

Akt. Kurs (20.05.2019, 14:09, Xetra): 84,10 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **90,00 (90,00) EUR**

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

Kurzportrait

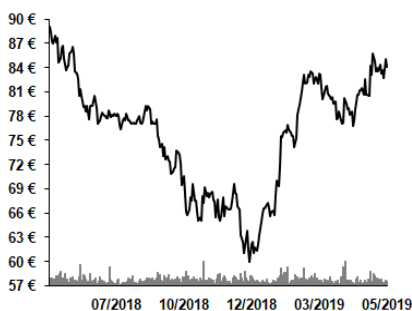
Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	90,50 €	59,50 €
Aktueller Kurs:	84,10 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	65,9%	
Marktkapitalis.:	622,3 Mio. €	

Anlagekriterien

Starker Start ins Geschäftsjahr 2019

Im ersten Quartal 2019 konnte CEWE nahtlos an die erfolgreiche Entwicklung des Vorjahres (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 11.04.2019) anknüpfen. Konkret legte der Umsatz erneut um 7,5 Prozent auf 140,4 (Vj. 130,6) Mio. Euro zu. Beim EBIT fiel das Wachstum mit einem Anstieg von 0,2 auf 1,9 Mio. Euro noch kräftiger aus. Damit konnte der Konzern nun bereits zum vierten Mal in Folge für das Auftaktquartal einen operativen Gewinn vermelden. Auf dieser Basis kletterte auch das Periodenergebnis nach Steuern auf 1,1 (-0,1) Mio. Euro entsprechend 0,16 (-0,01) Euro je Aktie.



Maßgeblicher Wachstumstreiber war, obwohl das umsatzstarke Ostergeschäft in diesem Jahr in das zweite Quartal fiel, abermals das Fotofinishing. Dabei profitierte das Kerngeschäftsfeld im Januar noch vom Akquisitionseffekt der erst seit Februar 2018 konsolidierten Beteiligung Cheerz. Vor allem aber wuchs der Bereich – ab Februar einschließlich Cheerz – organisch, wobei sich der langjährige Trend der saisonalen Umsatzverschiebung vom zweiten und dritten in das erste und vierte Quartal weiter fortsetzte. So stiegen die Erlöse im Stammgeschäftsfeld um stattliche 9,6 Prozent auf 103,5 (94,5) Mio. Euro.

Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	599,4	653,3	686,0	710,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	49,2	53,7	57,7	60,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	32,8	36,3	38,7	40,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	4,59	5,06	5,39	5,64
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,85	1,95	2,05	2,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	18,3	16,6	15,6	14,9
Div.rendite	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Besonders erfreulich entwickelte sich dabei der Absatz des CEWE FOTOBUCHs, der mit einem Plus von 6,9 Prozent auf 1,33 (1,25) Mio. Stück einen neuen Rekordwert für ein Auftaktquartal erreichte. Aber auch die Absatzzahlen weiterer Mehrwertprodukte wie CEWE CARDS, CEWE KALENDER und CEWE WANDBILDER sowie der an den CEWE-Fotostationen ausgedruckten CEWE SOFORTFOTOS erhöhten sich weiter. So stieg einerseits die Anzahl der produzierten Fotos deutlich um 8,7 Prozent. Andererseits ließ der weiter gewachsene Anteil der Mehrwertprodukte auch den Umsatz pro Foto von 20,28 auf 20,45 Cent klettern. Infolge der positiven Entwicklung kam es beim Segment-EBIT zu mehr als einer Verdoppelung auf 3,0 (1,4) Mio. Euro.

Der Einzelhandel (CEWE RETAIL) dient neben dem Vertrieb von Foto-Hardware vor allem als Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Aufgrund des bewussten Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft sanken die Erlöse hier weiter um 4,2 Prozent auf 10,4 (10,8) Mio. Euro. Dabei legten die Umsätze mit Fotofinishing-Produkten jedoch erneut zu. Infolge der Margenfokussierung konnte der Bereich trotz des Erlösrückgangs das saisonbedingt im ersten Quartal traditionell negative EBIT leicht auf minus 0,4 (-0,5) Mio. Euro verbessern.

Der Kommerzielle Online-Druck konnte einschließlich der seit Januar 2018 konsolidierten LASERLINE ein organisches Umsatzwachstum von 3,3 Prozent auf 25,2 (24,4) Mio. Euro verbuchen. Dabei litt das UK-Geschäft unverändert

unter den durch das Brexit-Votum bedingten Währungs- und Nachfrageverlusten. Zudem belastete der anhaltende Preisdruck im Inland vor allem die im etwas höherpreisigen Segment positionierte LASERLINE. Infolgedessen gab das Segment-EBIT leicht von minus 0,3 auf minus 0,4 Mio. Euro nach.

Dagegen erzielte das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Struktur- und Gesellschaftskosten, der Immobilienbesitz sowie die Beteiligung futalis abgebildet werden, bei vollständig futalis zuzuordnenden Erlösen von 1,3 (0,9) Mio. Euro ein auf minus 0,3 (-0,4) Mio. Euro verbessertes EBIT.

Innovationskultur beschert CEWE dritten „TIPA World Award“

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor des Fotospezialisten sind dessen Mitarbeiter, die auch zu rund 80 Prozent als Aktionäre hinter dem Unternehmen stehen. Und da diese gleichzeitig ebenfalls zu einem großen Teil CEWE-Kunden sind, werden sie aktiv in die Entwicklung neuer Produktideen und -verbesserungen eingebunden. So hält der Konzern wöchentlich am Firmensitz eine Innovationsrunde mit etwa 250 Mitarbeitern ab. Zudem lädt CEWE alljährlich – zuletzt Anfang Februar 2019 – rund 400 Mitarbeiter aus ganz Europa zu den „Innovation Days“ in Oldenburg ein. Im Mittelpunkt dieser Veranstaltung steht die Entwicklung und Präsentation neuer Produktideen.

Aus dieser Innovationskultur hervorgegangen sind unter anderem hexxas, die als individuell gestaltbare Wanddekoration frei kombinierbaren sechseckigen Fotokacheln mit Magnethaltern. Diese erstmals auf der letztjährigen photokina vorgestellte Produktneuheit (siehe hierzu auch unser Research vom 01.10.2018) ist eigeninitiativ aus den Reihen der Mitarbeiter entstanden und wurde abteilungsübergreifend weiterentwickelt.

Bereits in 2008 war CEWE für das CEWE FOTOBUCH und in 2018 für dessen Hardcover-Veredelungen mit dem „TIPA World Award“ des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) in der Kategorie „Best Photo Print Service“ prämiert worden. Nunmehr erhielt die Gesellschaft für hexxas diese weltweit begehrteste Auszeichnung für Foto- und Imaging-Produkte zum zweiten Mal in Folge sowie zum insgesamt dritten Mal und damit öfter als jedes andere Branchenunternehmen. Dies unterstreicht unseres Erachtens deutlich die Innovationsführerschaft von CEWE in der Fotofinishing-Branche.

Weitere Stärkung des Fotofinishing durch WhiteWall-Übernahme

Ende April vermeldete CEWE den Abschluss eines Kaufvertrags für die in Berlin und Frechen ansässige WhiteWall Media GmbH. WhiteWall fertigt Wandbilder in Galeriequalität für Hobby- wie Profifotografen. Dabei wurde auch WhiteWall bereits in 2013 und 2017 zwei Mal mit dem „TIPA World Award“ in der Kategorie „Best Photo Print Service“ ausgezeichnet. Präsent ist das dynamisch wachsende Unternehmen neben Deutschland auch in mehreren europäischen Ländern sowie den USA. Angesichts der High-End-Qualität der Produkte sowie der Positionierung im gehobenen Premium-Segment passt WhiteWall hervorragend ins CEWE-Markenportfolio.

Mit dem Erwerb des Wandbildspezialisten will CEWE das Fotofinishing weiter stärken. Dabei soll WhiteWall als eigenständige Marke mit eigener Produktion erhalten bleiben und unter dem Dach von CEWE weiterentwickelt werden. Mit der Akquisition verbunden ist die Übernahme von 170 Mitarbeitern sowie der 4 WhiteWall-Stores in Berlin, Düsseldorf, Hamburg und München. Der Gründer und bisherige Geschäftsführer wird ebenfalls mit an Bord bleiben, wobei er durch einen langjährigen CEWE-Mitarbeiter als zweitem Geschäftsführer unterstützt wird.

Die noch unter kartellrechtlichem Vorbehalt stehende Übernahme soll voraussichtlich zum 01. Juni 2019 auf Grundlage des Zwischenabschlusses zum 31. Mai 2019 zu einem Kaufpreis basierend auf einem Unternehmenswert von 30 Mio. Euro erfolgen. Dabei wird WhiteWall mit dem 0,9-fachen 2018er-Jahresumsatz bewertet.

GSC-Schätzungen marginal adjustiert

Aufgrund der Akquisition hat CEWE die Guidance für 2019 leicht angepasst. So wurde der bisherige Umsatzkorridor mit Blick auf die ab Juni erwarteten Erlösbeiträge von WhiteWall um jeweils 20 Mio. Euro auf 675 bis 710 Mio. Euro angehoben. Zudem rechnet der Vorstand aus der Übernahme in diesem Jahr noch mit einer EBIT-Belastung von 1 Mio. Euro. Daher wurde der untere Rand der EBIT-Prognose von 52 auf 51 Mio. Euro zurückgenommen. Der obere Wert von 58 Mio. Euro wurde hingegen angesichts der positiven Entwicklung im ersten Quartal beibehalten. Auf dieser Basis sieht die Guidance nun das Vorsteuerergebnis bei 50,5 bis 57,5 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern bei 35 bis 39 Mio. Euro bzw. 4,74 bis 5,40 Euro je Aktie.

Da der WhiteWall-Erwerb derzeit noch unter kartellrechtlichem Vorbehalt steht, haben wir diesen momentan noch nicht in unsere Schätzungen einfließen lassen. Daher haben wir unsere Prognosen zunächst nur minimal hinsichtlich der zu erwartenden Effekte aus der Erstanwendung des neuen Rechnungslegungsstandards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) adjustiert. Auf dieser Basis sehen wir in 2019 unverändert bei Umsätzen von 686 Mio. Euro das EBIT bei 57,7 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern bei 38,7 Mio. Euro entsprechend 5,39 Euro je Aktie. Dabei rechnen wir mit einer weiteren Dividendenanhebung auf 2,05 Euro je Anteilschein.

In 2020 erwarten wir bei Erlösen von 710 Mio. Euro und einem EBIT von 60,3 Mio. Euro ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 40,4 Mio. Euro. Bei einem geschätzten Ergebnis je Aktie von 5,64 Euro je Aktie halten wir dann eine neuerliche Erhöhung der Dividende auf 2,15 Euro je Anteilschein für denkbar.

Bewertung und Fazit

Der Start in das laufende Geschäftsjahr 2019 verlief für die CEWE Stiftung & Co. KGaA sehr erfreulich. Getragen wurde die positive Entwicklung von deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen im Fotofinishing. Dies werten wir als umso beachtlicher, als das umsatzstarke Ostergeschäft im Gegensatz zu 2018 in diesem Jahr in das zweite Quartal gefallen ist. Die bereits dritte Auszeichnung mit dem „TIPA World Award“, mit dem jüngst die von Mitarbeitern entwickelten sechseckigen Fotokacheln hexxas prämiert wurden, untermauert unseres Erachtens die Innovationsführerschaft von CEWE im Fotofinishing.

Auch den weiteren Ausbau dieses Bereichs durch die – derzeit noch unter kartellrechtlichem Vorbehalt stehende – WhiteWall-Übernahme, die nach dem Muster der sich erfolgreich entwickelnden Cheerz-Akquisition erfolgen soll, sehen wir sehr positiv. Als renommierte Premium-Marke, die ebenfalls bereits zwei Mal mit dem „TIPA World Award“ ausgezeichnet wurde, dürfte der Wandbildspezialist die Marktpositionierung von CEWE zusätzlich stärken.

Zudem bleibt die Gesellschaft trotz einer Bilanzverlängerung infolge der Erstanwendung von IFRS 16 mit einer Eigenkapitalquote von 54,9 Prozent zum Quartalsende unverändert solide aufgestellt. Die aktuelle Dividendenrendite der CEWE-Aktie liegt bei ordentlichen 2,3 Prozent. Daher bestätigen wir unser Kursziel von 90 Euro, nehmen die Einstufung jedoch aufgrund des Kursanstiegs seit unserem letzten Research von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
Umsatzerlöse	593,1	100,0%	599,4	99,8%	653,3	99,9%	686,0	99,9%	710,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		9,0%		5,0%		3,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			238,7%		-3,5%		4,8%		0,0%	
Gesamtleistung	593,4	100,0%	600,4	100,0%	654,2	100,0%	687,0	100,0%	711,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,2%		9,0%		5,0%		3,5%	
Materialaufwand	168,6	28,4%	168,4	28,1%	178,7	27,3%	186,9	27,2%	192,7	27,1%
Veränderung zum Vorjahr			-0,1%		6,1%		4,6%		3,1%	
Personalaufwand	153,4	25,8%	160,3	26,7%	178,1	27,2%	187,8	27,3%	196,2	27,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,5%		11,1%		5,4%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-203,5	-31,1%	-203,6	-29,6%	-210,8	-29,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,7%		-11,6%		-0,1%		-3,5%	
EBITDA	90,3	15,2%	89,3	14,9%	93,9	14,4%	108,7	15,8%	111,3	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		5,2%		15,7%		2,4%	
Abschreibungen	43,3	7,3%	40,1	6,7%	40,2	6,1%	51,0	7,4%	51,0	7,2%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		0,3%		26,8%		0,0%	
EBIT	47,0	7,9%	49,2	8,2%	53,7	8,2%	57,7	8,4%	60,3	8,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		9,2%		7,4%		4,4%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			56,0%		-10,8%		-5,3%		4,8%	
Ergebnis vor Steuern	46,2	7,8%	48,9	8,1%	53,3	8,2%	57,3	8,3%	59,9	8,4%
Steuerquote	34,3%		32,8%		31,9%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	15,8	2,7%	16,0	2,7%	17,0	2,6%	18,6	2,7%	19,5	2,7%
Jahresüberschuss	30,4	5,1%	32,8	5,5%	36,3	5,5%	38,7	5,6%	40,4	5,7%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		10,6%		6,5%		4,5%	
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	30,4	5,1%	32,8	5,5%	36,3	5,5%	38,7	5,6%	40,4	5,7%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		10,6%		6,5%		4,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,146		7,144		7,167		7,167		7,167	
Gewinn je Aktie	4,25		4,59		5,06		5,39		5,64	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Eigene Aktien	1,7%
Streubesitz	65,9%

Termine

05.06.2019	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
13.08.2019	Halbjahreszahlen 2019
12.11.2019	Zahlen drittes Quartal 2019

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
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €
13.02.2019	78,60 €	Kaufen	90,00 €
04.12.2018	68,30 €	Kaufen	90,00 €
20.11.2018	67,10 €	Kaufen	90,00 €
01.10.2018	71,60 €	Kaufen	94,00 €
23.08.2018	77,00 €	Kaufen	94,00 €
18.05.2018	90,00 €	Halten	94,00 €
04.04.2018	78,10 €	Kaufen	94,00 €
12.03.2018	83,70 €	Halten	88,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,5%	60,0%
Halten	47,0%	40,0%
Verkaufen	1,5%	0,0%

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.