

Akt. Kurs (28.02.2017, 09:05, Xetra): 77,98 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **83,00 (83,00) EUR**

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

## Kurzportrait

Die im SDAX notierte 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.

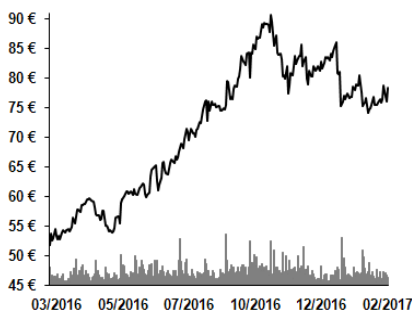
	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	90,81 €	49,95 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	77,98 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	67,5%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	577,1 Mio. €	

## Anlagekriterien

### CEWE mit erwartet guten vorläufigen Geschäftszahlen

Jüngst hat CEWE vorläufige Geschäftszahlen für das Jahr 2016 vorgelegt, die insgesamt leicht über unseren letzten Prognosen ausfielen. Die Gesellschaft profitierte dabei von einem wiederholt starken Abschlussquartal, das über 90 Prozent des Gesamtjahresergebnisses erwirtschaftete.

Im Einzelnen wurde der Umsatz um 7,0 Prozent auf 593,1 Mio. Euro verbessert. Die Zielbandbreite von 555 bis 575 Mio. Euro konnte damit wie von uns erwartet übertroffen werden. Ein Grund für die positive Entwicklung ist unter anderem der Absatz des Blockbuster-Produkts CEWE FOTOBUCH, der um 0,2 auf 6,2 Mio. Stück anstieg, was ebenfalls leicht über dem prognostizierten Korridor von 6,10 bis 6,15 Mio. Stück lag.



## Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	523,8	554,2	593,1	610,0
<i>bisher</i>	---	---	587,5	---
<b>EBIT</b>	32,6	36,8	47,0	51,3
<i>bisher</i>	---	---	45,9	---
<b>Jahresüb.</b>	21,4	23,1	33,1	35,2
<i>bisher</i>	---	---	33,3	---
<b>Erg./Aktie</b>	3,08	3,24	4,56	4,85
<i>bisher</i>	---	---	4,60	---
<b>Dividende</b>	1,55	1,60	1,65	1,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	25,3	24,1	17,1	16,1
<b>Div.rendite</b>	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%

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

Da sich nicht nur der Bereich Fotofinishing erfreulich entwickelte, sondern auch im Kommerziellen Online-Druck die Break-even-Schwelle überschritten wurde und zeitgleich der Einzelhandel den Turnaround bestätigen konnte, erreichte das operative Ergebnis (EBIT) mit 47,0 Mio. Euro nach 36,4 Mio. Euro im Vorjahr eine deutliche Steigerung. Auch hier konnte die Zielbandbreite von 40 bis 46 Mio. Euro, aber auch unsere bisherige Schätzung von 45,9 Mio. Euro leicht übertroffen werden.

Das vorläufige Ergebnis vor Steuern stieg von 35,9 auf 46,2 Mio. Euro und bewegt sich damit nahezu exakt auf dem Niveau unserer letzten Prognose. Nachdem das Finanzergebnis nach den ersten drei Quartalen noch im Plus gelegen hatte, waren wir zuletzt auch für das Gesamtjahr hier von einem positiven Wert ausgegangen. Offensichtlich drehte das Finanzergebnis im vierten Quartal jedoch in den negativen Bereich, was wir auf Währungseffekte zurückführen, so dass die positive Abweichung gegenüber unserer EBIT-Schätzung durch diesen Effekt wieder ausgeglichen wurde.

Die endgültigen Zahlen sowie den Ausblick auf das neue Geschäftsjahr 2017 wird CEWE am 23. März 2017 veröffentlichen. Auch der Dividendenvorschlag wird dann publiziert. Wir erwarten hier eine leichte Anhebung gegenüber dem Vorjahreswert von 1,60 Euro je Aktie. Laut Finanzvorstand Dr. Holzkämper strebt die Gesellschaft auf absehbare Zeit eine möglichst steigende Dividende an, was unseres Erachtens aufgrund der auch in den kommenden Perioden zu erwartenden Ertragsstärke sowie der mehr als soliden Finanzausstattung möglich sein dürfte. Zuletzt hatten wir uns allerdings für eine Erhöhung der Ausschüttungsquote bzw. des Anhebungsbetrages ausgesprochen.

Unsere Schätzungsreihen für das laufende sowie das kommende Geschäftsjahr behalten wir zunächst noch unverändert bei und werden etwaige Anpassungen dann nach zur Vorlage des endgültigen 2016er-Zahlenwerkes vornehmen.

**Bewertung und Fazit**

Die vorgelegten vorläufigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA können als absolut solide bezeichnet werden und beinhalteten aus unserer Sicht keine Überraschungen.

Wir bekräftigen an dieser Stelle unsere grundsätzlich positive Einschätzung zu der Gesellschaft sowie dem Geschäftsmodell und verweisen in diesem Zusammenhang auch auf unser Research-Update vom 15. November 2016 sowie unsere im Rahmen unserer Sonderstudie „Die 10 besten Weihnachtsaktien“ am 30. November 2016 publizierte Analyse.

Angesichts der in 2016 deutlich gestiegenen Bewertung in Folge der erfreulichen Kursentwicklung bestätigen wir unsere Halteempfehlung für die CEWE-Aktie bei einem unveränderten Kursziel von 83,00 Euro.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2014		2015		2016e		2017e		2018e	
<b>Umsatzerlöse</b>	523,8	99,8%	554,2	99,8%	593,1	99,3%	610,0	99,8%	625,0	99,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		7,0%		2,8%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,3	0,2%	4,0	0,7%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			16,4%		218,5%		-75,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	524,9	100,0%	555,4	100%	597,1	100,0%	611,0	100,0%	626,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		7,5%		2,3%		2,5%	
Materialaufwand	162,7	31,0%	162,2	29,2%	180,3	30,2%	185,1	30,3%	190,9	30,5%
Veränderung zum Vorjahr			-0,3%		11,2%		2,7%		3,1%	
Personalaufwand	135,9	25,9%	143,7	25,9%	155,8	26,1%	158,9	26,0%	162,1	25,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		8,4%		1,9%		2,1%	
Sonstiges Ergebnis	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-176,9	-29,6%	-179,0	-29,3%	-182,4	-29,1%
Veränderung zum Vorjahr			-8,8%		-1,4%		-1,2%		-1,9%	
<b>EBITDA</b>	66,0	12,6%	75,1	13,5%	84,0	14,1%	88,0	14,4%	90,5	14,5%
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		11,9%		4,7%		2,9%	
Abschreibungen	33,5	6,4%	38,4	6,9%	37,0	6,2%	36,7	6,0%	36,3	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			14,6%		-3,5%		-1,0%		-1,0%	
<b>EBIT</b>	32,6	6,2%	36,8	6,6%	47,0	7,9%	51,3	8,4%	54,2	8,7%
Veränderung zum Vorjahr			13,0%		27,9%		9,1%		5,6%	
Finanzergebnis	-1,0	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			55,7%		-74,3%		75,0%		5,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	31,5	6,0%	36,3	6,5%	46,2	7,7%	51,1	8,4%	54,0	8,6%
Steuerquote	32,0%		37,4%		30,0%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	10,1	1,9%	13,6	2,4%	13,9	2,3%	16,9	2,8%	17,8	2,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	21,4	4,1%	22,7	4,1%	32,4	5,4%	34,3	5,6%	36,2	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			6,1%		42,3%		5,9%		5,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		-0,4		-0,7		-0,9		-1,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	21,4	4,1%	23,1	4,2%	33,1	5,5%	35,2	5,8%	37,2	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			7,8%		43,1%		6,3%		5,8%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,962		7,133		7,245		7,245		7,245	
<b>Gewinn je Aktie</b>	3,08		3,24		4,56		4,85		5,13	

## Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Old Mutual PLC, London	3,0%
Eigene Aktien	2,1%
Streubesitz	67,5%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. Old Mutual</i>	<i>70,5%)</i>

## Termine

23.03.2017	Geschäftsbericht 2016
11.05.2017	Zahlen erstes Quartal 2017
31.05.2017	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
10.08.2017	Halbjahreszahlen 2017
10.11.2017	Zahlen drittes Quartal 2017

## Kontaktadresse

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

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

Internet: [company.cewe.de](http://company.cewe.de) (Unternehmen) und [www.cewe.de](http://www.cewe.de) (Produkte)

## 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 „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkauf“ 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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
30.11.2016	82,70 €	Halten	83,00 €
15.11.2016	78,78 €	Halten	80,00 €
17.05.2016	55,80 €	Kaufen	65,00 €
12.04.2016	58,97 €	Halten	65,00 €
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 €
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 31.12.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	38,1%	37,5%
Halten	58,7%	62,5%
Verkaufen	3,2%	0,0%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CEWE Stiftung & Co. KGaA	1, 5, 7

- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- 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.