

## **Termine**

12.05.2016	Zahlen erstes Quartal 2016
03.06.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11.08.2016	Halbjahreszahlen 2016
10.11.2016	Zahlen drittes Quartal 2016

## **Kontaktadresse**

CEWE Stiftung & Co. KGaA  
Meerweg 30-32  
D-26133 Oldenburg

Internet: [www.cewe.de](http://www.cewe.de)

Email: [info@cewe.de](mailto:info@cewe.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288

Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421

Email: [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
03.03.2016	53,05 €	Kaufen	65,00 €
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 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,5%	60,0%
Halten	34,9%	40,0%
Verkaufen	11,6%	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.