

Akt. Kurs (01.04.2020, 17:35, Xetra): 78,30 EUR – Einschätzung: **Ausgesetzt (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: --- (**110,00**) EUR

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel (CEWE RETAIL) vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet. Weltweit ist CEWE mit über 4.000 Mitarbeitern in 21 Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	111,80 €	74,10 €
Aktueller Kurs:	78,30 €	
Aktienzahl ges.:	7.414.939	
Streubesitz:	64,6%	
Marktkapitalis.:	580,6 Mio. €	

Anlagekriterien

Elfte Dividendenerhöhung in Folge vorgeschlagen

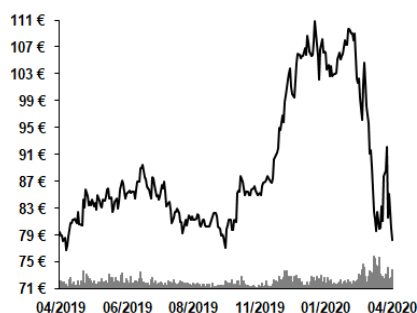
Die jüngst veröffentlichten endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 entsprachen den Anfang Februar publizierten vorläufigen Werten. Dabei wurden die Vorjahreszahlen dahingehen angepasst, dass die zum Verkauf gestellte Beteiligung futalis gemäß IFRS 5 nicht mehr unmittelbar in die GuV einfließt, sondern unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich ausgewiesen wird.

Auf dieser Basis kletterte der Konzernumsatz deutlich um 10,1 Prozent auf über den eigenen Erwartungen liegende 714,9 (Vj. 649,3) Mio. Euro. Dabei wurde das Wachstum jeweils in etwa zur Hälfte organisch im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing sowie durch die Erstkonsolidierung von Cheerz (seit Februar 2018) und WhiteWall (seit Juni 2019) erwirtschaftet.

Beim EBIT kam ein Anstieg von 55,7 auf 57,8 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 8,1 (8,6) Prozent zum Ausweis. Bereinigt um den Einmalaufwand von 5 Mio. Euro für die Restrukturierungsmaßnahmen im KOD (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 27.02.2020) wäre das EBIT mit 62,8 Mio. Euro bei einer Marge von 8,8 Prozent ebenfalls oberhalb der Guidance ausgefallen. Bereinigt um sämtliche Sondereffekte belief sich das operative EBIT sogar auf 67,0 (59,9) Mio. Euro und die Marge auf 9,4 (9,2) Prozent.

Angesichts der positiven Entwicklung von Cheerz wurde eine Neubewertung der Call-Option, die hinsichtlich der noch von den Altgesellschaftern gehaltenen 16,1 Prozent der Anteile besteht, erforderlich. Dies belastete das Finanzergebnis, das sich in der Folge merklich auf minus 3,6 (-0,4) Mio. Euro verschlechterte. Zudem konnten die Restrukturierungskosten der auch operativ noch keine schwarzen Zahlen schreibenden LASERLINE steuerlich nicht mit den Gewinnen anderer Bereiche verrechnet werden. Dies führte zu einem kräftigen Anstieg der rechnerischen Steuerquote von 30,8 auf 39,7 Prozent.

So kam trotz eines deutlich auf minus 0,9 (-1,9) Mio. Euro verbesserten Ergebnisses des aufgegebenen Geschäftsbereichs schließlich beim Nachsteuerergebnis ein Rückgang von 36,3 auf 31,8 Mio. Euro entsprechend 4,41 (5,06) Euro je Aktie zum Ausweis. Diese Werte lagen zwar unter der ursprünglichen Guidance, bereinigt um die Restrukturierungskosten im KOD wurde diese aber operativ mit einem Jahresüberschuss von 36,8 Mio. Euro und einem EPS von 5,11 Euro ebenfalls erreicht. Auf dieser Basis schlägt das Management der für den 10. Juni anberaumten Hauptversammlung die mittlerweile elfte Dividendenerhöhung in Folge auf nunmehr 2,00 (1,95) Euro vor.



Kennzahlen

2020e und 2021e veraltet, Aktualisierung ausgesetzt

	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	649,3	714,9	753,0	779,0
<i>bisher</i>	653,3	---	---	---
EBIT	55,7	57,8	67,2	72,0
<i>bisher</i>	53,7	---	---	---
Jahresüb.	36,3	31,8	44,1	47,8
<i>bisher</i>	---	35,7	---	---
Erg./Aktie	5,06	4,41	6,13	6,65
<i>bisher</i>	---	4,96	---	---
Dividende	1,95	2,00	2,15	2,25
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	15,5	17,7	12,8	11,8
Div.rendite	2,5%	2,6%	2,7%	2,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Wachstum und Ergebnis auch 2019 vom Fotofinishing getragen

Im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing hielten auch weiterhin die bereits seit etlichen Jahren zu beobachtenden Trends der saisonalen Umsatzverschiebung in das vierte Quartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft sowie von „Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu hochwertigen Fotoprodukten, an. Dabei wuchs vor allem der Absatz des mittlerweile in über 60 Varianten und 6.000 Designs erhältlichen CEWE FOTOBÜCHS um starke 7,2 Prozent auf 6,62 (Vj. 6,18) Millionen Exemplare, womit der Zielkorridor von 6,24 bis 6,31 Millionen Stück deutlich übertroffen wurde.

Aber auch die Absatzzahlen der CEWE KALENDER, weiterer Mehrwertprodukte wie CEWE CARDS, CEWE WANDBILDER und anderer Fotogeschenke sowie der an den Fotostationen ausgedruckten CEWE SOFORTFOTOS kletterten weiter. Infolge des anhaltenden Produktmixwandels von einfachen Fotoabzügen zu margenstarken Mehrwertprodukten erhöhte sich auch der Umsatz pro Foto abermals um 5,5 Prozent von 22,42 auf 23,65 Cent. Zusätzlich stieg auch das Volumen der abgesetzten Fotos um 7,9 Prozent auf 2,40 (2,23) Milliarden Stück. Damit lag es ebenfalls ein gutes Stück über der Zielbandbreite von 2,22 bis 2,26 Milliarden Bildern.

Einschließlich der Effekte aus der WhiteWall-Übernahme resultierte daraus in Summe ein kräftiger Anstieg des Fotofinishing-Umsatzes um 13,8 Prozent auf 568,0 (499,0) Mio. Euro. Dabei legte das Segment-EBIT überproportional um 15,7 Prozent auf 66,9 (57,8) Mio. Euro entsprechend einer von 11,6 auf 11,8 Prozent gesteigerten Marge zu. Bereinigt um Sondereffekte verbesserte sich das operative EBIT sogar um gut 17 Prozent auf 70,5 (60,2) Mio. Euro. Dies entsprach trotz des noch geplant negativen Beitrags von Cheerz sowie der Transaktionskosten der WhiteWall-Übernahme einer Steigerung der operativen Marge von 12,1 auf 12,4 Prozent.

Der mit 147 Geschäften in Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen, Schweden sowie in Oldenburg und über Online-Shops betriebene CEWE RETAIL dient seit der 2016 gestarteten Neupositionierung 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. Bedingt durch den bewussten Verzicht auf margenschwaches Hardwaregeschäft setzte sich hier mit einem Umsatzrückgang von 10,3 Prozent auf 43,7 (48,7) Mio. Euro der seit geraumer Zeit bestehende Trend sinkender Erlöse planmäßig fort. Dabei konnte das Geschäft mit Fotofinishing-Produkten jedoch weiter gesteigert werden. Infolge der Margenfokussierung hielt sich das Segment-EBIT trotz des geringeren Umsatzes mit 0,04 (0,06) Mio. Euro stabil.

Im KOD ist der Konzern mit vier Online-Druck-Marken in zehn europäischen Ländern präsent. Dabei entwickelten sich SAXOPRINT, CEWE-PRINT.de und viaprinto positiv. Aufgrund der Markt- und Preispositionierung von LASERLINE führte der anhaltende Preisdruck in Deutschland hier jedoch zu rückläufigen Erlösen. Insgesamt konnte das Geschäftsfeld dennoch einen leichten Umsatzzuwachs von 1,6 Prozent auf 103,2 (101,6) Mio. Euro verbuchen. Nach den oben erwähnten Sonderaufwendungen von 5 Mio. Euro brach das Segment-EBIT auf minus 7,7 (-1,6) Mio. Euro ein.

Auch um den Einmaleffekt sowie um PPA-Abschreibungen bei SAXOPRINT und LASERLINE von 0,5 (1,0) Mio. Euro und letztjährige LASERLINE-Integrationskosten von 0,9 Mio. Euro bereinigt verblieb noch ein Rückgang auf minus 2,2 (+0,3) Mio. Euro. Dies resultierte aus der umsatzbedingten Ertragschwäche von LASERLINE, während die übrigen Aktivitäten des Bereichs in Summe positive Ergebnisbeiträge lieferten.

Corona-Krise dürfte Entwicklung in 2020 prägen

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 hatte CEWE ursprünglich einen Umsatzkorridor von 725 bis 755 Mio. Euro, eine EBIT-Bandbreite von 58 bis 64 Mio. Euro, einen Gewinn vor Steuern von 56,5 bis 62,5 Mio. Euro sowie ein Nachsteuerergebnis zwischen 38 und 43 Mio. Euro entsprechend 5,34 bis 5,90 Euro je Aktie angepeilt. Angesichts der potenziellen Auswirkungen der Corona-Krise hält der Vorstand diese Ziele jetzt nicht mehr für erreichbar.

In den Geschäftsfeldern Fotofinishing und Einzelhandel sind negative Effekte aus der Schließung von Verkaufsstellen – aktuell sind hiervon etwa zwei Drittel der Geschäfte betroffen – zu erwarten. Infolge dieser Schließungen sowie einer wahrscheinlich geringeren Anzahl von Fotoaufnahmen infolge staatlich verfügter Einschränkungen könnten sich auch die künftigen Bestellungen von Fotofinishing-Produkten rückläufig entwickeln. Vor allem aber das Geschäftsfeld KOD dürfte durch einen zu erwartenden deutlichen Nachfragerückgang bei Geschäftskunden spürbar getroffen werden. Zudem sind – wie bei nahezu allen Unternehmen – generell Störungen der Lieferketten nicht auszuschließen.

Allerdings könnten sich im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing aus den aktuellen Beschränkungen auch positive Effekte ergeben. Denn CEWE-Fotoprodukte werden vor allem gestaltet und bestellt, wenn die Konsumenten viel Zeit in den eigenen vier Wänden verbringen. Als etablierter Omni-Channel-Anbieter ist CEWE hierfür bestens aufgestellt, da die Kunden ihre Orders online oder mittels einer Bestellsoftware via PC, Notebook, Tablet oder Handy von zuhause aus aufgeben und auf dem Postweg dorthin geliefert bekommen können. So wurden in 2019 bereits 72 Prozent der Fotos über das Internet bestellt und knapp 57 Prozent der fertigen Produkte per Post ausgeliefert.

Zudem können Kundenaufträge bei Bedarf zwischen 13 Produktionsstätten umgeleitet werden, so dass auch ein potenzieller teilweiser Ausfall dieser Betriebe aufgefangen werden kann. Gleichwohl hat CEWE angesichts der sich weiter ausbreitenden COVID-19-Pandemie neben umfangreichen Maßnahmen zum Schutz der Mitarbeiter und zur Eingrenzung des Ausfallrisikos im Produktionsbereich ab dem 01. April vorsorglich für alle drei Geschäftsfelder Kurzarbeit angemeldet.

Aktualisierung der GSC-Schätzungen derzeit ausgesetzt

Da der CEWE-Vorstand in der aktuellen Situation keinen die potenziellen Auswirkungen der Corona-Krise adäquat berücksichtigenden Ausblick geben kann, sehen auch wir uns derzeit nicht in der Lage, unsere Prognosen auf einer seriösen Basis zu überarbeiten. Daher haben wir unsere letzten Schätzungen vom 27. Februar 2020 lediglich hinsichtlich der gemeldeten Geschäftszahlen für 2019 nebst Adjustierungen für 2018 sowie der aktuellen Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien angepasst.

Bewertung und Fazit

Das Geschäftsjahr 2019 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA beim Umsatz über und beim EBIT am oberen Rand der jeweiligen Zielbandbreite abschließen. Nach Steuern kam zwar ein Ergebnis unterhalb der Guidance zum Ausweis. Hierbei ist aber der Einmalaufwand von 5 Mio. Euro für die Optimierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen bei LASERLINE zu berücksichtigen, der steuerlich nicht mit Gewinnen anderer Bereiche verrechnet werden konnte. Um diese Effekte bereinigt hätte auch das EBIT über sowie das Nachsteuerergebnis in der Mitte des jeweiligen Zielkorridors gelegen.

Die maßgebliche Stütze dürfte für CEWE auch weiterhin das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing markieren. Hier konnte die um Sondereffekte bereinigte operative EBIT-Marge trotz des planmäßig noch negativen Beitrags von Cheerz sowie der Transaktionskosten für die WhiteWall-Übernahme im letzten Jahr weiter um 0,3 Prozentpunkte auf 12,4 Prozent erhöht werden. Angesichts der positiven Entwicklung von Cheerz und WhiteWall können wir uns hier auch zukünftig noch weitere Profitabilitätssteigerungen vorstellen.

Das Geschäftsfeld Einzelhandel ist primär als Marketing- und Absatzkanal für Fotofinishing-Produkte zu sehen. Infolge des Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft weist der Bereich strategie- und plangemäß seit Jahren sinkende Umsätze auf, erzielte dabei aber auch in 2019 wieder ein leicht positives EBIT.

Ohne LASERLINE hätte der Kommerzielle Online-Druck operativ ebenfalls ein leicht positives EBIT erwirtschaftet. Hier soll durch die in diesem Jahr geplante Produktionskonzentration am SAXOPRINT-Standort in Dresden eine Verringerung der Fixkostenbasis und damit eine Verbesserung des Ergebnisbeitrags erreicht werden. Angesichts des herausfordernden Marktumfeldes ist allerdings sicherlich noch ein wenig Geduld bis zum Erreichen des Break-even erforderlich. Aber angesichts des wachstums-, ertrags- und cashflow-starken Fotofinishing-Geschäfts kann CEWE hier mit Ruhe und Bedacht agieren.

Auf die aktuell weiter um sich greifende COVID-19-Pandemie hat CEWE zeitnah mit umfangreichen Maßnahmen zum Schutz der Mitarbeiter sowie zur Aufrechterhaltung und Sicherung des Geschäftsbetriebs reagiert. Neben potenziellen negativen Auswirkungen in allen Bereichen könnten sich aus der Corona-Krise jedoch im Fotofinishing, das schon während der Finanzkrise 2008/09 kaum gelitten hatte, durchaus auch positive Effekte ergeben. Hier ist denkbar, dass im Rahmen der „Stay at home“-Aufrufe vermehrt Fotoprodukte von zuhause bestellt werden, wofür die Oldenburger Fotospezialisten als Omni-Channel-Anbieter bestens aufgestellt sind.

Angesichts der derzeit nicht einschätzbaren weiteren Entwicklung der Pandemie und ihrer Folgen ist CEWE aktuell die Abgabe einer seriösen Guidance für 2020 nicht möglich. Daher sehen auch wir uns momentan nicht in der Lage, unsere Prognosen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr auf einer belastbaren Basis zu überarbeiten. Gleichwohl erachten wir CEWE angesichts der Innovationsführerschaft und Stärke im Fotofinishing sowie der soliden Eigenkapitalquote von 47,6 Prozent zum Bilanzstichtag als gut gerüstet, um eventuelle negative Effekte aus der Corona-Krise gut überstehen zu können.

Zudem unterstreicht unserer Meinung nach auch die trotz aller aktuellen Unsicherheiten vorgeschlagene elfte Dividendenerhöhung in Folge die Zuversicht des Managements. Dabei steht dem Unternehmen mit Dr. Olaf Holzkämper, der vom FINANCE Magazin zum CFO des Jahres 2019 gekürt wurde, ein erfahrener Finanzvorstand zur Seite, der die Gesellschaft bereits bei der Abwehr von Hedgefonds und der digitalen Transformation, von der CEWE heute maßgeblich profitiert, erfolgreich begleitet hat.

Vor dem Hintergrund der geschilderten Unwägbarkeiten infolge der Corona-Krise setzen wir das Kursziel und die Einstufung für die CEWE-Aktie momentan aus. Hiermit ist jedoch keine negative Einschätzung der Gesellschaft oder ihrer mittel- und langfristigen Zukunftsaussichten verbunden. Wie vorstehend erörtert, sind wir vielmehr positiv gestimmt, dass das mittlerweile auf eine knapp 60-jährige Historie zurückblickende Unternehmen die Krise gut meistern kann. Dabei sollte die auf Basis des Dividendenvorschlags aktuell bei 2,6 Prozent liegende Ausschüttungsrendite auch eine gewisse Absicherung des Börsenkurses nach unten bewirken.

Gewinn- und Verlustrechnung

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

Aktionärsstruktur

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

Termine

12.05.2020	Zahlen erstes Quartal 2020
10.06.2020	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
06.08.2020	Halbjahreszahlen 2020
12.11.2020	Zahlen drittes Quartal 2020

Kontaktadresse

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

Email: info@cewe.de

Internet: company.cewe.de (Unternehmen) und www.cewe.de (Produkte)

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288

Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421

Email: ir@cewe.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufem“ 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
27.02.2020	102,40 €	Halten	110,00 €
02.12.2019	96,80 €	Halten	98,00 €
18.11.2019	87,50 €	Halten	98,00 €
27.08.2019	80,70 €	Halten	92,00 €
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €
13.02.2019	78,60 €	Kaufen	90,00 €
04.12.2018	68,30 €	Kaufen	90,00 €
20.11.2018	67,10 €	Kaufen	90,00 €
01.10.2018	71,60 €	Kaufen	94,00 €
23.08.2018	77,00 €	Kaufen	94,00 €
18.05.2018	90,00 €	Halten	94,00 €
04.04.2018	78,10 €	Kaufen	94,00 €

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

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

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmsten-

falls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.