

Akt. Kurs (13.02.2019, 09:10, Xetra): 78,60 EUR – Einschätzung: **Kaufen (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.:	90,70 €	59,50 €
Aktueller Kurs:	78,60 €	
Aktienzahl ges.:	7.400.020	
Streubesitz:	65,9%	
Marktkapitalis.:	581,6 Mio. €	

Anlagekriterien

CEWE trotz allgemeiner Einzelhandelsschwäche in 2018

Jüngst hat CEWE vorläufige, noch nicht testierte Eckdaten für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 veröffentlicht. Demgemäß stieg der Umsatz um 9,0 Prozent auf 653,3 (Vj. 599,4) Mio. Euro. Damit blieb er zwar geringfügig unter unserer letzten Schätzung (siehe hierzu unsere Researches vom 20.11.2018 sowie im Rahmen unserer Sonderstudie „Die 10 besten Weihnachtsaktien“ vom 04.12.2018), bewegte sich aber gleichwohl im oberen Drittel der Guidance. Diese umfasste einen Korridor von 630 bis 665 Mio. Euro.

Das EBIT kam leicht überproportional um 9,2 Prozent von 49,2 auf 53,7 Mio. Euro voran. Damit lag es erfreulicherweise noch ein gutes Stück über unserer Prognose und zugleich auch am oberen Rand der Zielbandbreite von 48 bis 54 Mio. Euro. Dabei hielt sich die EBIT-Marge stabil bei 8,2 Prozent. Insgesamt konnte CEWE so erneut die eigenen Umsatz- und Ergebnisziele vollumfänglich erreichen.

Entscheidend für diesen Erfolg war einmal mehr das Schlussquartal mit dem vor allem für das Fotofinishing wichtigen Weihnachtsgeschäft. Dabei können wir uns vorstellen, dass hier zusätzlich auch positive Impulse aus Nachholeffekten nach den bestellungsfreundlichen Sommermonaten resultierten. So kletterten die Erlöse im vierten Quartal um 11,6 Prozent auf 261,6 (234,5) Mio. Euro. Dabei legte das EBIT deutlich überproportional um satte 20,8 Prozent auf 55,7 (46,1) Mio. Euro zu. Somit erwirtschaftete die Gesellschaft in 2018 hier den kompletten Jahresgewinn. Damit bestätigte sich abermals der seit Jahren anhaltende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung in das Schlussquartal.

Getragen wurde die positive Entwicklung von einer erfreulichen Absatzentwicklung beim CEWE FOTOBUCH und anderen margenstarken Fotogeschenken. Dabei stießen insbesondere im Weihnachtsgeschäft neben Mehrwertprodukten wie CEWE WANDBILDERN, CEWE KALENDERN, CEWE CARDS oder Smartphone-Cases auch die auf der letztjährigen photokina präsentierten Produktinnovationen auf reges Interesse. Vor allem die neuen, frei kombinierbaren sechseckigen Fotokacheln „hexxas“ sowie die 2018 mit dem TIPA World Award als „Best Photo Print Service Worldwide“ ausgezeichneten CEWE FOTOBUCH Einbandveredelungen erfreuten sich einer hohen Beliebtheit.

Infolgedessen konnte der Absatz beim CEWE FOTOBUCH mit 6,18 (6,02) Mio. Stück den Zielkorridor von 6,08 bis 6,14 Mio. Stück noch übertreffen. Und auch die Anzahl der abgesetzten Fotos lag mit einem Anstieg von 2,17 auf 2,23 Mrd. Stück über der Zielgröße von 2,12 bis 2,14 Mrd. Stück.



Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	593,1	599,4	653,3	680,0
<i>bisher</i>	---	---	660,0	---
EBIT	47,0	49,2	53,7	56,8
<i>bisher</i>	---	---	51,3	---
Jahresüb.	30,4	33,6	35,8	38,9
<i>bisher</i>	---	---	34,8	---
Erg./Aktie	4,25	4,70	4,99	5,42
<i>bisher</i>	---	---	4,85	---
Dividende	1,80	1,85	1,95	2,05
<i>bisher</i>	---	---	1,90	2,00
KGV	18,5	16,7	15,7	14,5
Div.rendite	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%

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

Das endgültige Zahlenwerk präsentiert CEWE am 28. März im Rahmen einer Bilanzpresse- und Analystenkonferenz in Frankfurt am Main. Angesichts der erfreulichen Entwicklung schlägt der Vorstand vorbehaltlich der Zustimmung des Aufsichtsrats der für den 05. Juni in Oldenburg anberaumten Hauptversammlung eine erneute Anhebung der Dividende auf 1,95 (1,85) Euro je Anteilschein vor. Hiervon wurden wir positiv überrascht, zwar hatten auch wir eine Erhöhung erwartet, jedoch nur um 5 statt 10 Cent.

GSC-Schätzungen unverändert

Da CEWE die Guidance für das laufende Geschäftsjahr voraussichtlich erst im Rahmen der Vorlage des Geschäftsberichts 2018 publizieren wird, haben wir unsere Schätzungen für 2019 und 2020 zunächst noch unverändert belassen. Auf dieser Basis sehen wir im laufenden Jahr bei Erlösen von 680 Mio. Euro das EBIT auf 56,8 Mio. Euro vorankommen. Den Jahresüberschuss nach Steuern prognostizieren wir auf 38,9 Mio. Euro bzw. 5,42 Euro je Aktie. Angesichts des Dividendenvorschlags für 2018 erwarten wir jetzt jedoch für 2019 eine weitere Anhebung der Ausschüttung auf 2,05 statt bisher 2,00 Euro.

In 2020 gehen wir von einem erneuten Umsatzanstieg auf 697 Mio. Euro aus. Dabei sollte das EBIT weiter auf 60,1 Mio. Euro klettern. Nach Steuern schätzen wir den Jahresüberschuss auf 41,3 Mio. Euro entsprechend 5,77 Euro je Anteilschein.

Bewertung und Fazit

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 setzte sich bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA der seit Jahren zu beobachtende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung in das Schlussquartal mit dem insbesondere für das Fotofinishing wichtigen Weihnachtsgeschäft fort. Nach vorläufigen Zahlen erwirtschaftete die Gesellschaft hier alleine 40 Prozent des Jahresumsatzes und den kompletten Gewinn.

Infolgedessen konnte CEWE, wie von uns erwartet, einmal mehr sämtliche eigenen Ziele erreichen. Dabei bewegten sich die publizierten Werte jeweils in den oberen Bereichen der Prognosekorridore oder sogar leicht darüber. Dies werten wir als umso beachtlicher, da der Breite des Einzelhandels im vergangenen Jahr nachhaltig unter den ungünstigen Witterungsverhältnissen zu leiden hatte.

Unserer Meinung nach spiegeln sich hierin auch der hohe Bekanntheitsgrad sowie die starke Positionierung der Marke CEWE als Synonym für Qualität und Kundenzufriedenheit wider. Zudem profitiert das Unternehmen davon, dass immer mehr Fotos mit Smartphones aufgenommen und auch zunehmend Fotoprodukte über mobile Endgeräte bestellt werden. Hier dürfte CEWE als Innovationsführer der Fotofinishing-Branche mit den neuen smart solutions wie dem „CEWE FOTOBUCH auf Kommando“ oder dem „CEWE Fototagebuch“ punkten und neue Kundengruppen erschließen können.

Neben der erfreulichen Geschäftsentwicklung erachten wir auch die vorgeschlagene zehnte Dividendenerhöhung in Folge auf 1,95 Euro, mit der unsere Schätzung übertroffen wurde, als sehr positiv. Auf dieser Basis beläuft sich die derzeitige Dividendenrendite der CEWE-Aktie auf attraktive 2,5 Prozent. Vor diesen Hintergründen sowie angesichts unserer bis zur Veröffentlichung der Guidance für das laufende Geschäftsjahr noch unveränderten Schätzungen für 2019 und 2020 bestätigen wir unser Kursziel von 90 Euro und unsere „Kaufen“-Einstufung für das Papier des Oldenburger Fotospezialisten.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018e		2019e		2020e	
Umsatzerlöse	593,1	100,0%	599,4	99,8%	653,3	99,8%	680,0	99,9%	697,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		9,0%		4,1%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			238,7%		1,1%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	593,4	100,0%	600,4	100,0%	654,3	100,0%	681,0	100,0%	698,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,2%		9,0%		4,1%		2,5%	
Materialaufwand	168,6	28,4%	168,4	28,1%	182,5	27,9%	192,0	28,2%	196,8	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			-0,1%		8,4%		5,2%		2,5%	
Personalaufwand	153,4	25,8%	160,3	26,7%	175,1	26,8%	186,2	27,3%	193,7	27,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,5%		9,2%		6,4%		4,0%	
Sonstiges Ergebnis	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-196,9	-30,1%	-201,9	-29,7%	-204,9	-29,4%
Veränderung zum Vorjahr			-0,7%		-8,0%		-2,5%		-1,5%	
EBITDA	90,3	15,2%	89,3	14,9%	99,7	15,2%	100,8	14,8%	102,6	14,7%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		11,7%		1,1%		1,8%	
Abschreibungen	43,3	7,3%	40,1	6,7%	46,0	7,0%	44,0	6,5%	42,5	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		14,8%		-4,3%		-3,4%	
EBIT	47,0	7,9%	49,2	8,2%	53,7	8,2%	56,8	8,3%	60,1	8,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		9,1%		5,8%		5,8%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-1,1	-0,2%	-0,5	-0,1%	-0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			59,3%		-230,3%		54,5%		60,0%	
Ergebnis vor Steuern	46,2	7,8%	48,9	8,1%	52,6	8,0%	56,3	8,3%	59,9	8,6%
Steuerquote	34,3%		31,3%		32,0%		31,0%		31,0%	
Ertragssteuern	15,8	2,7%	15,3	2,6%	16,8	2,6%	17,5	2,6%	18,6	2,7%
Jahresüberschuss	30,4	5,1%	33,6	5,6%	35,8	5,5%	38,9	5,7%	41,3	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		6,6%		8,6%		6,4%	
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%	33,6	5,6%	35,8	5,5%	38,9	5,7%	41,3	5,9%
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		6,6%		8,6%		6,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,146		7,144		7,164		7,164		7,164	
Gewinn je Aktie	4,25		4,70		4,99		5,42		5,77	

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

28.03.2019	Geschäftsbericht 2018
13.05.2019	Zahlen erstes Quartal 2019
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
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 €
25.04.2017	85,00 €	Halten	90,00 €
28.02.2017	77,98 €	Halten	83,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	56,2%
Halten	52,9%	43,8%
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.