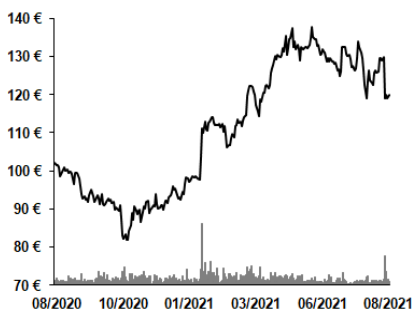


Akt. Kurs (16.08.2021, 09:37, Xetra): 120,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **141,00 (146,00) EUR**

Branche: Sonstige Konsumgüter
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	138,40 €	81,00 €
Aktueller Kurs:	120,80 €	
Aktienzahl ges.:	7.423.919	
Streubesitz:	66,5%	
Marktkapitalis.:	896,8 Mio. €	



Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	720,4	727,3	736,0	767,0
<i>bisher</i>	---	---	751,0	783,0
EBIT	56,8	79,7	81,4	86,0
<i>bisher</i>	---	---	82,2	86,6
Jahresüb.	31,7	51,9	53,3	56,6
<i>bisher</i>	---	---	53,9	57,0
Erg./Aktie	4,40	7,20	7,39	7,83
<i>bisher</i>	---	---	7,48	7,91
Dividende	2,00	2,30	2,40	2,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	27,5	16,8	16,3	15,4
Div.rendite	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist mit dem CEWE FOTO-BUCH, Fotokalendern, Wandbildern, Grußkarten, CEWE SOFORTFOTOS und weiteren Fotoprodukten der führende europäische Omni-Channel-Fotoanbieter. Neben diesem als Fotofinishing bezeichneten Kerngeschäftsfeld vertreibt das Unternehmen im Segment Einzelhandel (CEWE RETAIL) Foto-Hardware wie Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet. Insgesamt ist CEWE mit rund 3.700 Mitarbeitern in 21 europäischen Ländern präsent.

Anlagekriterien

Entwicklung im ersten Halbjahr 2021 durch Lockdown-Effekte geprägt

Das zweite Quartal des vergangenen Geschäftsjahres 2020 wie auch die ersten drei Monate 2021 waren bei CEWE stark durch Effekte der Corona-bedingten Lockdowns beeinflusst. Diese fielen im Fotofinishing außerordentlich positiv sowie im Einzelhandel und im KOD vor allem umsatzseitig deutlich negativ aus (siehe hierzu auch unsere Researches vom 20.08.2020 und 21.05.2021 sowie unser ausführlicher HV-Bericht vom 16.06.2021).

Nach dem guten Jahresauftakt kehrten sich diese Entwicklungen nun im Zuge der sukzessiven Lockerungen der behördlichen Auflagen im zweiten Quartal 2021 jeweils um. Im Zusammenspiel mit den stark durch die Lockdowns geprägten Vorjahresvergleichszahlen resultierte daraus ein Erlösrückgang um 10,6 Prozent von 130,6 auf 116,7 Mio. Euro. Vor allem deutlich geringere Skaleneffekte im Fotofinishing ließen dabei im traditionell ohnehin ertragschwachen Berichtsquartal das EBIT auf minus 6,4 (Vj. -1,0) Mio. Euro sowie das Ergebnis auf minus 4,4 (-0,7) Mio. Euro bzw. verwässert minus 0,60 (-0,09) Euro je Aktie absinken.

Dennoch verblieb auf Halbjahresbasis bei um 5,2 Prozent von 277,0 auf 262,6 Mio. Euro verringerten Erlösen ein EBIT von 2,1 (1,0) Mio. Euro und ein Überschuss von 1,4 (1,1) Mio. Euro entsprechend verwässert 0,18 (0,15) Euro je Anteilsschein. Bei Betrachtung der trotz des Umsatzrückgangs verbesserten Ergebniskennzahlen ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Vorjahreswerte durch Restrukturierungsaufwendungen im Einzelhandel von 3,2 Mio. Euro belastet waren, denen positive Einmaleffekte aus einer Umstellung der Abschreibungsmethode im KOD von 0,6 Mio. Euro gegenüberstanden.

Lockdown-Lockerungen belasten Fotofinishing, ...

Bekanntlich wird die Ertragsrechnung von CEWE maßgeblich durch das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das im letzten Jahr 85 Prozent der Konzern Erlöse entfielen, geprägt. Hier hatte der Lockdown-bedingte „Stay-at-home“-Effekt im zweiten Quartal 2020 sowie von Januar bis März 2021 für eine massive Geschäftsausweitung gesorgt. Mit der sukzessiven Aufhebung der monatelangen Lockdowns entfiel im Berichtsquartal nun zum einen diese „Sonderkonjunktur“. Zum anderen nutzten die Menschen die nach langer Zeit wiedergewonnenen Freiheiten für andere Aktivitäten als zur Erstellung von Fotoprodukten. Und schließlich wirkte sich auch dämpfend aus, dass das (Vor-)Ostergeschäft in diesem Jahr im Gegensatz zu 2020 bereits ins erste Quartal fiel.

Diese Faktoren in Kombination mit der infolge der Reisebeschränkungen nunmehr bereits seit einem Jahr deutlich verringerten Anzahl neuer Urlaubsbilder schlugen sich – nach dem außergewöhnlich hohen letztjährigen Zuwachs – beim Bestseller CEWE FOTOBUCH in einem Absatzminus um mehr als ein Drittel auf 0,90 (Vj. 1,37) Millionen Exemplare nieder. Mit Ausnahme der Grußkarten entwickelten sich auch die Absatzzahlen der übrigen Marken- und Mehrwertprodukte rückläufig. Doch obwohl in der Folge auch die Anzahl der produzierten Bilder um über ein Fünftel sank, kletterte der Umsatz pro Foto aufgrund des anhaltenden Trends zu höherwertigen Fotoprodukten erfreulicherweise dennoch weiter um 6,2 Prozent.

Auf dieser Basis wies das Fotofinishing im zweiten Quartal um 15,4 Prozent von 110,6 auf 93,6 Mio. Euro reduzierte Erlöse aus. Dabei drehte das Segment-EBIT infolge der merklich geringeren Skaleneffekte mit minus 5,7 (5,1) Mio. Euro deutlich ins negative Terrain. Bei Betrachtung dieser auf den ersten Blick sehr massiven Verschlechterung ist zu berücksichtigen, dass sich das Segment-EBIT saisonal bedingt vor Corona seit Jahren in der Regel im Bereich um minus 2 Mio. Euro bewegt hatte. Somit führten die lockerungsbedingten Umsatzeinbußen nach der außerordentlich positiven Entwicklung im Vorjahresquartal im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt jetzt „nur“ zu einer Verschlechterung um rund 3,7 Mio. Euro.

Nach dem starken Jahresauftakt beliefen sich die Absatzrückgänge zum Halbjahr beim CEWE FOTOBUCH noch auf 18,2 Prozent entsprechend 2,24 (2,73) Exemplaren sowie bei der Anzahl der produzierten Bilder auf 8,5 Prozent, wobei der Umsatz pro Foto gleichzeitig um 6,0 Prozent von 23,15 auf 24,54 Cent zulegte. Daraus resultierten in Summe um 3,0 Prozent auf 218,5 (225,3) Mio. Euro verringerte Erlöse. Dabei kam es zwar beim Segment-EBIT zu mehr als einer Halbierung von 8,4 auf 4,1 Mio. Euro, damit lag es aber immer noch deutlich im positiven Bereich und signifikant über den Vor-Corona-Vergleichswerten.

... aber CEWE RETAIL und Kommerzieller Online-Druck profitieren

Das Geschäftsfeld Einzelhandel 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. Im Rahmen des Verzichts auf margenschwache Hardwareumsätze und der Fokussierung auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft wurden die Erlöse hier in der Vergangenheit aktiv um jährlich etwa 10 bis 15 Prozent abgebaut. Zudem wurde im Zuge dieser durch Corona beschleunigten Strategie das eigene Filialnetz seit Mitte letzten Jahres von rund 140 auf etwa 100 Standorte gestrafft.

Trotz dieser Reduktion der eigenen Ladengeschäfte um mehr als ein Viertel bewegten sich der Einzelhandelserlöse jedoch im zweiten Quartal 2021 mit 7,6 Mio. Euro exakt auf dem Vorjahreslevel. Hier wirkten sich nach dem Lockdown-bedingten letztjährigen Umsatzeinbruch nun die sukzessiven Lockerungen positiv aus. Dabei verbesserte sich das Segment-EBIT deutlich auf minus 0,3 (Vj. -3,2) Mio. Euro. Zwar war der Vorjahreswert durch Restrukturierungsaufwendungen im Zusammenhang mit den Filialschließungen von 3,2 Mio. Euro belastet gewesen. Die Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld verringerten sich jedoch von 0,8 auf 0,2 Mio. Euro, so dass sich auch das operative EBIT auf minus 0,5 (-0,8) Mio. Euro verbesserte.

Insgesamt stand im Einzelhandel nach dem noch Lockdown-belasteten ersten Quartal zum Halbjahr ein Umsatzrückgang von 8,3 Prozent auf 13,8 (15,1) Mio. Euro sowie ein EBIT von minus 0,7 (-3,7) Mio. Euro in den Büchern.

Ähnlich stellte sich die Entwicklung im zweiten Quartal 2021 auch beim KOD dar: Nachdem sich die Erlöse dort im Vorjahr infolge des Lockdowns mehr als halbiert hatten, profitierte das Geschäftsfeld nun von der im Zuge der Lockerungen wieder steigenden Nachfrage nach Werbedrucksachen mit einem Umsatzplus von knapp 26 Prozent von 10,9 auf 13,7 Mio. Euro. In Verbindung mit der optimierten Produktions- und Kostenstruktur sowie dem weiterhin straffen Kostenmanagement resultierte daraus eine signifikante Verbesserung des Segment-EBIT auf minus 0,2 (-2,8) Mio. Euro. Bereinigt um Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,3 (0,8) Mio. Euro und unveränderte PPA-Abschreibungen von 0,1 Mio. Euro stieg das EBIT operativ sogar um 3,1 Mio. Euro auf minus 0,4 (-3,5) Mio. Euro.

Unter Berücksichtigung des noch massiv durch die behördlichen Beschränkungen beeinträchtigten ersten Quartals lagen die Segmenterlöse im ersten Halbjahr mit 26,5 Mio. Euro dennoch um 20,8 Prozent unter dem Vorjahreswert von 33,4 Mio. Euro. Dabei kam es jedoch auch hier beim EBIT zu einer massiven Verbesserung auf minus 0,8 (-3,4) Mio. Euro.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten, der Immobilienbesitz sowie die Beteiligung futalis abgebildet. Auf Halbjahresbasis wuchs hier der ausschließlich futalis zuzuordnende Umsatz um 19,8 Prozent von 3,1 auf 3,7 Mio. Euro. Das Segment-EBIT blieb dabei mit minus 0,4 (-0,3) Mio. Euro leicht hinter dem Vorjahreswert zurück. Dies resultierte aus höheren Gesellschaftskosten, da die Pandemie-bedingt erst im Oktober abgehaltene Hauptversammlung 2020 in diesem Jahr wieder zum gewohnten Termin im Juni stattfand. Der Online-Anbieter von Premium-Hundefutter futalis erwirtschaftete hingegen einen leicht positiven Ergebnisbeitrag.

CEWE-Gruppe gewinnt erneut gleich mehrere TIPA-Awards

In 2020 waren CEWE bereits zum vierten und WhiteWall zum dritten Mal mit je einem TIPA World Award des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) ausgezeichnet worden (siehe hierzu auch unser Research vom 14.05.2020). Und auch in diesem Jahr konnte die CEWE-Gruppe den zu den renommiertesten Branchen-Titeln zählenden Preis erneut einstreichen – und das gleich dreifach, so dass sie mittlerweile insgesamt zehn Mal prämiert wurde. Hierin spiegeln sich unseres Erachtens deutlich die hohe Premium-Produktqualität und die Innovationsstärke im Fotofinishing wider.

Konkret wurden die neue Goldveredelung des High-End CEWE Kalenders A2 Gold Edition zum „Best Photo Service Worldwide“ sowie die CEWE Fotocenter zum „Best Retail Finishing System Worldwide“ gekürt. Damit erhielt CEWE die begehrte Auszeichnung nun im vierten Jahr in Folge und dabei insgesamt bereits sechs Mal. Und der Wandbildspezialist WhiteWall gewann in Folge den zweiten und damit insgesamt den vierten Award. Gewürdigt wurde dabei die „WhiteWall RoomView Funktion“, mittels derer der Kunde das zu bestellende Wandbild vorab am vorgesehenen Platz visualisieren kann.

CEWE Photo Award abermals größter internationaler Fotowettbewerb

Mit einem neuen Rekord von mehr als 606.000 eingereichten Bildern aus über 170 Ländern konnte der CEWE Photo Award „Our world is beautiful“ jüngst seine 2019 erlangte Stellung als weltgrößter Fotowettbewerb bestätigen. Im September erfolgt die Siegerehrung durch eine Jury unter Leitung des französischen Star-Fotografen Yann Arthus-Bertrand. Dabei spendet CEWE für jedes eingereichte Bild 10 Cent an „SOS-Kinderdörfer weltweit“. Zudem fördert der Wettbewerb den internationalen Ausbau der Bekanntheit und Positionierung der Marke CEWE im Bereich der Fotografie.

Guidance bekräftigt

Im Rahmen der Präsentation der Halbjahreszahlen hat das Management den bisherigen Unternehmensausblick nachdrücklich erneut bestätigt. Demgemäß wird unverändert bei einem Konzernumsatz von 710 bis 770 Mio. Euro ein EBIT zwischen 72 und 84 Mio. Euro und ein Gewinn von 70 bis 82 Mio. Euro vor Steuern sowie von 48 bis 56 Mio. Euro bzw. 6,60 bis 7,73 Euro je Aktie nach Steuern erwartet. Dabei reflektieren die breiter als gewohnt gefassten Prognosekorridore die nach wie vor Corona-bedingt erhöhten Unsicherheiten.

Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass das Konzern-EBIT nach Wegfall der letztjährigen Restrukturierungsaufwendungen im Einzelhandel zum Halbjahresende mit 2,1 Mio. Euro um 1,1 Mio. Euro über dem Wert des Vorjahres sowie um 3,6 Mio. Euro über dem des Vor-Corona-Jahres 2019 lag. Für das dritte Quartal 2021 rechnet der Vorstand mit einem EBIT in etwa auf dem Vorjahresniveau von minus 1,7 Mio. Euro. Von entscheidender Bedeutung für die Zielerreichung ist und bleibt jedoch das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE in den letzten Jahren über 40 Prozent der Umsätze und mehr als das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftete.

Hier zeigt man sich optimistisch, dass die Verbraucher im Rahmen ihrer nun wieder deutlich verstärkten Reise- und anderweitigen Aktivitäten außerhalb der eigenen vier Wände auch zahlreiche neue Bilder erstellen werden, die dann eine gute Basis für die Kreation individueller Fotoprodukte als persönliche Weihnachtsgeschenke bilden. Zudem sollte sich auch die Situation in den Geschäftsbereichen Einzelhandel und KOD bei einer Fortsetzung der Entwicklungen des zweiten Quartals sukzessive verbessern. Angesichts der teils bereits jahrzehntelangen Zusammenarbeit mit in erster Linie regionalen Lieferanten und Logistikpartnern konnten bislang Engpässe auf der Beschaffungsseite und nennenswerten Anstiege der Logistikkosten vermieden werden.

GSC-Schätzungen leicht zurückgenommen

Angesichts der stets eher konservativen Prognosen des versierten und erfahrenen Managements sind auch wir zuversichtlich, dass CEWE die jüngst bestätigten Unternehmensziele wie gewohnt mit einem starken Weihnachtsgeschäft erreichen wird. Nach dem etwas hinter unseren Erwartungen gebliebenen zweiten Quartal haben wir unsere Prognosen jedoch vor allem umsatzseitig leicht reduziert. Konkret sehen wir jetzt im aktuellen Geschäftsjahr 2021 bei Konzern Erlösen von 736 Mio. Euro das EBIT bei 81,4 Mio. Euro sowie den Nachsteuergewinn bei 53,3 Mio. Euro entsprechend 7,39 Euro je Aktie.

Im kommenden Geschäftsjahr 2022 verorten wir nun bei einer Umsatzerwartung von 767 Mio. Euro das EBIT bei 86,0 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern bei 56,6 Mio. Euro bzw. 7,83 Euro je Anteilsschein. Dabei halten wir unsere Dividendenschätzungen von 2,40 Euro für 2021 und 2,50 Euro für 2022 unverändert aufrecht.

Bewertung

Nach wie vor stützen wir uns bei der Bewertung der CEWE-Aktie auf einen Peer-Group-Vergleich und ein DCF-Modell. Dabei legen wir beim Peer-Group-Vergleich das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zugrunde, da es in Deutschland keinen direkt mit CEWE vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt.

Das 2021er-KGV dieser Peer-Group von 16,5 (bisher 19,6) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2021 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,39 (7,48) Euro einen Wert von 122,09 (146,14) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser im Vergleich zu unserem letzten Research aus Mai deutlich niedrigere Wert resultiert neben der leichten Rücknahme unserer Ertragsschätzungen und der geringfügig erhöhten gewichteten Aktienanzahl vor allem aus dem signifikant gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~68 Mio. €, Beta 1,05 wegen Corona-bedingter Unwägbarkeiten) resultiert ein zweites Zwischenergebnis von 159,34 (146,27) Euro. Dieser merklich über dem bisherigen Niveau liegende Wert resultiert zum einen aus dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau. Zum anderen haben wir angesichts der fortschreitenden Impfkampagnen und der in Verbindung damit zu erwartenden zunehmenden Rückkehr zu einer (neuen) Normalität in einem ersten Teilschritt den Corona-bedingt bislang auf 1,1 erhöhten Betafaktor auf 1,05 reduziert. Leicht gegenläufig wirkten sich hingegen unsere Schätzungsanpassungen sowie die geringfügig höhere Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien aus.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 140,72 (146,21) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel auf 141,00 (146,00) Euro zurücknehmen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 81,4 Mio. Euro für 2021 ein Faktor von 12,9, der damit im oberen Bereich der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,7 bis 13,1 läge.

Fazit

Bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA hatten die vor dem Hintergrund der COVID-19-Pandemie verhängten Lockdowns und der damit verbundene „Stay-at-home“-Effekt dem Kerngeschäftsfeld Fotofinishing bislang eine erfreuliche „Sonderjunktur“ beschert. Dagegen hatten die Geschäftsfelder Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck (KOD) massiv unter den behördlich angeordneten Maßnahmen gelitten.

Mit der zunehmenden Lockerung der Beschränkungen kehrten sich diese Effekte im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2021 nun ins Gegenteil um. Während das Fotofinishing signifikant unter dem – durch die ersten Lockdowns außerordentlich positiv beeinflussten – Vorjahresvergleichs- quartal abschloss, zeigten Einzelhandel und KOD deutliche Erholungstendenzen.

Da das Fotofinishing aber mit zuletzt 85 Prozent für den Löwenanteil der Konzernerlöse steht, führte dies in Summe dazu, dass die aktuellen Quartals- und damit auch die Halbjahreszahlen unter den Markterwartungen ausfielen. Der Vorstand zeigte sich jedoch – auch im Rahmen der zur Präsentation des Zahlenwerks abgehaltenen Analystenkonferenz – überzeugt, die unverändert bestätigten Unternehmensziele erreichen zu können. Denn entscheidend hierfür wird wie in jedem Jahr das Schlussquartal mit dem Weihnachtsgeschäft.

Dabei teilen wir die Erwartung der erfahrungsgemäß bei ihren Prognosen eher konservativ agierenden Unternehmensführung, dass die Konsumenten die nach langer Zeit zurückgewonnenen Freiheiten in Verbindung mit der Sommer- und Ferienzeit zwar momentan weniger zur Erstellung von Fotoprodukten, dafür aber umso mehr zur Aufnahme neuer Bilder im Rahmen der nun wieder möglichen Reisen und anderen In- und Outdoor-Aktivitäten nutzen.

Und diese neuen Bilder dürften eine gute Grundlage für die Gestaltung hochwertiger individueller Fotogeschenke wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern, Grußkarten, Handyhüllen, Jahres-, Termin- und Adventskalendern sowie weiteren Marken- und Mehrwertprodukten bilden. Dabei profitiert der Konzern zum einen von seiner Etablierung als Premium-Omni-Channel-Anbieter mit einer breiten Markenbekanntheit im Bereich der Fotografie, die auch durch Events wie den weltgrößten Fotowettbewerb CEWE Photo Award weiter ausgebaut wird.

Zum anderen wirkt sich die – jüngst auch durch den Gewinn von gleich drei TIPA-Awards unterstrichene – hohe Innovationsdynamik bei Produktneu- und -weiterentwicklungen positiv aus. Nachdem hier aktuell im Rahmen einer neuen Partnerschaft pünktlich zum Schulstart ein mit einem individuellen Fotomotiv bedruckbares Metalletui mit Faber-Castell-Buntstiften angeboten wird, darf man vor allem auf die zum Weihnachtsgeschäft zu erwartenden weiteren Produktinnovationen gespannt sein. Einen wichtigen Baustein des Erfolgs bilden zudem auch die Mitarbeitenden und deren Zufriedenheit, wo CEWE unter über 1.000 deutschen Organisationen innerhalb der ersten 10 Prozent rangiert.

Neben dem Fotofinishing spielt das Weihnachtsgeschäft für den Einzelhandel und den KOD ebenfalls eine wichtige Rolle. Unter der Prämisse einer nachhaltigen Normalisierung des öffentlichen Lebens gehen wir hier von einer Fortsetzung der im zweiten Quartal gezeigten Erholungstendenzen und einer wieder deutlich belebten Nachfrage im Schlussquartal aus.

Die Bilanzverhältnisse des Konzerns präsentieren sich mit einer Eigenkapitalquote von fast 60 Prozent und einer Netto-Cash-Position (ohne Leasingverbindlichkeiten) von gut 8 Mio. Euro zum Halbjahresende unverändert grundsolide. Darüber hinaus haben sich die Oldenburger mittlerweile als „Dividendenaristokrat“ etabliert: Seit dem Börsengang 1993 wurde jedes Jahr eine Ausschüttung an die Anteilseigner vorgenommen. Und mit der diesjährigen zwölften Dividendenerhöhung in Folge belegt die Gesellschaft Platz 5 unter den 190 in einem Börsenindex gelisteten Unternehmen in Deutschland. Wir gehen auch für die Zukunft von weiter steigenden Ausschüttungen aus. Dabei beläuft sich die Dividendenrendite für 2021 auf Basis unserer Schätzungen derzeit auf ordentliche 2,0 Prozent.

Auf die jüngst publizierten Zahlen hat die CEWE-Aktie mit einem deutlichen Kursrücksetzer in die Region um 120 Euro reagiert. Diese unseres Erachtens überzogene Reaktion erachten wir als gute Gelegenheit, den Anteilsschein des Fotospezialisten zu „Kaufen“. Dabei bietet das Papier bei Ansatz unseres etwas auf 141 Euro zurückgenommenen Kursziels momentan ein Kurspotenzial von knapp 17 Prozent.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020		2021e		2022e	
Umsatzerlöse	649,3	99,9%	720,4	99,8%	727,3	99,9%	736,0	99,9%	767,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			10,9%		1,0%		1,2%		4,2%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,9	0,1%	1,2	0,2%	0,9	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			29,3%		-23,6%		7,4%		0,0%	
Gesamtleistung	650,3	100,0%	721,6	100,0%	728,2	100,0%	737,0	100,0%	768,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			11,0%		0,9%		1,2%		4,2%	
Materialaufwand	177,1	27,2%	187,5	26,0%	170,1	23,4%	173,9	23,6%	181,2	23,6%
Veränderung zum Vorjahr			5,9%		-9,3%		2,2%		4,2%	
Personalaufwand	175,8	27,0%	197,0	27,3%	196,1	26,9%	201,2	27,3%	210,4	27,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,1%		-0,5%		2,6%		4,6%	
Sonstiges Ergebnis	-201,8	-31,0%	-223,2	-30,9%	-226,9	-31,2%	-227,4	-30,9%	-236,3	-30,8%
Veränderung zum Vorjahr			-10,6%		-1,7%		-0,2%		-3,9%	
EBITDA	95,5	14,7%	113,9	15,8%	135,1	18,5%	134,4	18,2%	140,0	18,2%
Veränderung zum Vorjahr			19,2%		18,6%		-0,5%		4,1%	
Abschreibungen	39,9	6,1%	57,1	7,9%	55,4	7,6%	53,0	7,2%	54,0	7,0%
Veränderung zum Vorjahr			43,2%		-3,0%		-4,3%		1,9%	
EBIT	55,7	8,6%	56,8	7,9%	79,7	10,9%	81,4	11,0%	86,0	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			2,1%		40,2%		2,2%		5,6%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-3,6	-0,5%	-3,3	-0,5%	-3,0	-0,4%	-2,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-798,0%		7,2%		9,8%		6,7%	
Ergebnis vor Steuern	55,3	8,5%	53,3	7,4%	76,4	10,5%	78,4	10,6%	83,2	10,8%
Steuerquote	30,8%		40,5%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	17,0	2,6%	21,6	3,0%	24,4	3,4%	25,1	3,4%	26,6	3,5%
Jahresüberschuss	38,2	5,9%	31,7	4,4%	51,9	7,1%	53,3	7,2%	56,6	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			-17,1%		63,8%		2,7%		6,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	-1,9		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	36,3	5,6%	31,7	4,4%	51,9	7,1%	53,3	7,2%	56,6	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			-12,7%		63,8%		2,7%		6,1%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,167		7,208		7,212		7,215		7,224	
Gewinn je Aktie	5,06		4,40		7,20		7,39		7,83	

Aktionärsstruktur

Erben des Firmengründers Heinz Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG)	27,2%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Eigene Aktien	1,2%
Streubesitz	66,5%

Termine

12.11.2021 Zahlen drittes Quartal 2021

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
21.05.2021	132,00 €	Halten	146,00 €
23.04.2021	132,20 €	Halten	144,00 €
26.02.2021	108,00 €	Halten	120,00 €
08.12.2020	90,90 €	Kaufen	106,00 €
01.12.2020	93,70 €	Halten	106,00 €
20.08.2020	101,40 €	Halten	106,00 €
14.05.2020	92,20 €	Ausgesetzt	---
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2021):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,5%	68,4%
Halten	41,2%	31,6%
Verkaufen	7,3%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- 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.