

Akt. Kurs (13.05.2020, 17:35, Xetra): 92,20 EUR – Einschätzung: **Ausgesetzt (Ausgesetzt)** – Kursziel 12 Mon.: --- (---) EUR

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

Kurzportrait

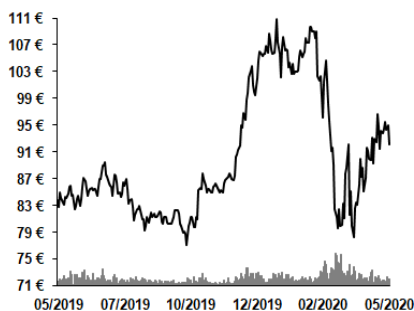
Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel (CEWE RETAIL) vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet. Weltweit ist CEWE mit rund 4.200 Mitarbeitern in 21 Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	111,80 €	74,10 €
Aktueller Kurs:	92,20 €	
Aktienzahl ges.:	7.414.939	
Streubesitz:	64,6%	
Marktkapitalis.:	683,7 Mio. €	

Anlagekriterien

Trotz Corona-Krise solides erstes Quartal 2020

Trotz der ab März zunehmenden Auswirkungen der weltweiten COVID-19-Pandemie konnte CEWE die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2020 mit einem Umsatzzuwachs von 4,1 Prozent auf 144,8 (Vj. 139,2) Mio. Euro abschließen. Dabei lag das im ehemals traditionell ertragsschwachen Auftaktquartal nunmehr bereits seit fünf Jahren positive EBIT mit 1,8 (2,3) Mio. Euro zum zweiten Mal in Folge nennenswert im schwarzen Bereich. Bereinigt um die im Zusammenhang mit der Anfang Juni 2019 erfolgten WhiteWall-Übernahme erhöhten PPA-Abschreibungen bewegte es sich sogar mit 3,04 Mio. Euro nahezu auf dem Vorjahresniveau von 3,06 Mio. Euro.



Kennzahlen

2020e und 2021e veraltet, Aktualisierung ausgesetzt

	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	649,3	714,9	753,0	779,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	55,7	57,8	67,2	72,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	36,3	31,8	44,1	47,8
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	5,06	4,41	6,13	6,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,95	2,00	2,15	2,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	18,2	20,9	15,0	13,9
Div.rendite	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%

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

Fotofinishing trotz Corona-Krise

Verantwortlich für das Umsatzplus zeichnete das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, in dem die Erlöse um 10,8 Prozent auf 114,7 (Vj. 103,5) Mio. Euro kletterten. Dies resultierte neben dem Akquisitionseffekt aus der erst seit Juni 2019 konsolidierten WhiteWall auch aus organischem Wachstum. Dabei profitierte der Bereich nach einem kurzen „Schock“ zum Beginn der Shutdown-Maßnahmen im März von einem steigenden Online-Geschäft aufgrund der „Stay-at-home“-Effekte. Hierdurch konnten auch die durch die Ladenschließungen bedingten Rückgänge bei den Sofortfotos am POS überkompensiert werden. Somit zahlte sich die Aufstellung von CEWE als etablierter Omni-Channel-Anbieter auch in der Krise deutlich aus.

In der Folge wuchs der Absatz des CEWE FOTOBUCHs um 2,2 Prozent auf 1,36 (1,33) Millionen Stück. Auch die Anzahl der produzierten Fotos erhöhte sich leicht um 0,4 Prozent. Dabei stieg der Umsatz pro Foto kräftig um 10,4 Prozent von 20,45 auf 22,57 Cent. Dies resultierte einerseits aus dem anhaltenden Trend der Umsatzverschiebung von „Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu hochwertigen Fotoprodukten wie CEWE CARDS, CEWE KALENDERN, CEWE WANDBILDERN und anderen Fotogeschenken. Andererseits wirkte sich auch der Beitrag des High-End-Wandspezialisten WhiteWall positiv aus.

Auf dieser Basis legte das Segment-EBIT in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres ebenfalls kräftig um 10,4 Prozent auf 3,3 (3,0) Mio. Euro zu. Dabei ist noch zu berücksichtigen, dass hierin erstmalige PPA-Abschreibungen in Höhe von 0,5 Mio. Euro für WhiteWall enthalten waren. Bereinigt um sämtliche PPA-Abschreibungen belief sich das EBIT des Geschäftsfeldes Fotofinishing im ersten Quartal auf 4,4 (3,6) Mio. Euro.

Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck durch Shutdown belastet

Der mit 147 Geschäften in Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen, Schweden sowie in Oldenburg und über Online-Shops betriebene CEWE RETAIL dient neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Hier führt der bewusste Verzicht auf margenschwaches Hardwaregeschäft seit Jahren zu Erlösrückgängen bei jedoch in etwa stabilen Ergebnisbeiträgen.

Die vor dem Hintergrund der COVID-19-Pandemie behördlich angeordneten Ladenschließungen zeigten jedoch in diesem Geschäftsfeld deutliche Auswirkungen. Nach einem im Rahmen der Planungen liegenden Minus von 15 Prozent per Ende Februar schlug zum Ende des ersten Quartals ein Umsatzeinbruch von 27,5 Prozent auf 7,5 (10,4) Mio. Euro zu Buche. Eine verbesserte Ergebnissituation vor dem Shutdown führte jedoch dazu, dass das Segment-EBIT trotzdem nur leicht von minus 0,4 auf minus 0,5 Mio. Euro nachgab.

Ebenfalls deutlich von der Corona-Krise getroffen wurde das Geschäftsfeld KOD. Bis Ende Februar war hier noch eine niedrige einstellige Wachstumsrate zu verzeichnen gewesen. Der ab Mitte März zu beobachtende deutliche Nachfragerückgang im Bereich der Werbedrucksachen schlug sich jedoch auf Quartalsebene in einem Umsatzminus von 10,5 Prozent auf 22,6 (25,2) Mio. Euro nieder. Immerhin konnten die negativen Effekte aus den fehlenden Erlösen durch Sparmaßnahmen begrenzt werden, so dass sich das Segment-EBIT letztlich bei minus 0,8 (-0,4) Mio. Euro bewegte. Bereinigt um PPA-Abschreibungen belief es sich auf minus 0,7 (-0,2) Mio. Euro.

Zwei weitere TIPA World Awards für CEWE-Gruppe

CEWE ist bereits drei Mal in 2008 für das CEWE FOTOBUCH, in 2018 für dessen Hardcover-Veredelungen und in 2019 für die frei kombinierbaren sechseckigen Fotokacheln hexxas mit dem TIPA World Award des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) ausgezeichnet worden. Zudem gewann WhiteWall in 2013 und 2017 ebenfalls schon zwei Mal diese weltweit begehrteste Trophäe für Foto- und Imaging-Produkte (zu näheren Einzelheiten siehe auch unser Research vom 20.05.2019).

Nunmehr erhielt CEWE die renommierte Auszeichnung insgesamt zum vierten Mal und dabei zum dritten Mal in Folge. Prämiert wurden aktuell die zum letztjährigen Weihnachtsgeschäft eingeführten, optisch und haptisch ansprechenden Leder- und Leineneinbände des CEWE FOTOBUCHs in der Kategorie „Best Photo Service Worldwide“.

Darüber hinaus konnte gleichzeitig auch der Wandbildspezialist WhiteWall als „Best Photo Lab“ den inzwischen dritten TIPA World Award für sich vereinnahmen. Somit wurde die CEWE-Gruppe mittlerweile insgesamt bereits sieben Mal und damit öfter als jeder andere Fotofinisher mit dem angesehenen Preis gewürdigt. Dies werten wir auch als deutlichen Beleg für die Innovationsstärke des Konzerns.

Aktualisierung der GSC-Schätzungen weiterhin ausgesetzt

Während der Einzelhandel und der KOD im Auftaktquartal 2020 bereits deutlich unter den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie zu leiden hatten, lag das Fotofinishing sowohl beim Umsatz als auch beim EBIT innerhalb der vor der Corona-Krise aufgestellten eigenen Planungen. Dabei musste bislang keiner der 13 Fotofinishing-Produktionsbetriebe geschlossen werden. Auch für den April konnte der Vorstand im Rahmen der Telefonkonferenz zur Präsentation der Q1-Zahlen von einer insgesamt unveränderten Situation berichten.

Somit sieht sich CEWE solide aufgestellt, die Krise gut durchstehen zu können. Angesichts der Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Pandemie und ihrer Auswirkungen auf (neuerliche) behördliche Einschränkungen sowie daraus resultierender Folgen für Wirtschaft und Konsum ist dem Vorstand die Abgabe einer seriösen Prognose für 2020 jedoch derzeit noch nicht möglich. Vor diesem Hintergrund sehen auch wir uns weiterhin nicht in der Lage, unsere Schätzungen vom 27. Februar 2020 für das laufende und das kommende Geschäftsjahr auf einer belastbaren Basis zu überarbeiten.

Bewertung und Fazit

Für das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2020 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA trotz der aufziehenden Corona-Krise steigende Umsätze und ein operatives EBIT auf Vorjahresniveau vermelden. Getragen wurde dies vom Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, das sowohl akquisitionsbedingt als auch organisch weiter wachsen konnte. Dabei profitierte der Bereich in der Krise auch deutlich von dem verfolgten Omni-Channel-Ansatz.

In Summe konnten bislang durch die positive Entwicklung im Fotofinishing die negativen Auswirkungen der vor dem Hintergrund der COVID-19-Pandemie behördlich angeordneten Beschränkungen auf die Geschäftsfelder Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck aufgefangen werden. Auch im April stellte sich die Situation nach Vorstandsangabe insgesamt unverändert dar.

Daher sehen wir uns in unserer Meinung bestätigt, dass CEWE die Krise angesichts der starken Positionierung und Innovationsführerschaft im Fotofinishing, die auch jüngst durch die Auszeichnung mit zwei weiteren TIPA World Awards unterstrichen wurde, gut überstehen können sollte. Zudem bleibt der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von 54 Prozent zum Quartalsende bilanziell sehr solide aufgestellt.

Gleichwohl sieht der Vorstand aufgrund der in unserem letzten Research vom 02. April ausführlich dargelegten Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Pandemie und ihrer möglichen Folgen für die einzelnen CEWE-Geschäftsfelder derzeit noch von der Abgabe einer die Krise berücksichtigenden Guidance ab. Vor diesem Hintergrund stellen auch wir die Überarbeitung unserer Schätzungen weiterhin zurück.

Dementsprechend setzen wir das Kursziel und die Einstufung für die CEWE-Aktie ebenfalls unverändert aus. Dabei bekräftigen wir jedoch ausdrücklich unsere Meinung, dass das erfahrene Management die Krise gut meistern dürfte, und damit auch unsere positive Einschätzung der Gesellschaft sowie ihrer weiteren Zukunftsperspektiven. Zudem sollte die Ausschüttungsrendite, die auf Basis der trotz Krise vorgeschlagenen elften Dividendenerhöhung in Folge aktuell bei 2,2 Prozent liegt, den Börsenkurs in einem gewissen Rahmen nach unten absichern. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die ursprünglich für Mitte Juni geplante Hauptversammlung nun im zweiten Halbjahr als „virtuelle HV“ stattfinden soll.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
Schätzungen für 2020 und 2021 vom 27.02.2020, Aktualisierung derzeit wegen Corona-Krise ausgesetzt										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	599,4	99,8%	649,3	99,9%	714,9	99,8%	753,0	99,9%	779,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			8,3%		10,1%		5,3%		3,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,0	0,2%	0,9	0,1%	1,2	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		29,3%		-18,0%		0,0%	
Gesamtleistung	600,4	100,0%	650,3	100,0%	716,1	100,0%	754,0	100,0%	780,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			8,3%		10,1%		5,3%		3,4%	
Materialaufwand	168,4	28,1%	177,1	27,2%	185,5	25,9%	199,4	26,4%	205,5	26,4%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		4,7%		7,5%		3,1%	
Personalaufwand	160,3	26,7%	175,8	27,0%	194,8	27,2%	207,7	27,6%	216,4	27,7%
Veränderung zum Vorjahr			9,7%		10,8%		6,6%		4,2%	
Sonstiges Ergebnis	-182,4	-30,4%	-201,8	-31,0%	-221,2	-30,9%	-226,7	-30,1%	-234,1	-30,0%
Veränderung zum Vorjahr			-10,7%		-9,6%		-2,5%		-3,2%	
EBITDA	89,3	14,9%	95,5	14,7%	114,6	16,0%	120,2	15,9%	124,0	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		20,0%		4,9%		3,2%	
Abschreibungen	40,1	6,7%	39,9	6,1%	56,8	7,9%	53,0	7,0%	52,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,5%		42,4%		-6,6%		-1,9%	
EBIT	49,2	8,2%	55,7	8,6%	57,8	8,1%	67,2	8,9%	72,0	9,2%
Veränderung zum Vorjahr			13,1%		3,9%		16,2%		7,2%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-3,6	-0,5%	-0,8	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-10,8%		-798,0%		77,7%		25,0%	
Ergebnis vor Steuern	48,9	8,1%	55,3	8,5%	54,3	7,6%	66,4	8,8%	71,4	9,2%
Steuerquote	32,8%		30,8%		39,7%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	16,0	2,7%	17,0	2,6%	21,6	3,0%	21,6	2,9%	23,2	3,0%
Jahresüberschuss	32,8	5,5%	38,2	5,9%	32,7	4,6%	44,8	5,9%	48,2	6,2%
Veränderung zum Vorjahr			16,6%		-14,5%		37,0%		7,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		-1,9		-0,9		-0,7		-0,4	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	32,8	5,5%	36,3	5,6%	31,8	4,4%	44,1	5,9%	47,8	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		-12,3%		38,6%		8,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,144		7,167		7,208		7,190		7,190	
Gewinn je Aktie	4,59		5,06		4,41		6,13		6,65	

Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,2%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Management	0,1%
Eigene Aktien	3,0%
Streubesitz	64,6%

Termine

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
02.04.2020	78,30 €	Ausgesetzt	---
27.02.2020	102,40 €	Halten	110,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	70,6%
Halten	42,3%	29,4%
Verkaufen	7,0%	0,0%
Ausgesetzt	1,4%	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 schlimmsten-

falls 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.