

Akt. Kurs (12.03.2018, 17:24, Xetra): 83,70 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **88,00 (88,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel (CEWE RETAIL) vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Im noch relativ jungen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden Werbeprodukte produziert und vermarktet.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	93,30 €	70,69 €
Aktueller Kurs:	83,70 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	70,7%	
Marktkapitalis.:	619,4 Mio. €	

Anlagekriterien

Vorläufige Geschäftszahlen 2017 im Rahmen der Erwartungen

Mitte Februar hat CEWE die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2017 publiziert, die sich im Rahmen unserer letzten Schätzungen bewegten. Die Umsatzerlöse lagen mit einem Zuwachs von 1,1 Prozent auf 599,4 (Vj. 593,1) Mio. Euro nahezu exakt auf der Höhe unserer Prognose sowie in der Mitte der Guidance, die eine Bandbreite von 585 bis 615 Mio. Euro vorgesehen hatte.

Das um 4,7 Prozent auf 49,2 (47,0) Mio. verbesserte EBIT, das minimal unter unserer Schätzung ausfiel, bewegte sich im oberen Bereich des Zielkorridors von 45 bis 51 Mio. Euro. Entsprechend erhöhte sich auch die EBIT-Marge von 7,9 auf 8,2 Prozent. Dabei beinhaltete das EBIT noch negative Sondereffekte aus Impairment-Abschreibungen in Höhe von 3,5 (6,9) Mio. Euro. Beim Vorsteuerergebnis wies die Gesellschaft eine Steigerung von 5,8 Prozent auf 48,9 (46,2) Mio. Euro aus.

Getragen wurde die positive Entwicklung einmal mehr vom Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem der Großteil der CEWE-FOTOBUCHER und anderen Mehrwertprodukte umgesetzt wird. Wie von uns erwartet, konnten hier die Vorjahreswerte mit einem Umsatz von 234,5 (228,5) Mio. Euro, einem EBIT von 46,1 (42,9) Mio. Euro und einem Vorsteuerergebnis von 45,5 (41,7) Mio. Euro erneut übertroffen werden. Damit entfielen auf das letzte Quartal nunmehr 39,1 (38,5) Prozent der Erlöse sowie 93,6 (91,3) Prozent des operativen Ergebnisses.

Als besonders erfreulich bewerten wir dabei, dass die Absatzzahlen der CEWE FOTOBUCHER trotz der seit Jahresbeginn 2017 wirksamen Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher in Deutschland im Schlussquartal gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum gesteigert werden konnten, sodass hier im Gesamtjahr lediglich ein geringfügiger Rückgang von 6,20 auf 6,02 Mio. Stück zu verzeichnen war. Aber auch die anderen Mehrwertprodukte wie CEWE WANDBILDER, CEWE KALENDER, CEWE CARDS und andere Fotogeschenke sowie auch die in den Geschäften ausgedruckten CEWE SOFORTFOTOS steuerten ihren Anteil zum Wachstum bei.

Das endgültige Zahlenwerk präsentiert CEWE am 22. März im Rahmen von Bilanzpresse- und Analystenkonferenzen in Frankfurt am Main. Angesichts der positiven Entwicklung schlägt das Management der für den 06. Juni in Oldenburg anberaumten Hauptversammlung eine erneute Anhebung der Dividende auf 1,85 (1,80) Euro vor.



Kennzahlen

	2015	2016	2017e	2018e
Umsatz	554,2	593,1	599,4	659,0
<i>bisher</i>	---	---	600,0	630,0
EBIT	36,4	47,0	49,2	50,8
<i>bisher</i>	---	---	49,6	53,1
Jahresüb.	22,5	30,4	33,0	33,5
<i>bisher</i>	---	---	33,1	35,4
Erg./Aktie	3,15	4,25	4,62	4,68
<i>bisher</i>	---	---	4,63	4,95
Dividende	1,60	1,80	1,85	1,90
<i>bisher</i>	---	---	1,90	2,00
KGV	26,6	19,7	18,1	17,9
Div.rendite	1,9%	2,2%	2,2%	2,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

J. Nielsen und A. Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Zusätzliches Wachstum durch zwei Akquisitionen

Nach der Stärkung des kommerziellen Online-Drucks durch die zum Jahresbeginn 2018 wirksame Übernahme der Online-Druckerei LASERLINE (siehe hierzu auch unsere letzten Researches vom 23.11.2017 und 30.11.2017 [Die 10 besten Weihnachtsaktien]) hat CEWE nun auch das Fotofinishing durch eine Akquisition weiter ausgebaut. Am 08. Februar wurde ein Kaufvertrag über den Erwerb eines 80-prozentigen Anteils an dem in Paris ansässigen Foto-App-Spezialisten Stardust Media And Communication S.A.S. zum Kaufpreis von rund 36 Mio. Euro unterzeichnet. Hinsichtlich der verbleibenden 20 Prozent besteht eine Erwerbsoption.

Stardust gilt mit seiner insbesondere auf Smartphone-Nutzer ausgerichteten Premium-Marke Cheerz in Frankreich als Marktführer für Fotofinishing-Apps. Das Unternehmen verzeichnet neben dem französischen Heimatmarkt vor allem auch in Spanien und Italien ein dynamisches Wachstum. Aus der Akquisition verspricht sich CEWE weiteres Wachstum im Mobilgeschäft, woraus eine Stärkung der Marktposition in Frankreich und Südeuropa erwartet wird. Der für 2018 prognostizierte Umsatz von Stardust dürfte nach unserer Einschätzung bei rund 29 Mio. Euro liegen. Dabei rechnet der Vorstand in diesem Jahr noch mit einem negativen EBIT-Beitrag von etwa 4 Mio. Euro aus Transaktionskosten und Kaufpreisallokation.

GSC-Schätzungen berücksichtigen Stardust-Übernahme

Da CEWE die Guidance für das laufende Geschäftsjahr voraussichtlich erst im Rahmen der Vorlage des Geschäftsberichts 2017 veröffentlichen wird, haben wir unsere Schätzungen für 2018 und 2019 abgesehen von der Einarbeitung der erwarteten Effekte aus der Stardust-Übernahme noch unverändert belassen.

Auf dieser Basis prognostizieren wir jetzt für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum um knapp 60 auf 659 Mio. Euro, wovon alleine rund 44 Mio. Euro auf die beiden Akquisitionen entfallen. Beim EBIT sehen wir nun aufgrund der temporären Belastungen aus den Übernahmen nur noch einen Zuwachs auf 50,8 Mio. Euro. Aufgrund erwarteter steigender Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit den Akquisitionsfinanzierungen sowie der auf Stardust entfallenden Drittanteile gehen wir beim Jahresüberschuss nach Steuern von einem leichten Plus auf 33,5 Mio. Euro bzw. 4,68 Euro je Aktie aus. Dabei rechnen wir mit einer erneuten Dividendenerhöhung auf 1,90 Euro je Aktie.

Nach weitgehendem Fortfall der Sonderbelastungen aus den Übernahmen sehen wir in 2019 bei um 2,6 Prozent auf 676 Mio. Euro steigenden Erlösen beim EBIT einen Sprung auf 56,9 Mio. Euro. Dabei dürfte auch die EBIT-Marge mit 8,4 Prozent wieder an die bisherige positive Entwicklung mit einer Marge von zuletzt 8,2 Prozent in 2017 anknüpfen. Beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir ebenfalls ein kräftiges Plus auf 37,7 Mio. Euro entsprechend 5,27 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Die vorläufigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 fielen im Rahmen unserer Schätzungen aus. Wie von uns erwartet, konnte dabei im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem der Großteil der CEWE FOTOBÜCHER und anderen Mehrwertprodukte umgesetzt wird, mit Umsatz- und Ergebniskennzahlen über den Vorjahreswerten eine erfreuliche Entwicklung vermeldet erzielt werden.

Hierbei erachten wir es als besonders bemerkenswert, dass trotz der seit 2017 gültigen erhöhten Mehrwertsteuer auf Fotobücher in Deutschland der Absatz der CEWE FOTOBÜCHER im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum gesteigert werden konnte. Dies bestätigt unserer Ansicht nach unsere Annahme, dass die auf Qualität fokussierten CEWE-Kunden deutlich weniger preissensitiv sind als bei einigen Wettbewerbern, die geringere Qualität zu günstigeren Preisen anbieten. Zudem zahlte sich unserer Meinung nach hier auch der Ausbau der Markenbekanntheit, der bereits im dritten Quartal positive Effekte gezeigt hatte, nachhaltig aus.

Neben dem angestrebten weiteren organischen Wachstum stärkte CEWE zuletzt die Geschäftsfelder Fotofinishing und Kommerzieller Online-Druck durch je eine Akquisition. Die getätigten Übernahmen belasten zwar zunächst die Ergebniskennziffern im laufenden Geschäftsjahr, dürften sich aber neben dem damit verbundenen Ausbau der Marktstellung sowie des Umsatzvolumens mittel- und langfristig auch positiv auf der Ertragsseite niederschlagen.

Insgesamt bekräftigen wir daher unsere positive Einschätzung zu der Gesellschaft und dem Geschäftsmodell. Dabei ist CEWE mit einer Eigenkapitalquote von 56,0 Prozent zum Jahresultimo 2017 weiterhin sehr komfortabel aufgestellt. Zudem unterstrich der Konzern mit der jüngst vorgeschlagenen neunten Dividendenanhebung in Folge erneut seine Position als verlässlicher Dividendenzahler. Bei Ansatz der vorgesehenen Ausschüttung von 1,85 Euro beläuft sich die Rendite aktuell auf ordentliche 2,2 Prozent.

Auf dieser Basis stufen wir die CEWE-Aktie weiterhin mit einem Kursziel von 88 Euro als solide Halteposition ein.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2015		2016		2017e		2018e		2019e	
Umsatzerlöse	554,2	99,8%	593,1	100,0%	599,4	100,0%	659,0	100,0%	676,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		1,1%		9,9%		2,6%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,3	0,2%	0,3	0,0%	0,2	0,0%	0,3	0,0%	0,3	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			-76,8%		-31,5%		50,0%		0,0%	
Gesamtleistung	555,4	100%	593,4	100,0%	599,6	100,0%	659,3	100,0%	676,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		1,0%		10,0%		2,6%	
Materialaufwand	162,2	29,2%	168,6	28,4%	168,9	28,2%	185,9	28,2%	190,7	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		0,2%		10,1%		2,6%	
Personalaufwand	143,7	25,9%	153,4	25,8%	155,9	26,0%	170,8	25,9%	175,2	25,9%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		1,7%		9,5%		2,6%	
Sonstiges Ergebnis	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-184,7	-30,8%	-210,3	-31,9%	-212,6	-31,4%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-2,0%		-13,9%		-1,1%	
EBITDA	75,1	13,5%	90,3	15,2%	90,0	15,0%	92,3	14,0%	97,9	14,5%
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		-0,3%		2,5%		6,0%	
Abschreibungen	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,8	6,8%	41,5	6,3%	41,0	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		-5,7%		1,7%		-1,2%	
EBIT	36,4	6,6%	47,0	7,9%	49,2	8,2%	50,8	7,7%	56,9	8,4%
Veränderung zum Vorjahr			29,2%		4,7%		3,2%		11,9%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-78,2%		63,3%		-166,7%		25,0%	
Ergebnis vor Steuern	35,9	6,5%	46,2	7,8%	48,9	8,2%	50,0	7,6%	56,3	8,3%
Steuerquote	37,5%		34,3%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,9	2,7%	16,3	2,5%	18,3	2,7%
Jahresüberschuss	22,5	4,0%	30,4	5,1%	33,0	5,5%	33,8	5,1%	38,0	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		8,8%		2,2%		12,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,3		0,3	
Bereinigter Jahresüberschuss	22,5	4,0%	30,4	5,1%	33,0	5,5%	33,5	5,1%	37,7	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		8,8%		1,3%		12,6%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,133		7,146		7,143		7,143		7,143	
Gewinn je Aktie	3,15		4,25		4,62		4,68		5,27	

Aktionärsstruktur

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

Termine

22.03.2018	Geschäftsbericht 2017
14.05.2018	Zahlen erstes Quartal 2018
06.06.2018	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
09.08.2018	Halbjahreszahlen 2018
13.11.2018	Zahlen drittes Quartal 2018

Kontaktadresse

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

Email: info@cewe.de

Internet: company.cewe.de (Unternehmen) und 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

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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
30.11.2017	79,47 €	Halten	88,00 €
23.11.2017	79,73 €	Halten	88,00 €
21.08.2017	74,65 €	Kaufen	86,00 €
16.06.2017	74,90 €	Kaufen	90,00 €
25.04.2017	85,00 €	Halten	90,00 €
28.02.2017	77,98 €	Halten	83,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,4%	38,9%
Halten	63,2%	55,6%
Verkaufen	4,4%	5,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

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. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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.