

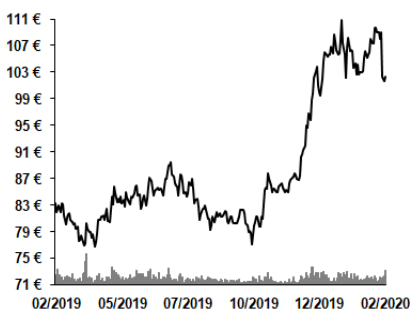
Akt. Kurs (26.02.2020, 17:35, Xetra): 102,40 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **110,00 (98,00) EUR**

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. Weltweit ist das Unternehmen mit über 4.000 Mitarbeitern in 26 Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	111,80 €	76,10 €
Aktueller Kurs:	102,40 €	
Aktienzahl ges.:	7.414.939	
Streubesitz:	65,6%	
Marktkapitalis.:	759,3 Mio. €	



Anlagekriterien

Konzentration der Produktion im Kommerziellen Online-Druck

In den letzten Jahren hat CEWE die 2012 übernommene SAXOPRINT mit Sitz in Dresden nach eigenen Angaben zur modernsten Online-Druckerei Europas ausgebaut. Neben Aufträgen der CEWE-Online-Druck-Marken SAXOPRINT, cewe-print.de und viaprinto soll von hier aus ab Mitte 2020 nun auch ein Großteil der Produktion für die Anfang 2018 akquirierte Berliner Online-Druckerei LASERLINE abgewickelt werden. Gleichzeitig ist ein Ausbau von Vertrieb und Service bei LASERLINE vorgesehen.

Durch die mit der Produktionskonzentration verbundene Hebung von Synergien sowie die Stärkung des Berliner Vertriebs will CEWE die Profitabilität im Kommerziellen Online-Druck, der zuletzt negative Ergebnisbeiträge lieferte, erhöhen. Die im Zusammenhang mit den Effizienzsteigerungsmaßnahmen anfallenden Einmalaufwendungen von rund 5 Mio. Euro wurden über entsprechende Rückstellungen bereits vollständig im Geschäftsjahr 2019 verbucht.

Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	599,4	653,3	714,9	753,0
<i>bisher</i>	---	---	712,0	750,0
EBIT	49,2	53,7	57,8	67,2
<i>bisher</i>	---	---	60,2	66,4
Jahresüb.	32,8	36,3	35,7	44,1
<i>bisher</i>	---	---	39,0	43,6
Erg./Aktie	4,59	5,06	4,96	6,12
<i>bisher</i>	---	---	5,42	6,06
Dividende	1,85	1,95	2,00	2,15
<i>bisher</i>	---	---	2,05	---
KGV	22,3	20,2	20,6	16,7
Div.rendite	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%

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

Umsatz- und Ergebnisziele auch in 2019 wieder erreicht

Wie von uns erwartet, konnte CEWE gemäß den jüngst vermeldeten, noch untestierten vorläufigen Zahlen auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 wieder einmal die eigenen Umsatz- und Ergebnisziele erreichen oder sogar übertreffen.

Dabei beinhalten die nachfolgenden Zahlen einschließlich der Vorjahreswerte nicht die zum Verkauf gestellte Beteiligung futalis, da diese gemäß IFRS 5 nicht mehr unmittelbar in die GuV einfließt, sondern unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich ausgewiesen wird. In unserem Schätzungstableau haben wir die Umgliederung von futalis für 2018 hingegen mangels detaillierter Informationen derzeit noch nicht abgebildet, die entsprechenden Anpassungen arbeiten wir nach Vorlage der vollständigen adjustierten Vorjahreszahlen ein.

Auf dieser Basis lagen die Konzernlöhne in 2019 mit einem Zuwachs von 10,1 Prozent auf 714,9 (Vj. 649,3) Mio. Euro sowohl über dem Zielkorridor von 675 bis 710 Mio. Euro als auch noch ein Stück über unserer Schätzung von 712 Mio. Euro (siehe hierzu auch unsere letzten Researches vom 18.11.2019 sowie im Rahmen unserer Sonderstudie „Die 10 besten Weihnachtsaktien“ vom 02.12.2019). Dabei wurde das Wachstum in etwa zu gleichen Teilen organisch im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing sowie durch die Erstkonsolidierung von Cheerz (seit Februar 2018) und WhiteWall (seit Juni 2019) generiert.

Trotz der Sonderbelastung von rund 5 Mio. Euro im Kommerziellen Online-Druck kletterte auch das EBIT weiter von 55,7 auf 57,8 Mio. Euro. Damit konnte trotz der Einmalaufwendungen der obere Rand der Guidance von 51 bis 58 Mio. Euro erreicht werden. Bereinigt um den Sondereffekt wäre demgemäß ein EBIT von knapp 63 Mio. Euro zum Ausweis gekommen, das ebenfalls oberhalb der Unternehmensprognose und unserer Schätzung gelegen hätte.

Fotofinishing bleibt starker Wachstumstreiber

Auch in 2019 setzte sich der bereits seit etlichen Jahren zu beobachtende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung in das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft weiter fort. So kletterten die Konzern Erlöse in den Monaten Oktober bis Dezember um 12,0 Prozent auf 291,7 (Vj. 260,5) Mio. Euro. Damit wurden nach 39,1 Prozent in 2017 und 40,0 Prozent in 2018 nunmehr 40,8 Prozent des Jahresumsatzes im Schlussquartal erwirtschaftet. Trotz des Einmalaufwands von rund 5 Mio. Euro infolge des Umbaus im Kommerziellen Online-Druck kam auch das EBIT weiter von 58,1 auf 58,5 Mio. Euro voran. Damit stand das letzte Quartal wie im Vorjahr für mehr als den kompletten Jahresgewinn.

Wachstumstreiber war dabei sowohl im Schlussquartal als auch auf Gesamtjahresbasis einmal mehr das Stammgeschäftsgeld Fotofinishing. Neben den erwähnten Akquisitionseffekten trugen hier sämtliche Produktgruppen zu der positiven Entwicklung bei. In diesem Rahmen kletterte der Absatz des Kernprodukts CEWE FOTOBUCH im Gesamtjahr um 7,1 Prozent auf den neuen Rekordwert von 6,62 (6,18) Millionen Stück. Damit konnte die Zielbandbreite von 6,24 bis 6,31 Millionen Exemplaren deutlich übertroffen werden.

Aber auch die übrigen margenstarken Mehrwertprodukte wie CEWE WAND-BILDER, CEWE KALENDER, CEWE CARDS und weitere Fotogeschenke steuerten teilweise deutlich zweistellige Zuwachsraten bei. Auf dieser Basis wurde bei der Anzahl der abgesetzten Fotos mit einem Anstieg um 7,6 Prozent auf 2,40 (2,23) Milliarden Stück ebenfalls der Zielkorridor von 2,22 bis 2,26 Milliarden Bildern merklich übertroffen. Das endgültige Zahlenwerk präsentiert CEWE am 26. März 2020 wie üblich im Rahmen einer Bilanzpresse- und Analystenkonferenz in Frankfurt am Main.

GSC-Schätzungen erneut angehoben

Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr wird CEWE voraussichtlich wie gewohnt erst im Rahmen der Vorlage des Geschäftsberichts 2019 am 26. März 2020 veröffentlichen. Daher haben wir unsere Schätzungen aktuell lediglich hinsichtlich der gemeldeten Eckdaten für 2019 sowie sich hieraus ergebender geringfügiger Anpassungen bei einzelnen Positionen für 2020 und 2021 adjustiert. Auf dieser Basis sehen wir den Jahresüberschuss nach Steuern und dem Ergebnis des aufgegebenen Geschäftsbereichs in 2019 jetzt bei 35,7 Mio. Euro entsprechend 4,96 Euro je Aktie. Dabei gehen wir von einer abermaligen Anhebung der Dividende auf 2,00 Euro aus.

Im laufenden Geschäftsjahr 2020, in das die seit Anfang Juni 2019 konsolidierte WhiteWall erstmals ganzjährig einfließt, erwarten wir unverändert ein Umsatzwachstum von 5,3 Prozent, was aufgrund der höheren Vorjahresbasis nun einem Wert von 753 Mio. Euro entsprechen würde. Dabei sollte das EBIT nach Wegfall der vorjährigen Einmalbelastung überproportional auf 67,2 Mio. Euro zulegen, so dass wir den Jahresüberschuss nach Steuern und Ergebnis des aufgegebenen Geschäftsbereichs bei 44,1 Mio. Euro bzw. 6,12 Euro je Aktie verorten. Dabei halten wir eine neuerliche Dividendenerhöhung auf bis zu 2,15 Euro für denkbar.

In 2021 sehen wir dann bei einem Erlöszuwachs auf 779 Mio. Euro ein EBIT von 72,0 Mio. Euro sowie unter dem Strich einen Gewinn von 47,8 Mio. Euro entsprechend 6,64 Euro je Aktie. Auf dieser Basis können wir uns eine weitere Dividendensteigerung auf 2,25 Euro vorstellen.

Bewertung und Fazit

Einmal mehr kann die CEWE Stiftung & Co. KGaA nach einem durch ein starkes Weihnachtsgeschäft geprägten Schlussquartal auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr zurückblicken. Dabei wurde unsere letzte Umsatzschätzung, die bereits ein Stück über dem Zielkorridor des Unternehmens gelegen hatte, sogar noch übertroffen. Getragen wurde die positive Entwicklung auch in 2019 wieder durch das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing. So entwickelten sich denn auch die Absatzzahlen des Bestsellers CEWE FOTOBUCH sowie der produzierten Fotos, die mit Zuwachsraten von jeweils über 7 Prozent deutlich über den jeweiligen Prognosekorridoren ausfielen, sehr erfreulich.

Auch das EBIT bewegte sich mit 57,8 Mio. Euro am oberen Rand der Zielbandbreite, wobei hier noch eine Einmalbelastung infolge von Optimierungsmaßnahmen im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck in Höhe von rund 5 Mio. Euro zu berücksichtigen ist. Bereinigt um diesen Sondereffekt ergibt sich ein Wert von 62,8 Mio. Euro, der damit ebenfalls über der Guidance läge und einer operativen EBIT-Marge von 8,8 Prozent entspräche.

Unterstellt man eine normalisierte Steuerquote von 32,5 Prozent auf das um die rund 5 Mio. Euro Restrukturierungskosten bereinigte EBT, dürfte sich das bereinigte Ergebnis je Aktie im Bereich zwischen 5,60 und 5,70 Euro bewegen. Damit läge auch das operative EPS sowohl über dem Zielkorridor von 4,74 bis 5,40 Euro als auch unserer letzten Schätzung von 5,42 Euro. Darin enthalten sind zudem auch noch die Transaktionskosten für die WhiteWall-Übernahme. Dies veranschaulicht unseres Erachtens deutlich, welche enormen Profitabilitätssteigerungen CEWE im letzten Geschäftsjahr operativ erzielen konnte.

Im größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing läuft es weiterhin hervorragend. Dabei wirken sich zum einen die Akquisitionen Cheerz und WhiteWall positiv aus. Zum anderen profitiert der Bereich aber auch signifikant von der CEWE-Innovationskultur, bei der die Mitarbeiter aktiv in die Entwicklung neuer Produktideen eingebunden werden. In diesem Rahmen trafen sich wie jedes Jahr auch jüngst wieder Kolleginnen und Kollegen aus ganz Europa zum „Innovation Day“ in Oldenburg. Zudem baut der Fotospezialist seine Marktstellung in Großbritannien durch eine Exklusivpartnerschaft mit der größten britischen und irischen Drogeriemarktkette Boots weiter aus.

Das Geschäftsfeld Einzelhandel ist primär als Marketing- und Absatzkanal für Fotofinishing-Produkte zu betrachten. Der Kommerzielle Online-Druck entwickelte sich zwar zuletzt vor allem aufgrund des anhaltenden Preisdrucks bei LASERLINE unbefriedigend. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass die eingeleiteten Maßnahmen zur Effizienzsteigerung und Verstärkung der Vertriebsaktivitäten bei LASERLINE mittelfristig auch dieses Geschäftsfeld wieder auf die Erfolgspur führen werden.

Dabei steht CEWE mit einer Eigenkapitalquote von gut 46 Prozent zum 30. September 2019 bilanziell solide dar. Die erwartete Dividendenrendite liegt derzeit immer noch bei 2 Prozent. Auf Basis der starken operativen Entwicklung in 2019, unserer erneut angehobenen Schätzungen und der weiterhin positiven Zukunftsaussichten erhöhen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie auf 110 Euro und empfehlen, das Papier weiterhin zu „Halten“. Dabei könnten in dem aktuell volatilen Börsenumfeld deutlichere Rücksetzer unter die 100-Euro-Marke auch gute (Nach-)Kaufgelegenheiten bieten.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019e		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	599,4	99,8%	653,3	99,9%	714,9	99,9%	753,0	99,9%	779,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		9,4%		5,3%		3,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-3,5%		4,8%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	600,4	100,0%	654,2	100,0%	715,9	100,0%	754,0	100,0%	780,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		9,4%		5,3%		3,4%	
Materialaufwand	168,4	28,1%	178,7	27,3%	189,4	26,5%	199,4	26,4%	205,5	26,4%
Veränderung zum Vorjahr			6,1%		6,0%		5,3%		3,1%	
Personalaufwand	160,3	26,7%	178,1	27,2%	195,0	27,2%	207,7	27,6%	216,4	27,7%
Veränderung zum Vorjahr			11,1%		9,5%		6,5%		4,2%	
Sonstiges Ergebnis	-182,4	-30,4%	-203,5	-31,1%	-220,3	-30,8%	-226,7	-30,1%	-234,1	-30,0%
Veränderung zum Vorjahr			-11,6%		-8,2%		-2,9%		-3,2%	
EBITDA	89,3	14,9%	93,9	14,4%	111,3	15,5%	120,2	15,9%	124,0	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,2%		18,4%		8,0%		3,2%	
Abschreibungen	40,1	6,7%	40,2	6,1%	53,5	7,5%	53,0	7,0%	52,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			0,3%		33,0%		-0,9%		-1,9%	
EBIT	49,2	8,2%	53,7	8,2%	57,8	8,1%	67,2	8,9%	72,0	9,2%
Veränderung zum Vorjahr			9,2%		7,5%		16,3%		7,2%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-1,0	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-10,8%		-150,6%		20,0%		25,0%	
Ergebnis vor Steuern	48,9	8,1%	53,3	8,2%	56,8	7,9%	66,4	8,8%	71,4	9,2%
Steuerquote	32,8%		31,9%		35,4%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	16,0	2,7%	17,0	2,6%	20,1	2,8%	21,6	2,9%	23,2	3,0%
Jahresüberschuss	32,8	5,5%	36,3	5,5%	36,7	5,1%	44,8	5,9%	48,2	6,2%
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		1,0%		22,2%		7,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		0,0		-1,0		-0,7		-0,4	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	32,8	5,5%	36,3	5,5%	35,7	5,0%	44,1	5,9%	47,8	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		-1,7%		23,7%		8,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,144		7,167		7,190		7,205		7,205	
Gewinn je Aktie	4,59		5,06		4,96		6,12		6,64	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,2%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Management	0,8%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	65,6%

Termine

26.03.2020	Geschäftsbericht 2019
12.05.2020	Zahlen erstes Quartal 2020
10.06.2020	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
06.08.2020	Halbjahreszahlen 2020
12.11.2020	Zahlen drittes Quartal 2020

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
02.12.2019	96,80 €	Halten	98,00 €
18.11.2019	87,50 €	Halten	98,00 €
27.08.2019	80,70 €	Halten	92,00 €
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	64,7%
Halten	46,5%	35,3%
Verkaufen	4,2%	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.