

Akt. Kurs (15.08.2022, 10,53, Xetra): 87,10 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **122,00 (119,00) EUR**

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

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 4.000 Beschäftigten in 21 europäischen Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	132,40 €	75,00 €
Aktueller Kurs:	87,10 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	58,2%	
Marktkapitalis.:	648,2 Mio. €	



Anlagekriterien

CEWE übernimmt langjährigen Systemlieferanten für Fotostationen

Mit Wirkung zum 1. Juni 2022 hat CEWE im Rahmen einer Nachfolgeregelung die Hertz Systemtechnik GmbH zum Kaufpreis von 8,5 Mio. Euro übernommen. Bei der 1978 gegründeten, im rund 35 km von Oldenburg entfernten Delmenhorst ansässigen Gesellschaft handelt es sich um einen Entwickler und Hersteller von Point-of-Sale-Terminalsystemen. Dabei belieferte das Unternehmen CEWE bereits seit Jahren als Hauptkunden mit den Fotostationen, an denen die CEWE SOFORTFOTOS und andere Fotoprodukte direkt in den Läden der Handelspartner erstellt werden können.

Alle Geschäftsfelder mit positiver Entwicklung im zweiten Quartal 2022

Im zweiten Quartal des vergangenen Geschäftsjahres 2021 hatte das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzernenerlöse entfallen, unter den Lockerungen der monatelangen Corona-Beschränkungen gelitten, was sich entsprechend auf die Konzernzahlen ausgewirkt hatte (nähere Einzelheiten siehe unser Research vom 16.08.2021). Demgegenüber konnte CEWE nun in dem durch die weitere Normalisierung an der Corona-Front geprägten zweiten Quartal 2022 wieder deutliche Steigerungen bei Umsatz und Ergebnis verbuchen. Dabei wurde die erfreuliche Entwicklung von allen Geschäftsfeldern getragen.

So legte der Konzernumsatz kräftig um 13,1 Prozent auf 132,0 (Vj. 116,7) Mio. Euro zu. Auch das EBIT verbesserte sich im saisonbedingt ertragschwachen Berichtsquartal signifikant um ein Drittel auf minus 4,3 (-6,4) Mio. Euro. Im Gleichklang verringerte sich der Periodenverlust ebenfalls von 4,4 auf 2,8 Mio. Euro entsprechend einem unverwässerten Ergebnis von minus 0,39 (-0,61) Euro je Aktie.

Halbjahreszahlen noch leicht unter Vor-Corona-Niveau

Wie in unserem letzten Research vom 20. Mai erörtert, fiel das Auftaktquartal 2022 nach Fortfall der letztjährigen, aus dem Lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekt resultierenden Sonderkonjunktur im Fotofinishing deutlich unter den Vorjahreszahlen aus. Auf dieser Basis verblieb im ersten Halbjahr insgesamt ein Umsatzplus von 3,2 Prozent von 262,6 auf 270,9 Mio. Euro. Aufgrund der Aktivierungspflicht für die infolge der Hertz-Akquisition nun selbst erstellten Fotostationen verdoppelten sich die aktivierten Eigenleistungen nahezu von 0,5 auf 1,0 Mio. Euro.

Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
Umsatz	727,3	692,8	714,0	742,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	79,7	72,2	72,5	76,3
<i>bisher</i>	---	---	73,3	77,3
Jahresüb.	51,9	48,9	48,4	50,7
<i>bisher</i>	---	---	48,6	51,3
Erg./Aktie	7,20	6,77	6,69	7,01
<i>bisher</i>	---	---	6,72	7,10
Dividende	2,30	2,35	2,40	2,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
KGV	12,1	12,9	13,0	12,4

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

Die Preissteigerungen auf der Wareneinsatzseite führten zu einem Anstieg der auf die Gesamtleistung bezogenen Materialaufwandsquote auf 27,1 (Vj. 24,8) Prozent. Dagegen sank die Personalaufwandsquote trotz eines auch im Zusammenhang mit der Herz-Übernahme erfolgten geringfügigen Mitarbeiteraufbaus, Tarifierhöhungen sowie geringerer Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld leicht von 35,0 auf 34,8 Prozent. Vor allem aufgrund von Rückstellungsaufösungen verbesserte sich der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen im Verhältnis zur Gesamtleistung trotz höherer Raum-, Energie- und Vertriebskosten ebenfalls auf minus 29,2 (-29,6) Prozent. Bei leicht höheren Abschreibungen stand schließlich ein EBIT von minus 2,2 (2,1) Mio. Euro in den Büchern.

Das Finanzergebnis verbesserte sich in den ersten sechs Monaten infolge eines Beteiligungsertrags auf minus 0,1 (-0,6) Mio. Euro. Dagegen resultierte aus dem negativen Vorsteuerergebnis ein Steuerertrag von 0,8 Mio. Euro, während im Vorjahr eine Steuerbelastung von 0,2 Mio. Euro angefallen war. So kam unter dem Strich zum ersten Halbjahr ein Ergebnis von minus 1,6 (1,4) Mio. Euro bzw. unverwässert minus 0,22 (0,19) Euro je Aktie zum Ausweis.

Nach den durch verschiedene Corona-bedingte Sondereinflüsse geprägten beiden Vorjahren bewegte sich CEWE im ersten Halbjahr 2022 mit Erlösen von 270,9 Mio. Euro und einem EBIT von minus 2,2 Mio. Euro noch leicht unter dem Niveau des letzten Vor-Corona-Vergleichszeitraums 2019. Seinerzeit hatte der Umsatz bei 274,6 Mio. Euro und das EBIT bei minus 1,5 Mio. Euro gelegen. Darin war der mit Wirkung zum 1. Juni 2019 erworbene Wandbildspezialist WhiteWall allerdings nur für einen Monat enthalten.

Fotofinishing legt im zweiten Quartal wieder zu

In dem mit Abstand wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing kletterten die Umsatzerlöse gegenüber dem schwachen zweiten Vorjahresquartal von April bis Juni 2022 um 8,2 Prozent von 93,6 auf 101,2 Mio. Euro. Das EBIT verbesserte sich ebenfalls auf minus 4,3 (Vj. -5,7) Mio. Euro. Dabei profitierte der Bereich davon, dass im Zuge der anhaltenden Corona-Normalisierung inzwischen wieder deutlich mehr Veranstaltungen, private Feiern und Reisen stattfinden, bei denen neue Bilder als Grundlage für die Erstellung individueller Fotoprodukte entstehen.

Allerdings bewegt sich bei den Reiseaktivitäten der Anteil der Fernreisen, bei denen erfahrungsgemäß besonders viele Bilder aufgenommen werden, nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Zudem haben die Konsumenten in den letzten beiden Corona-Jahren ihre älteren Fotobestände weitgehend „abgearbeitet“. Daher steht derzeit immer noch weniger Bildmaterial vor allem auch für die Erstellung von Fotobüchern zur Verfügung. Darüber hinaus hatte der „Stay-at-home“-Effekt in den vergangenen beiden Jahren auch zu einer erhöhten Nachfrage nach Wanddekorationen geführt, die sich nun wieder normalisiert hat.

In Summe resultierte daraus eine Verschiebung im Produktmix von besonders umsatzstarken Marken- und Mehrwertprodukten wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern oder Kalendern zu Artikeln wie Grußkarten oder einfachen Fotoabzügen. Diese Entwicklung spiegelte sich darin wider, dass im zweiten Quartal zwar die Anzahl der produzierten Bilder um 10,7 Prozent wuchs, der Umsatz pro Foto aber um 2,2 Prozent von 25,25 auf 24,68 Cent nachgab. Gleichwohl konnte der Absatz des Bestsellers CEWE FOTOBUCH wieder um erfreuliche 14,3 Prozent auf 1,03 (0,90) Millionen Exemplare gesteigert werden.

Auf Halbjahresbasis verblieben noch leichte Rückgänge beim CEWE-FOTOBUCH-Absatz von 2,7 Prozent auf 2,17 (2,24) Millionen Stück, bei der Anzahl der produzierten Bilder von 1,5 Prozent sowie beim Umsatz pro Foto von 0,7 Prozent auf 24,37 (24,54) Cent. Daraus resultierten insgesamt um 2,2 Prozent von 218,5 auf 213,8 Mio. Euro geringere Segmenterlöse sowie ein EBIT von minus 1,8 (4,1) Mio. Euro.

Bei einem Vergleich mit dem Vor-Corona-Halbjahr 2019 schlägt sich der momentan noch bestehende Bildernmangel darin nieder, dass sich die Anzahl der produzierten Bilder noch um knapp 10 Prozent sowie die Absatzzahlen des CEWE FOTOBUCHs um gut 15 Prozent unter den seinerzeitigen Werten bewegen. Dabei stieg der Umsatz pro Foto jedoch seither von 20,93 auf die vorgenannten 24,37 Cent. Die Fotofinishing-Erlöse wuchsen gegenüber 2019 ebenfalls um 6,5 Prozent bzw. auf vergleichbarer Basis hinsichtlich der erst seit Juni 2019 konsolidierten WhiteWall-Akquisition um 2,3 Prozent.

Dagegen lag das Segment-EBIT mit minus 1,8 Mio. Euro im Berichtszeitraum deutlich unter dem 2019er-Vergleichswert von 1,8 Mio. Euro. Ursächlich hierfür ist in erster Linie das gestiegene Kostenniveau. Hier steuert CEWE mit Preiserhöhungen gegen, die nun in der zweiten Jahreshälfte und damit auch im wichtigen Weihnachtsgeschäft, auf das rund 95 Prozent des Fotofinishing-Ergebnisses entfallen, wirksam werden.

Alle übrigen Geschäftsfelder mit verbesserten Ergebnissen

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 Geschäftsfeld Fotofinishing abgebildet werden. Dabei fokussiert man sich auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft und verzichtet in diesem Rahmen bewusst auf margenschwache Hardwareumsätze, so dass die Erlöse hier seit einiger Zeit planmäßig jährlich um etwa 10 bis 15 Prozent schrumpfen. Zudem hatte die Gesellschaft vor dem Hintergrund der Corona-Auswirkungen Mitte 2020 eine rund 30-prozentige Straffung des Filialnetzes auf aktuell 101 Standorte beschlossen.

Die normalisierte Corona-Situation wirkte sich auch im zweiten Quartal 2022 weiterhin positiv beim CEWE RETAIL aus. So stand zum Halbjahr ein Umsatzplus von 4,2 Prozent auf 14,4 (Vj. 13,8) Mio. Euro in den Büchern. Dabei verbesserte sich das Segment-EBIT auf minus 0,4 (-0,7) Mio. Euro, wobei der Vorjahreswert zudem noch Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,7 Mio. Euro beinhaltete. Verglichen mit dem ersten Halbjahr 2019 sanken die Erlöse strategiegemäß und aufgrund der Filialschließungen um gut 31 Prozent. Trotzdem konnte jedoch im Zuge der Optimierungsmaßnahmen beim Segment-EBIT eine Verbesserung um 0,3 Mio. Euro erzielt werden.

Am massivsten profitierte erneut das auf die B2B-Kundschaft ausgerichtete Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck von der Normalisierung der Rahmenbedingungen und der damit einhergehenden Wiederbelebung des Geschäfts- und Veranstaltungslebens. So sprang der Umsatz nach 38,8 Prozent im ersten Quartal im Berichtszeitraum noch stärker um 52,5 Prozent. Auf Halbjahresbasis resultierte daraus eine Erlössteigerung von 45,9 Prozent auf 38,7 (26,5) Mio. Euro. Dabei führten die umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen hier ebenfalls zu einer merklichen Verbesserung des – im zweiten Quartal leicht positiven – Segment-EBIT auf minus 0,2 (-0,8) Mio. Euro. Zudem waren auch hier im Vorjahreswert noch Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,9 Mio. Euro enthalten.

Die erfolgreiche Steigerung der Profitabilität im KOD durch die implementierten Maßnahmen und das straffe Kostenmanagement wird beim Vergleich mit dem Vor-Corona-Halbjahr 2019 sichtbar: Seinerzeit wurde trotz knapp 30 Prozent über dem aktuellen Umsatzniveau liegender Erlöse von 50,2 Mio. Euro noch ein negatives EBIT von minus 1,4 Mio. Euro erwirtschaftet.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen abgebildet. Hier entwickelte sich futalis im Berichtsquartal weiterhin positiv, so dass der ausschließlich auf diese Beteiligung entfallende Umsatz im ersten Halbjahr um 8,8 Prozent auf 4,0 (3,7) Mio. Euro kletterte. Der positive Ergebnisbeitrag von futalis und höhere Immobilienerträge ließen auch das Segment-EBIT mit 0,1 (-0,4) Mio. Euro leicht in die Gewinnzone drehen.

CEWE erneut mit mehreren Awards ausgezeichnet

Auch im zweiten Quartal 2022 konnte der Oldenburger Fotospezialist wieder eine Reihe weiterer Auszeichnungen für sich verbuchen. So wurde der neue individuell gestaltbare XL-Schuber für das CEWE FOTOBUCH mit dem „TIPA World Award“ des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) prämiert. Damit erhielt die CEWE-Gruppe einschließlich White-Wall den zu den renommiertesten Branchen-Titeln zählenden Preis mittlerweile insgesamt schon zum elften Mal.

Zudem zählten die Financial Times und Statista die Gesellschaft aufgrund der Reduzierung ihrer Emissionen zum zweiten Mal in Folge zu „Europe's Climate Leaders“. Die vorbildliche Unternehmensführung wurde sogar bereits zum dritten Mal in Folge mit dem „Axia Best Managed Companies Award“ von Deloitte, WirtschaftsWoche, Credit Suisse und dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) gewürdigt. Und das gemeinsam mit Faber-Castell entwickelte, mit einem individuellen Fotomotiv bedruckbare Metalletui für Stifte wurde mit dem „German Brand Award“ ausgezeichnet.

Guidance weiterhin bestätigt

Im Rahmen der Halbjahreszahlen hat CEWE die Unternehmensprognose für das Gesamtjahr 2022 erneut bestätigt. Diese beinhaltet bei einem Umsatzvolumen zwischen 680 und 740 Mio. Euro ein EBIT von 65 bis 80 Mio. Euro. Auf dieser Basis wird nach Steuern ein Jahresüberschuss von 42 bis 52 Mio. Euro bzw. 5,89 bis 7,32 Euro je Aktie erwartet. Dabei bestärkt die im Zuge der Corona-Normalisierung dynamische Entwicklung des Fotofinishing innerhalb des zweiten Quartals die positiven Erwartungen für den weiteren Jahresverlauf und dabei insbesondere auch für das wichtige Weihnachtsgeschäft. Gleichwohl stellen die weiterhin anhaltende Pandemie und damit verbundene mögliche neuerliche (Reise-)Beschränkungen unverändert einen Unsicherheitsfaktor dar.

Hinsichtlich des Ukraine-Kriegs, von dem die Gesellschaft weder beschaffungs- noch absatzseitig unmittelbar betroffen ist, sieht der Vorstand nach wie vor keine Anzeichen bremsender Effekte auf das Konsumverhalten. Auch die Verwerfungen bei den globalen Lieferketten tangieren CEWE angesichts einer rechtzeitig erhöhten Vorratshaltung und teils jahrzehntelanger Partnerschaften zu überwiegend regionalen Lieferanten bisher nur wenig. Dagegen wirken sich die teils massiven Preis- bzw. Kostensteigerungen bei Vormaterialien, Logistik, Versand und Energie negativ aus, wobei hier mit den bereits erwähnten Verkaufspreiserhöhungen gegengesteuert wird. Als Premium-Anbieter mit starker Marktstellung im Fotofinishing sieht sich CEWE dabei sehr gut positioniert und kann daher hier bislang auch keine inflationsbedingte Konsumzurückhaltung erkennen.

GSC-Ergebnisschätzungen leicht zurückgenommen

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich CEWE zum ersten Halbjahr 2022 beim Umsatz mit 701,1 Mio. Euro, beim EBIT mit 67,8 Mio. Euro, beim EBT mit 68,9 Mio. Euro und beim Nachsteuerergebnis mit 46,0 Mio. Euro etwas unterhalb der Mitte der jeweiligen Prognosebandbreiten. Aufgrund verschiedener, teils „nachlaufender“ Corona-Effekte billigen wir den rollierenden Werten derzeit jedoch noch nur eine eingeschränkte Aussagekraft zu.

Angesichts der zunehmenden makroökonomischen Herausforderungen hat sich CEWE im laufenden Geschäftsjahr bislang gut geschlagen. Daher haben wir unsere Umsatzprognosen unverändert belassen. Vor dem Hintergrund der zahlreichen Unwägbarkeiten insbesondere hinsichtlich der weiteren Entwicklung bei Beschaffungspreisen und auf der Kostenseite haben wir unsere Ertragsschätzungen jedoch etwas reduziert.

In Zahlen ausgedrückt sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2022 bei Konzern Erlösen von 714 Mio. Euro nun das EBIT bei 72,5 Mio. Euro und das Nachsteuerergebnis bei 48,4 Mio. Euro entsprechend 6,69 Euro je Aktie. Im kommenden Geschäftsjahr 2023 verorten wir bei einem Umsatzwachstum auf 742 Mio. Euro das EBIT jetzt bei 76,3 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern bei 50,7 Mio. Euro bzw. 7,01 Euro je Anteilsschein. Dabei erachten wir unverändert weitere Dividendensteigerungen auf 2,40 Euro für 2022 und 2,50 Euro für 2023 als realistisch.

Bewertung

Für die Bewertung der CEWE-Aktie ziehen wir einen Peer-Group-Vergleich und ein DCF-Modell heran. Dabei stützen wir uns im Rahmen des Peer-Group-Vergleichs auf das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel), da es in Deutschland keinen direkt mit CEWE vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt.

Das 2022er-KGV unserer Peer-Group von 15,5 (bisher 14,0) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2022 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 6,69 (6,72) Euro einen Wert von 103,91 (94,18) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Research deutlich höhere Wert aus dem seither merklich gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien, während die leichte Rücknahme unserer EPS-Schätzung geringfügig gegenläufig wirkte.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~70 Mio. Euro, Beta 1,05 wegen corona- und inflationsbedingter Unwägbarkeiten) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 141,06 (143,21) Euro. Dabei resultiert dieser etwas unter dem vorherigen Ansatz liegende Wert aus unseren reduzierten Ergebnisschätzungen sowie der seit unserem letzten Research-Update erneut leicht gestiegenen Umlaufrendite.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 122,49 (118,70) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel wieder leicht auf 122,00 (119,00) Euro anheben. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 72,5 Mio. Euro für 2022 ein Faktor von 12,5, der damit im oberen Bereich der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,8 bis 12,6 läge.

Fazit

Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2022 wirkte sich die fortschreitende Beruhigung der Corona-Situation bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA positiv aus. So konnten alle Geschäftsfelder teils deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen erzielen. Im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, wurde die Entwicklung dabei in der ersten Jahreshälfte noch durch zwei Faktoren gebremst:

Zum einen bewegte sich die Anzahl der Fernreisen, bei denen besonders viele neue Bilder als Grundlage für hochwertige Fotoprodukte entstehen, noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Zudem sind nach zwei Corona-Jahren auch die älteren Bildervorräte der Konsumenten inzwischen weitgehend „verarbeitet“. Der daraus resultierende Fotomangel schlug sich vor allem beim Absatz des Bestsellers CEWE FOTOBUCH nieder, der trotz einer wieder deutlichen Steigerung im zweiten Quartal auf Halbjahresbasis noch gut 15 Prozent unter dem Vor-Corona-Niveau aus 2019 lag. Eine dynamische Geschäftsentwicklung innerhalb des zweiten Quartals lässt den Vorstand jedoch optimistisch auf den weiteren Jahresverlauf und dabei insbesondere auch auf das wichtige Weihnachtsgeschäft blicken.

Zum anderen belasteten die teils massiven Anstiege bei Einkaufspreisen sowie Logistik-, Versand- und Energiekosten die Ertragsseite. Hier wurde und wird mit entsprechenden Erhöhungen der Verkaufspreise gegengesteuert, die in der zweiten Jahreshälfte und damit vor allem auch im Weihnachtsgeschäft zu wieder verbesserten Deckungsbeiträgen führen sollen. Angesichts der starken Marktposition als Premium-Anbieter geht der Vorstand dabei davon aus, dass diese Preisanpassungen ebenso wie der allgemeine Inflationsdruck keine nennenswerten negativen Effekte auf den Fotofinishing-Absatz haben.

Auch vor diesem Hintergrund sollte sich das Fotofinishing auch im Fall eines deutlichen Rückgangs der allgemeinen Konsumneigung wie bereits in früheren Krisenzeiten als relativ resilient erweisen. Zudem kommt anlassgebundenen, qualitativ hochwertigen individuellen Fotogeschenken wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern, Kalendern, Handyhüllen und Grußkarten ein hoher emotionaler Wert zu. Dabei bewegt sich deren Preisniveau im Verhältnis zu anderen Konsumartikeln auch noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

In den Geschäftsfeldern Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck (KOD) zeigten die implementierten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen weiterhin Wirkung, so dass die Ergebnisbeiträge in den ersten sechs Monaten sowohl über den Vorjahreswerten als auch über dem Vor-Corona-Niveau aus 2019 ausfielen. Dabei erreichte der KOD im zweiten Quartal 2022 auf EBIT-Ebene den Break-even, obwohl sich der Umsatz noch knapp 17 Prozent unter dem 2019er-Vergleichswert bewegte. Die Beteiligung futalis steuerte ebenfalls weiterhin einen positiven EBIT-Beitrag bei.

Wie der Vorstand sind daher auch wir zuversichtlich für den weiteren Jahresverlauf und dabei vor allem für das Schlussquartal mit dem in allen Geschäftsfeldern wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE regelmäßig über 40 Prozent der Erlöse und quasi das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet. Zudem ist die Gesellschaft mit einer Konzerneigenkapitalquote von gut 60 Prozent zum Halbjahresende bilanziell unverändert grundsollide aufgestellt.

Auf Basis unserer Schätzungen liegt die Ausschüttungsrendite der CEWE-Aktie aktuell bei ordentlichen 2,8 Prozent, wobei wir für die kommenden Jahre von weiter steigenden Dividenden ausgehen. Bei Ansatz unseres leicht auf 122 Euro erhöhten Kursziels beläuft sich das derzeitige Kurspotenzial auf gut 40 Prozent. Auf dieser Basis empfehlen wir unverändert, das Papier auf dem unserer Ansicht nach immer noch günstigen Niveau zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2019		2020		2021		2022e		2023e	
Umsatzerlöse	720,4	99,8%	727,3	99,9%	692,8	99,8%	714,0	99,4%	742,0	99,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		-4,7%		3,1%		3,9%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	1,2	0,2%	0,9	0,1%	1,6	0,2%	4,5	0,6%	7,0	0,9%
Veränderung zum Vorjahr			-23,6%		67,3%		188,8%		55,6%	
Gesamtleistung	721,6	100,0%	728,2	100,0%	694,3	100,0%	718,5	100,0%	749,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,9%		-4,7%		3,5%		4,2%	
Materialaufwand	187,5	26,0%	171,1	23,5%	160,7	23,1%	168,1	23,4%	174,5	23,3%
Veränderung zum Vorjahr			-8,7%		-6,1%		4,6%		3,8%	
Personalaufwand	197,0	27,3%	196,1	26,9%	194,9	28,1%	201,9	28,1%	211,0	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			-0,5%		-0,6%		3,6%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-223,2	-30,9%	-225,9	-31,0%	-214,1	-30,8%	-222,0	-30,9%	-232,2	-31,0%
Veränderung zum Vorjahr			-1,2%		5,3%		-3,7%		-4,6%	
EBITDA	113,9	15,8%	135,1	18,5%	124,6	17,9%	126,5	17,6%	131,3	17,5%
Veränderung zum Vorjahr			18,6%		-7,7%		1,5%		3,8%	
Abschreibungen	57,1	7,9%	55,4	7,6%	52,4	7,6%	54,0	7,5%	55,0	7,3%
Veränderung zum Vorjahr			-3,0%		-5,3%		3,0%		1,9%	
EBIT	56,8	7,9%	79,7	10,9%	72,2	10,4%	72,5	10,1%	76,3	10,2%
Veränderung zum Vorjahr			40,2%		-9,4%		0,4%		5,3%	
Finanzergebnis	-3,6	-0,5%	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-0,8	-0,1%	-1,2	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			7,2%		116,2%		-248,1%		-50,0%	
Ergebnis vor Steuern	53,3	7,4%	76,4	10,5%	72,7	10,5%	71,7	10,0%	75,1	10,0%
Steuerquote	40,5%		32,0%		32,8%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	21,6	3,0%	24,4	3,4%	23,8	3,4%	23,3	3,2%	24,4	3,3%
Jahresüberschuss	31,7	4,4%	51,9	7,1%	48,9	7,0%	48,4	6,7%	50,7	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			63,8%		-5,8%		-1,1%		4,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	31,7	4,4%	51,9	7,1%	48,9	7,0%	48,4	6,7%	50,7	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			63,8%		-5,8%		-1,1%		4,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,208		7,212		7,227		7,227		7,227	
Gewinn je Aktie	4,40		7,20		6,77		6,69		7,01	

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

Erben des Firmengründers Heinz Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG)	27,1%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Lupus alpha Investment GmbH	3,0%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Eigene Aktien	3,6%
Streubesitz	58,2%

Termine

11.11.2022 Zahlen drittes Quartal 2022

Kontaktadresse

CEWE Stiftung & Co. KGaA
Meerweg 30-32
D-26133 Oldenburg

Email: info@cewe.de
Internet: company.cewe.de

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
20.05.2022	82,60 €	Kaufen	119,00 €
06.04.2022	90,80 €	Kaufen	120,00 €
10.02.2022	107,60 €	Kaufen	130,00 €
17.12.2021	126,00 €	Halten	143,00 €
02.12.2021	123,60 €	Kaufen	143,00 €
16.08.2021	120,80 €	Kaufen	141,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	64,2%	84,2%
Halten	30,2%	15,8%
Verkaufen	5,6%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte 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.