

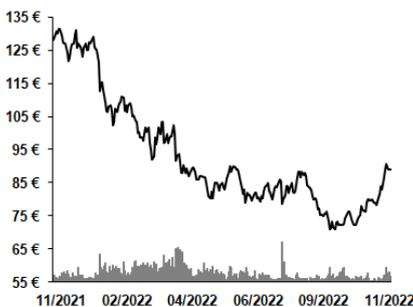
Akt. Kurs (18.11.2022, 09:32, Xetra): 89,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **115,00 (122,00) EUR**

**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
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	132,20 €	69,90 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	89,00 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.442.003	
<b>Streubesitz:</b>	61,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	662,3 Mio. €	



## Anlagekriterien

### Starkes Wachstum im dritten Quartal 2022

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2022 konnte CEWE ein von allen Geschäftsfeldern getragenes kräftiges Umsatzwachstum von 14,3 Prozent auf 151,4 (Vj. 132,4) Mio. Euro erzielen. Dabei führten Ertragssteigerungen im Fotofinishing und KOD dazu, dass das saisonbedingt im Berichtszeitraum noch schwache EBIT mit 1,1 (-2,1) Mio. Euro nicht nur deutlich über dem Vorjahreswert lag, sondern sogar auf ein 5-Jahres-Rekordniveau sprang. Auch das Periodenergebnis verbesserte sich signifikant von minus 2,1 auf plus 0,4 Mio. Euro entsprechend 0,06 (-0,28) Euro je Aktie.

Wie in unseren letzten Researches dargelegt, war das Auftaktquartal 2022 nach dem Fortfall der letztjährigen, aus dem Lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekt resultierenden Sonderkonjunktur im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing vor allem ertragsseitig deutlich unter den Vorjahreszahlen ausgefallen. Nach der erfreulichen Geschäftsentwicklung im zweiten und dritten Quartal im Zuge der fortgesetzten Corona-Normalisierung stand jedoch nun im Neunmonatszeitraum trotzdem ein Umsatzplus von 6,9 Prozent auf 422,3 (395,0) Mio. Euro in den Büchern.

Dabei blieb das EBIT zwar mit minus 1,1 Mio. Euro unter dem – massiv durch die erwähnte „Corona-Sonderkonjunktur“ geprägten – Vorjahreswert von 0,1 Mio. Euro. Es bewegte sich jedoch über dem Niveau der Vor-Corona-Jahre 2018 und 2019, wobei hier allerdings auch Anlaufverluste von Akquisitionen belastet hatten. Bei einem verbesserten Finanzergebnis kam nach den ersten neun Monaten ein Periodenergebnis nach Steuern von minus 1,1 (-0,7) Mio. Euro zum Ausweis. Dies entsprach einem Ergebnis je Aktie von minus 0,16 (0,10) Euro.

### Fotofinishing-Umsatz nach neun Monaten über Vor-Corona-Niveau

Das Fotofinishing, auf das rund 85 des Jahresumsatzes entfallen, profitierte im dritten Quartal weiterhin davon, dass nach Wegfall der meisten Corona-Beschränkungen wieder merklich mehr Veranstaltungen, private Feiern und Reisen stattfanden. Diese Zunahme klassischer Fotoanlässe wirkte sich deutlich positiv auf alle relevanten Kennziffern des Kerngeschäftsfelds aus. So kletterte die Anzahl der produzierten Bilder bei einem leicht auf 23,23 (Vj. 23,16) Cent gesteigerten Umsatz pro Foto um 12,6 Prozent. Der Absatz des Flaggschiffs CEWE FOTOBUCH legte sogar noch etwas stärker um 12,9 Prozent zu.

## Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	727,3	692,8	740,0	769,0
<i>bisher</i>	---	---	714,0	742,0
<b>EBIT</b>	79,7	72,2	76,0	79,7
<i>bisher</i>	---	---	72,5	76,3
<b>Jahresüb.</b>	51,9	48,9	50,7	53,0
<i>bisher</i>	---	---	48,4	50,7
<b>Erg./Aktie</b>	7,20	6,77	7,10	7,39
<i>bisher</i>	---	---	6,69	7,01
<b>Dividende</b>	2,30	2,35	2,45	2,55
<i>bisher</i>	---	---	2,40	2,50
<b>Div.-Rend.</b>	2,6%	2,6%	2,8%	2,9%
<b>KGV</b>	12,4	13,2	12,5	12,0

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](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

Hier spiegelte sich vor allem die zunehmende Normalisierung des Reiseverhaltens wider, wobei der Anteil der Fernreisen allerdings noch unter dem Niveau der Vor-Corona-Zeit lag. In Summe resultierte daraus im dritten Quartal eine kräftiger Erlöszuwachs um 13,0 Prozent auf 120,2 (106,3) Mio. Euro. Dabei drehte das EBIT von minus 2,1 Mio. Euro im Vorjahr auf plus 1,1 Mio. Euro deutlich in den positiven Bereich.

Trotz des schwachen Auftaktquartals verblieben auch nach neun Monaten noch Zuwächse bei der Anzahl der produzierten Bilder von 3,3 Prozent auf 1,39 (1,35) Millionen Stück sowie beim CEWE-FOTOBUCH-Absatz von 2,4 Prozent auf 3,40 (3,32) Millionen Exemplare. Dabei lag der Umsatz pro Foto mit 23,95 (24,07) Cent leicht unter dem Vorjahresniveau. Neben der Absatzausweitung wirkten sich auch Weitergaben der Materialpreis- und allgemeinen Kostensteigerungen positiv aus. So legten die Erlöse gegenüber dem Vorjahr um 2,8 Prozent auf 334,0 (324,9) Mio. Euro zu.

Im Vergleich zum Neunmonatszeitraum des Vor-Corona-Jahres 2019 stand – einschließlich der erst seit Juni 2019 konsolidierten WhiteWall-Akquisition – sogar ein Umsatzwachstum von 5,1 Prozent in den Büchern, obwohl sich die Anzahl der produzierten Bilder noch knapp 8 Prozent und der Absatz des CEWE FOTOBUCHs gut 14 Prozent unter den seinerzeitigen Werten bewegten. Insbesondere bei dem klassischen Multi-Foto-Produkt CEWE FOTOBUCH schlagen sich hier momentan die noch relativ geringen Fernreiseaktivitäten nieder. Trotzdem konnte der Umsatz pro Foto jedoch seit 2019 erfreulich um gut 14 Prozent gesteigert werden.

Das EBIT bewegte sich nach drei Quartalen mit minus 0,7 Mio. Euro – einschließlich Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,2 (0,9) Mio. Euro und PPA-Abschreibungen von 2,8 (3,1) Mio. Euro – allerdings sowohl unter dem Vorjahreswert von 2,1 Mio. Euro als auch dem 2019er-Niveau von 2,6 Mio. Euro. Hintergrund sind vor allem die gestiegenen Kostenstrukturen. Hier werden jedoch infolge von Preisanpassungen im dritten und laufenden vierten Quartal Verbesserungen der Deckungsbeiträge im anstehenden wichtigen Weihnachtsgeschäft erwartet.

### **Umsatz- und Ergebnissteigerungen in allen übrigen Geschäftsfeldern**

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Foto-Produkten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Geschäftsfeld Fotofinishing abgebildet werden. Dabei fokussiert sich CEWE auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft und verzichtet in diesem Rahmen bewusst auf marginsschwache 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.

Wie bereits in den beiden vorangegangenen Quartalen wirkte sich die normalisierte Corona-Situation im Geschäftsfeld CEWE RETAIL auch im Berichtsquartal positiv aus. In Summe resultierte daraus nach neun Monaten ein Umsatzplus von 3,6 Prozent auf 22,2 (Vj. 21,4) Mio. Euro. Dabei verbesserte sich auch das EBIT auf minus 0,5 (-0,8) Mio. Euro, wobei im Vorjahreswert zudem noch Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld in Höhe von 0,7 Mio. Euro enthalten waren. Im Vergleich mit dem Neunmonatszeitraum 2019 sanken die Erlöse zwar strategiegemäß und aufgrund der Filialschließungen massiv um 41 Prozent. Das EBIT verbesserte sich infolge der umgesetzten Optimierungsmaßnahmen aber dennoch von seinerzeit minus 0,8 Mio. Euro um 0,3 Mio. Euro.

Der auf B2B-Kundschaft ausgerichtete Kommerzielle Online-Druck profitierte mit einer kräftigen Erlössteigerung um 28,4 Prozent im dritten Quartal ebenfalls weiterhin deutlich von der Geschäftsbelegung im Zuge der fortgesetzten Corona-Normalisierung. Nach neun Monaten stand gar ein Umsatzzuwachs von 39,1 Prozent auf 60,0 (43,1) Mio. Euro in den Büchern. Auch das EBIT verbesserte sich als Resultat der umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen von minus 1,1 Mio. Euro auf einen ausgeglichenen Wert. Dabei waren im Vorjahr auch noch Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,7 Mio. Euro angefallen.

In den ersten neun Monaten des Vor-Corona-Jahres 2019 hatte der KOD zwar rund 25 Prozent höhere Umsätze generieren können, das EBIT lag jedoch mit minus 2,3 Mio. Euro noch tief in den roten Zahlen. Hier zeigt sich deutlich die erfolgreiche Absenkung der Break-Even-Schwelle durch die optimierte Produktions- und Kostenstruktur.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen abgebildet. Hier wuchs der ausschließlich auf die Beteiligung futalis entfallende Umsatz im dritten Quartal um 12,0 Prozent. Im Neunmonatszeitraum legten die Erlöse um 9,9 Prozent auf 6,2 (5,6) Mio. Euro zu. Das EBIT verbesserte sich in erster Linie aufgrund eines höheren Ergebnisbeitrags aus dem Immobilienbesitz von minus 0,2 Mio. Euro auf einen ausgeglichenen Wert.

### **Bestens für das Weihnachtsgeschäft gerüstet**

Angesichts der positiven Entwicklung aller Geschäftsfelder im zweiten und dritten Quartal sowie der anhaltenden Entspannung an der Corona-Front blickt der Vorstand optimistisch auf das Schlussquartal mit dem nun anstehenden (Vor-)Weihnachtsgeschäft, auf das in den letzten beiden Jahren rund 43 Prozent der Konzern Erlöse und praktisch das gesamte Ergebnis entfielen.

Hierbei sollte das mit Abstand größte und wichtigste Geschäftsfeld Fotofinishing deutlich davon profitieren können, dass den Konsumenten im Zuge der Corona-Normalisierung nun wieder größere Bildervorräte zur Erstellung von Fotoprodukten als individuelle Weihnachtsgeschenke zur Verfügung stehen. Zudem hat CEWE die Produktpalette auch in diesem Jahr wieder um eine ganze Reihe innovativer Varianten erweitert.

Dabei spielt auch das Thema Nachhaltigkeit eine immer größere Rolle. Exemplarisch seien hier Hardcover für das CEWE FOTOBUCH sowie Tischkalender aus vollständig recyceltem Papier, umweltfreundlich hergestellte Fotopuzzles sowie Adventskalender mit fair produzierter Schokolade des niederländischen Herstellers Tony's Chocolonely genannt. Zudem hat die Gesellschaft zuletzt auch die Bedeutung nachhaltiger Lieferketten durch Auszeichnung der Deutschen Post DHL als Versanddienstleister und der Schiettinger-Gruppe als Lieferant von Verpackungsmaterialien mit dem „CEWE Supplier Sustainability Award“ verstärkt ins Bewusstsein gerückt.

Angesichts des derzeit durch Inflationsdruck und Konsumzurückhaltung geprägten Umfelds ist zu beachten, dass CEWE nicht mit dem Gros der Premium-Anbieter vergleichbar ist. Denn persönliche Geschenke und Erinnerungen in Form von Fotobüchern, Wandbildern, Kalendern, Grußkarten und weiteren qualitativ hochwertigen Fotoprodukten besitzen einen hohen emotionalen Stellenwert. Darauf zielt auch die diesjährige vorweihnachtliche Marketingkampagne wieder ab. Zudem bewegt sich das Preisniveau von Fotoprodukten in Relation zu anderen Premium-Artikeln noch auf einem vergleichsweise niedrigen Level.

Daher ist davon auszugehen, dass sich das Fotofinishing – wie bereits in früheren Krisenzeiten – auch unter den aktuellen Rahmenbedingungen als weitgehend resilient erweist. Dabei könnte der in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu beobachtende Trend zum „Cocooning“, also der Verlagerung der Aktivitäten in die eigenen vier Wände, ähnlich dem „Stay-at-home“-Effekt während der Corona-Lockdowns den Absatz von Fotoprodukten sogar auch noch begünstigen.

Auf die beschaffungsseitigen Herausforderungen hat CEWE bereits frühzeitig durch einen entsprechenden Vorratsaufbau reagiert und damit die Lieferfähigkeit auch in der anstehenden Saisonspitze gesichert. Hinsichtlich der teils massiv gestiegenen Materialpreise, Logistik-, Versand- und Energiekosten wurden – wie bereits erwähnt – im dritten und vierten Quartal Umwälzungen auf die Verkaufspreise vorgenommen, die damit im Weihnachtsgeschäft voll wirken. Angesichts der starken Marken- und Marktpositionierung als Premium-Anbieter im Fotofinishing und der hohen emotionalen Bedeutung individueller Fotopräsentate erwartet die Gesellschaft aus diesen Preisanpassungen keine nennenswerten negativen Absatzeffekte.

### **GSC-Schätzungen deutlich angehoben**

Im Rahmen der Neunmonatszahlen hat der Vorstand seine Guidance für das Gesamtjahr 2022 abermals bestätigt. Demgemäß wird bei einem Konzernumsatz von 680 bis 740 Mio. Euro ein EBIT zwischen 65 und 80 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Dabei soll ein Ergebnis vor Steuern von 62 bis 77 Mio. Euro sowie nach Steuern von 42 bis 52 Mio. Euro entsprechend 5,89 bis 7,32 Euro je Aktie erzielt werden.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich CEWE mit Umsätzen von 720,0 Mio. Euro, einem EBIT 71,0 Mio. Euro, einem EBT von 72,1 Mio. Euro und einem Nachsteuergewinn von 48,5 Mio. Euro per Ende September in der Mitte der jeweiligen Prognosekorridore. In Anbetracht der wieder aufgefüllten Bildervorräte der Kunden erwarten wir nun für das Hauptgeschäftsfeld Fotofinishing ein starkes Schlussquartal. Vor diesen Hintergründen und angesichts der zunehmenden Umsatz- und Ertragssteigerungen im zweiten und dritten Quartal haben wir unsere Schätzungen merklich heraufgesetzt und prognostizieren jetzt ein Erreichen der oberen Bereiche der jeweiligen Guidance-Bandbreiten.

Unter Ansatz des in den letzten beiden Jahren im Schlussquartal erwirtschafteten Anteils von 43 Prozent des Jahresumsatzes sehen wir die Konzernenerlöse in 2022 nun mit 740 Mio. Euro am oberen Rand der Unternehmensprognose. Dabei schätzen wir das EBIT auf 76,0 Mio. Euro, was eine Marge von 10,2 Prozent bedeuten würde. Auf dieser Basis verorten wir den Jahresüberschuss nach Steuern bei 50,7 Mio. Euro bzw. 7,10 Euro je Aktie, wobei wir eine erneute Dividendenanhebung auf 2,45 Euro als realistisch erachten.

Im kommenden Geschäftsjahr 2023 erwarten wir jetzt bei einem Umsatzwachstum auf 769 Mio. Euro ein EBIT von 79,7 Mio. Euro. Dies entspräche einer leicht auf 10,3 Prozent verbesserten Marge. Dabei sollte auch der Nachsteuergewinn auf 53,0 Mio. Euro bzw. 7,39 Euro je Anteilsschein zulegen können. Daher können wir uns eine weitere Dividendenerhöhung auf 2,55 Euro vorstellen.

Im Geschäftsjahr 2024 gehen wir dann bei einer Ausweitung des Erlösvolumens auf 800 Mio. Euro von einer weiteren Steigerung der Profitabilität aus. Daher sehen wir das EBIT auf 84,4 Mio. Euro sowie das Ergebnis nach Steuern auf 56,2 Mio. Euro entsprechend 7,84 Euro je Aktie vorankommen.

### 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 2023er-KGV dieser Peer-Group von 12,3 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2023 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,39 Euro einen Wert von 90,74 Euro als erstes Zwischenergebnis. Da wir den zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum nun von 2022 auf 2023 verschoben haben, ist dieser Wert nicht mit dem vorherigen Ansatz vergleichbar. Allerdings ist das Bewertungsniveau der Vergleichsaktien seit unserem letzten Research merklich gesunken.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~73 Mio. Euro, Beta angesichts der offensichtlichen Resilienz gegen Inflationsdruck und Konsumzurückhaltung von 1,05 auf 1,00 reduziert) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 138,95 (bisher 141,06) Euro. Dass dieser Wert trotz unserer deutlich erhöhten EPS-Schätzungen und der Absenkung des Betafaktors etwas unter dem vorherigen Ansatz liegt, resultiert aus dem weiteren massiven Anstieg der Umlaufrendite seit unserem letzten Research-Update um 110 Basispunkte.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 114,85 Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel auf 115 Euro zurücknehmen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 76,0 Mio. Euro für 2022 ein Faktor von 11,3, der damit in der Mitte der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,5 bis 12,2 läge.

### Fazit

Im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2022 setzte sich die positive Entwicklung aller Geschäftsfelder bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA fort. Dabei fiel das Zahlenwerk mit gegenüber dem zweiten Quartal noch gesteigerten Umsatz- und Ertragszuwächsen auch deutlich über unseren Erwartungen aus. Damit bewegt sich die Gesellschaft nun auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bei allen GuV-Kennziffern in der Mitte der erneut bestätigten Unternehmensprognose.

Im Zuge der fortgesetzten Entspannung der Corona-Situation haben sich die Freizeit- und vor allem auch Reiseaktivitäten der Menschen wieder zunehmend normalisiert. Zwar liegt dabei der Anteil der Fernreisen derzeit noch unter dem Vor-Corona-Niveau. Gleichwohl hat die wieder gestiegene Anzahl klassischer Fotoanlässe dazu geführt, dass die in den Pandemie Jahren weitgehend „verarbeiteten“ Bildervorräte der Konsumenten wieder aufgefüllt wurden, so dass jetzt wieder „frisches Fotomaterial“ zur Erstellung individueller Fotoprodukte zur Verfügung steht.

Davon dürften im anstehenden, wichtigen Weihnachtsgeschäft insbesondere der Bestseller CEWE FOTOBUCH, aber auch die anderen Marken- und Mehrwertprodukte wie Wandbilder, Kalender, Grußkarten, Handyhüllen und zahlreichen weiteren Fotoprodukte profitieren. Angesichts des aktuell durch Inflationsdruck und Eintrübung des Konsumklimas geprägten Umfelds ist dabei zu berücksichtigen, dass solche hochwertigen persönlichen Fotopräsenten einen hohen emotionalen Stellenwert besitzen und in Relation zu anderen Premium-Produkten auch noch vergleichsweise günstig sind.

Dabei kann CEWE die teils massiven Preissteigerungen bei Vormaterialien, Logistik, Versand und Energie aufgrund der starken Marken- und Marktpositionierung als Premium-Anbieter auch gut weitergeben. Deshalb sollte sich das Fotofinishing wie bereits in früheren Krisenzeiten auch unter den aktuellen Rahmenbedingungen weiterhin als weitgehend resilient erweisen. Zudem hat die Gesellschaft durch vorausschauende Dispositionen ihre Lieferfähigkeit auch in der nun anstehenden Saisonspitze gesichert.

Daher und angesichts der bereits im bisherigen Jahresverlauf zunehmend positiven Entwicklung erwarten wir jetzt im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, ein starkes Schlussquartal. Aber auch die übrigen Geschäftsfelder sollten sich vor dem Hintergrund der anhaltenden Corona-Normalisierung weiterhin positiv entwickeln.

Insgesamt sind wir daher wie der Vorstand optimistisch gestimmt für das laufende vierte Quartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE zuletzt 43 Prozent des Jahresumsatzes und quasi das gesamte Ergebnis erwirtschaftet hat. Deshalb haben wir unsere Schätzungen deutlich heraufgesetzt. Zudem steht die Gesellschaft mit einer Konzerneigenkapitalquote von knapp 59 Prozent zum Ende des Neunmonatszeitraums auch bilanziell unverändert grundsolide da.

Trotz der Anhebung unserer Ergebnisprognosen müssen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie zwar ausschließlich aus bewertungstechnischen Gründen auf 115 Euro zurücknehmen. Auch auf dieser Basis bietet das Papier dem Anleger jedoch derzeit ein Kurspotenzial von fast 30 Prozent. Zudem beläuft sich die aktuelle Dividendenrendite bei Ansatz unserer Schätzungen auf ordentliche 2,8 Prozent, wobei wir für die Zukunft von weiter steigenden Ausschüttungen ausgehen. Daher bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass das momentane Kursniveau eine günstige Gelegenheit darstellt, den Anteilsschein des Oldenburger Fotospezialisten zu „Kaufen“.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022e		2023e		2024e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>727,3</b>	<b>99,9%</b>	<b>692,8</b>	<b>99,8%</b>	<b>740,0</b>	<b>99,6%</b>	<b>769,0</b>	<b>99,6%</b>	<b>800,0</b>	<b>99,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		6,8%		3,9%		4,0%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	0,9	0,1%	1,6	0,2%	2,8	0,4%	3,4	0,4%	3,5	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			67,3%		79,7%		21,4%		2,9%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>728,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>694,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>742,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>772,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>803,5</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,0%		4,0%		4,0%	
Materialaufwand	171,1	23,5%	160,7	23,1%	177,5	23,9%	183,8	23,8%	190,4	23,7%
Veränderung zum Vorjahr			-6,1%		10,5%		3,5%		3,6%	
Personalaufwand	196,1	26,9%	194,9	28,1%	203,5	27,4%	212,9	27,6%	222,4	27,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		4,4%		4,6%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-225,9	-31,0%	-214,1	-30,8%	-231,8	-31,2%	-241,0	-31,2%	-250,3	-31,2%
Veränderung zum Vorjahr			5,3%		-8,3%		-4,0%		-3,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>135,1</b>	<b>18,5%</b>	<b>124,6</b>	<b>17,9%</b>	<b>130,0</b>	<b>17,5%</b>	<b>134,7</b>	<b>17,4%</b>	<b>140,4</b>	<b>17,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-7,7%		4,3%		3,6%		4,2%	
Abschreibungen	55,4	7,6%	52,4	7,6%	54,0	7,3%	55,0	7,1%	56,0	7,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,3%		3,0%		1,9%		1,8%	
<b>EBIT</b>	<b>79,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>72,2</b>	<b>10,4%</b>	<b>76,0</b>	<b>10,2%</b>	<b>79,7</b>	<b>10,3%</b>	<b>84,4</b>	<b>10,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-9,4%		5,3%		4,9%		5,9%	
Finanzergebnis	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-0,9	-0,1%	-1,2	-0,2%	-1,1	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			116,2%		-266,7%		-33,3%		8,3%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>76,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>72,7</b>	<b>10,5%</b>	<b>75,1</b>	<b>10,1%</b>	<b>78,5</b>	<b>10,2%</b>	<b>83,3</b>	<b>10,4%</b>
Steuerquote	32,0%		32,8%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	24,4	3,4%	23,8	3,4%	24,4	3,3%	25,5	3,3%	27,1	3,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>48,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>50,7</b>	<b>6,8%</b>	<b>53,0</b>	<b>6,9%</b>	<b>56,2</b>	<b>7,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		3,7%		4,5%		6,1%	
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	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>48,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>50,7</b>	<b>6,8%</b>	<b>53,0</b>	<b>6,9%</b>	<b>56,2</b>	<b>7,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		3,7%		4,5%		6,1%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,212		7,227		7,137		7,172		7,172	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>7,20</b>		<b>6,77</b>		<b>7,10</b>		<b>7,39</b>		<b>7,84</b>	

**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%
Eigene Aktien	3,6%
Streubesitz	61,2%

## Termine

30.03.2023                      Geschäftsbericht 2022

## Kontaktadresse

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

Email: [info@cewe.de](mailto:info@cewe.de)  
Internet: [company.cewe.de](http://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](mailto: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
15.08.2022	87,10 €	Kaufen	122,00 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,3%	84,2%
Halten	28,6%	15,8%
Verkaufen	6,1%	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](http://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.