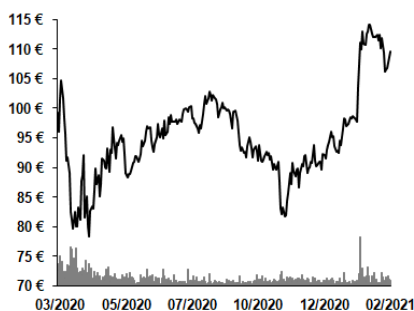


Akt. Kurs (26.02.2021, 12:37, Xetra): 108,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **120,00 (106,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	115,60 €	74,10 €
Aktueller Kurs:	108,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.414.939	
Streubesitz:	59,6%	
Marktkapitalis.:	800,8 Mio. €	



Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	649,3	714,9	727,3	751,0
<i>bisher</i>	---	---	687,0	710,0
EBIT	55,7	57,8	79,7	84,1
<i>bisher</i>	---	---	56,4	63,0
Jahresüb.	36,3	31,8	53,0	56,1
<i>bisher</i>	---	---	37,3	41,8
Erg./Aktie	5,06	4,41	7,36	7,79
<i>bisher</i>	---	---	5,17	5,81
Dividende	1,95	2,00	2,30	2,45
<i>bisher</i>	---	---	2,05	2,15
KGV	21,3	24,5	14,7	13,9
Div.rendite	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%

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 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 4.000 Mitarbeitern in 21 europäischen Ländern präsent.

Anlagekriterien

Starker Schlussprint im vierten Quartal 2020

Mitte 2019 hatte CEWE die Beteiligung futalis zur Veräußerung gestellt und daher seitdem deren Beiträge in der GuV unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich ausgewiesen. Nachdem die Verkaufsgespräche jedoch auch infolge der Corona-Krise nicht fortgeführt wurden, erfolgte Mitte 2020 eine Wiedereingliederung in die Konzern-GuV (siehe hierzu auch unser Research 20.08.2020).

Die nachfolgend aufgeführten vorläufigen Zahlen für 2020 einschließlich der Vorjahreswerte wurden auf dieser Basis erstellt. In unserem Schätzungstableau können wir die entsprechenden Anpassungen für 2019 allerdings mangels detaillierter Informationen derzeit noch nicht vornehmen. Nach Vorlage des Geschäftsberichts mit den vollständigen adjustierten Vorjahreszahlen am 25. März 2021 werden wir diese einarbeiten.

Nach einem soliden Auftakt mit einem Umsatzplus von 4,1 Prozent hatte sich die COVID-19-Pandemie im Laufe des vergangenen Geschäftsjahres 2020 mit Erlösrückgängen von 2,7 Prozent im zweiten und 10,7 Prozent im dritten Quartal zunächst auch bei CEWE zunehmend niedergeschlagen. Umso erfreulicher verlief jedoch gemäß den jüngst publizierten vorläufigen Zahlen das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft.

Getragen vom Kerngeschäftsfeld Fotofinishing erwirtschaftete die Gesellschaft hier ein kräftiges Umsatzwachstum von 7,1 Prozent auf 314,0 (Vj. 293,2) Mio. Euro. Dabei legte das EBIT überproportional um 36,6 Prozent von 58,8 auf 80,3 Mio. Euro zu. Auch bereinigt um einen vorjährigen Einmalaufwand im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck von 5 Mio. Euro belief sich die EBIT-Steigerung noch auf knapp 26 Prozent.

In Summe stand schließlich auf Jahressicht trotz der anhaltenden, zuletzt wieder deutlich verschärften Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie ein leichter Erlöszuwachs von 1,0 Prozent auf 727,3 (720,4) Mio. Euro in den Büchern. Besonders Skaleneffekte in der Fotofinishing-Produktion im Weihnachtsgeschäft sowie das im März 2020 implementierte Kostensenkungsprogramm ließen das EBIT dabei kräftig um gut 40 Prozent auf 79,7 (56,8) Mio. Euro entsprechend einer Marge von 10,9 (8,1) Prozent ansteigen.

Bereinigt um die vorjährige Sonderbelastung von 5 Mio. Euro sowie in 2020 angefallene Einmalaufwendungen im Einzelhandel von 3,2 Mio. Euro belief sich nach unseren Berechnungen das EBIT-Wachstum immer noch auf über 34 Prozent und die operative EBIT-Marge auf 11,4 (8,8) Prozent.

Damit konnten die Oldenburger trotz Corona eine enorme Profitabilitätssteigerung erzielen und unsere letzten Schätzungen (siehe hierzu unsere Researches vom 01.12.2020 sowie im Rahmen unserer Sonderstudie „Die 10 besten Weihnachtsaktien“ vom 08.12.2020) deutlich übertreffen. An dieser erfreulichen Entwicklung sollen auch die Anteilseigner über eine kräftig von 2,00 auf 2,30 Euro je Aktie erhöhte Ausschüttung teilhaben. Vorbehaltlich der Zustimmung des Aufsichtsrats sowie der für den 09. Juni anberaumten Hauptversammlung bedeutet dies nunmehr bereits die zwölfte Dividendenanhebung in Folge.

Alle Jahre wieder: Fotofinishing als Wachstums- und Ertragsssäule

Wie in den Vorjahren war die Geschäftsentwicklung auch in 2020 wieder maßgeblich durch das Fotofinishing geprägt. Dabei konnte das Umsatz- und Ergebniswachstum im Stammgeschäftsfeld die Belastungen durch die COVID-19-Pandemie und die damit verbundenen Lockdowns in den Bereichen Einzelhandel und KOD überkompensieren.

Insbesondere während der Lockdowns im Frühjahr sowie zum Jahresende profitierte das Fotofinishing deutlich vom „Stay-at-home“-Effekt, da die Verbraucher die Zeit in den eigenen vier Wänden verstärkt für die Erstellung individueller Fotoprodukte nutzten. Dabei zahlte sich auch die Aufstellung von CEWE als etablierter Omni-Channel-Anbieter aus. Denn wie in der gesamten Wirtschaft hat die Pandemie auch im Bereich der Fotoaufträge den Trend zur Digitalisierung, d. h. hier zur Nutzung von Online-Bestellwegen, beschleunigt. Dies zeigte sich ebenfalls bei den stark durch Geschäftsschließungen belasteten Handelspartnern.

So konnten im Weihnachtsgeschäft trotz der neuerlichen Lockdowns mit sämtlichen Fotofinishing-Mehrwertprodukten vom Bestseller CEWE FOTOBUCH über Grußkarten, Advents- und Jahreskalender bis hin zu Wandbildern und den zahlreichen weiteren Fotogeschenken steigende Umsätze erzielt werden. Allerdings standen aufgrund der Corona-bedingt geringeren Reiseaktivitäten weniger neue Urlaubsfotos zur Gestaltung von Fotoprodukten zur Verfügung, so dass die Anzahl der im Gesamtjahr produzierten Bilder um 2,6 Prozent auf 2,34 (Vj. 2,40) Milliarden Stück zurückging.

Und auch der Absatz des CEWE FOTOBUCHs gab leicht von 6,62 auf 6,52 Millionen Exemplare nach. Dass dennoch insgesamt ein Erlöswachstum erzielt wurde, führen wir darauf zurück, dass der Umsatz pro Foto entsprechend dem seit Jahren anhaltenden Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu margenstarken Mehrwertprodukten, weiter zugelegt haben dürfte.

GSC-Schätzungen deutlich erhöht

Unter Zugrundelegung der gemeldeten vorläufigen Zahlen erwarten wir jetzt in 2020 eine kräftige Steigerung des Jahresüberschusses nach Steuern auf 53,0 Mio. Euro entsprechend 7,36 Euro je Aktie. Einen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wird CEWE voraussichtlich im Rahmen der Vorlage des Geschäftsberichts am 25. März 2021 geben. Auf Basis der deutlich über unseren letzten Prognosen ausgefallenen Umsatz- und Ergebniskennziffern für 2020 haben wir unsere Schätzungen für das aktuelle und das kommende Geschäftsjahr jedoch bereits jetzt angepasst und dabei merklich angehoben.

Konkret sehen wir in 2021 nun bei einem Umsatzwachstum von 3,3 Prozent auf 751 Mio. Euro das EBIT bei 84,1 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 11,2 Prozent. Dies würde gegenüber der operativen EBIT-Marge des Vorjahres von 11,4 Prozent einen leichten Rückgang bedeuten.

Hier haben wir unter Vorsichtsaspekten die anhaltenden Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der COVID-19-Pandemie sowie im Zuge einer zu erwartenden sukzessiven Rückkehr zur Normalität künftig entfallende Corona-bedingte Einsparungen z. B. bei Reisekosten berücksichtigt. Bei einem prognostizierten Nachsteuerergebnis von 56,1 Mio. Euro bzw. 7,79 Euro je Aktie halten wir eine erneute Dividendenerhöhung auf 2,45 Euro für realistisch.

In 2022 gehen wir dann bei einem weiteren Erlöszuwachs auf 783 Mio. Euro von einer Steigerung beim EBIT auf 88,6 Mio. Euro sowie beim Jahresüberschuss nach Steuern auf 59,2 Mio. Euro entsprechenden 8,22 Euro je Anteilschein aus.

Bewertung und Fazit

Wie gewohnt war die Geschäftsentwicklung der CEWE Stiftung & Co. KGaA auch in 2020 wieder maßgeblich durch das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft geprägt. Gemäß den vermeldeten vorläufigen Zahlen stieg der Umsatzbeitrag des Schlussquartals im abgelaufenen Geschäftsjahr von knapp 41 auf gut 43 Prozent an. Dabei konnte eine starke Entwicklung des Kerngeschäftsfelds Fotofinishing die mit den Maßnahmen zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie verbundenen Belastungen im Einzelhandel und Kommerziellen Online-Druck (KOD) überkompensieren.

Obwohl aufgrund des Corona-bedingt veränderten Reiserverhaltens weniger neue Urlaubsbilder zur Gestaltung von Fotoprodukten vorhanden waren, wirkte sich hier der mit den neuerlichen Lockdowns zum Jahresende verbundene „Stay-at-home“-Effekt abermals positiv aus. Dies führen wir auch darauf zurück, dass gerade in den aktuellen Zeiten von Kontaktbeschränkungen der Stellenwert emotionaler Geschenkideen wie individuell gestalteter, hochwertiger Fotoprodukte gestiegen ist. Hier sehen wir die CEWE als Premium-Anbieter mit hoher Markenbekanntheit und dem etablierten Omni-Channel-Ansatz auch in der Krise hervorragend aufgestellt.

So wurde im Gesamtjahr 2020 trotz der Corona-Belastungen vor allem im Einzelhandel und KOD auf Konzernebene ein leichtes Umsatzwachstum erzielt. Infolge der über den Erwartungen ausgefallenen Erlöse sowie der in allen Geschäftsfeldern initiierten Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen konnte das EBIT dabei um über 40 Prozent gesteigert und die EBIT-Marge auf satte 10,9 Prozent gehievt werden.

Mit dieser fulminanten Entwicklung wurden unsere letzten Schätzungen deutlich getoppt. Darüber hinaus überraschte uns CEWE ebenfalls positiv mit dem geplanten Dividendenvorschlag von 2,30 Euro, der die zwölfte Anhebung der Ausschüttung in Folge und auf dem aktuellen Kursniveau eine Dividendenrendite von ordentlichen 2,1 Prozent bedeuten würde. Hierin spiegelt sich unserer Meinung nach klar die Zuversicht des Managements wider, auch zukünftig sicher durch die Corona-Krise steuern sowie Umsatz und Profitabilität weiterhin nachhaltig steigern zu können.

Vor diesen Hintergründen haben wir unsere Prognosen jetzt deutlich angehoben. Auf dieser Basis und unter Berücksichtigung der starken Marktstellung im Fotofinishing, in dem 2019 etwa 80 Prozent und 2020 vermutlich ein noch größerer Anteil der Konzern Erlöse erwirtschaftet wurde, sowie der sehr soliden Eigenkapitalquote von rund 50 Prozent setzen wir nunmehr auch unser Kursziel für die CEWE-Aktie auf 120 Euro herauf. Auf dem aktuellen Kursniveau stufen wir den Titel daher als gute Halteposition ein, wobei insbesondere längerfristig orientierte Anleger auch durchaus über den Auf- oder Ausbau von Positionen in dem Papier des Oldenburger Fotospezialisten nachdenken können.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020e		2021e		2022e	
Umsatzerlöse	649,3	99,9%	714,9	99,8%	727,3	99,9%	751,0	99,9%	783,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			10,1%		1,7%		3,3%		4,2%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,9	0,1%	1,2	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			29,3%		-18,0%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	650,3	100,0%	716,1	100,0%	728,3	100,0%	752,0	100,0%	784,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			10,1%		1,7%		3,3%		4,2%	
Materialaufwand	177,1	27,2%	185,5	25,9%	171,9	23,6%	177,0	23,5%	184,5	23,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		-7,3%		3,0%		4,2%	
Personalaufwand	175,8	27,0%	194,8	27,2%	196,4	27,0%	203,4	27,0%	213,0	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			10,8%		0,8%		3,5%		4,7%	
Sonstiges Ergebnis	-201,8	-31,0%	-221,2	-30,9%	-225,8	-31,0%	-233,1	-31,0%	-243,3	-31,0%
Veränderung zum Vorjahr			-9,6%		-2,1%		-3,2%		-4,4%	
EBITDA	95,5	14,7%	114,6	16,0%	134,2	18,4%	138,6	18,4%	143,1	18,3%
Veränderung zum Vorjahr			20,0%		17,1%		3,3%		3,2%	
Abschreibungen	39,9	6,1%	56,8	7,9%	54,5	7,5%	54,5	7,2%	54,5	7,0%
Veränderung zum Vorjahr			42,4%		-4,0%		0,0%		0,0%	
EBIT	55,7	8,6%	57,8	8,1%	79,7	10,9%	84,1	11,2%	88,6	11,3%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		37,8%		5,5%		5,3%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-3,6	-0,5%	-1,2	-0,2%	-1,0	-0,1%	-0,9	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-798,0%		66,5%		16,7%		10,0%	
Ergebnis vor Steuern	55,3	8,5%	54,3	7,6%	78,5	10,8%	83,1	11,1%	87,7	11,2%
Steuerquote	30,8%		39,7%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	17,0	2,6%	21,6	3,0%	25,5	3,5%	27,0	3,6%	28,5	3,6%
Jahresüberschuss	38,2	5,9%	32,7	4,6%	53,0	7,3%	56,1	7,5%	59,2	7,5%
Veränderung zum Vorjahr			-14,5%		62,1%		5,9%		5,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	-1,9		-0,9		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	36,3	5,6%	31,8	4,4%	53,0	7,3%	56,1	7,5%	59,2	7,5%
Veränderung zum Vorjahr			-12,3%		66,5%		5,9%		5,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,167		7,208		7,199		7,199		7,199	
Gewinn je Aktie	5,06		4,41		7,36		7,79		8,22	

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%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Lupus alpha Investment GmbH	3,0%
Management	0,8%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	59,6%

Termine

25.03.2021	Geschäftsbericht 2020
12.05.2021	Zahlen erstes Quartal 2021
09.06.2021	Ordentliche Hauptversammlung
10.08.2021	Halbjahreszahlen 2021
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
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 €
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	58,8%
Halten	41,4%	35,3%
Verkaufen	8,6%	5,9%

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.