

Akt. Kurs (19.05.2022, 17:35, Xetra): 82,60 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **119,00 (120,00) 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>	138,40 €	78,60 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	82,60 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.442.003	
<b>Streubesitz:</b>	58,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	614,7 Mio. €	



## Anlagekriterien

### Rückkehr zur Normalität im ersten Quartal 2022 ...

Bekanntlich waren die ersten drei Monate des vergangenen Geschäftsjahres 2021 in Deutschland und vielen anderen Ländern durch einen harten Lockdown zur Eindämmung der Corona-Pandemie geprägt. Dabei hatte CEWE im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, das für rund 85 Prozent der Konzern Erlöse steht, massiv von dem damit verbundenen „Stay-at-home“-Effekt profitiert. Nachdem sich die Situation im ersten Quartal des aktuellen Geschäftsjahres 2022 wieder deutlich normalisiert zeigte, wiederholte sich diese Corona-bedingte „Sonderkonjunktur“ erwartungsgemäß nicht. Insofern sind die jüngst vermeldeten Dreimonatszahlen nicht mit den Vorjahreswerten vergleichbar, sondern eher mit denen des Vor-Corona-Auftaktquartals 2020.

## Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	727,3	692,8	714,0	742,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	79,7	72,2	73,3	77,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	51,9	48,9	48,6	51,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	7,20	6,77	6,72	7,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	2,30	2,35	2,40	2,50
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%
<b>KGV</b>	11,5	12,2	12,3	11,6

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

So blieb der Konzernumsatz mit 138,9 Mio. Euro um 4,8 Prozent hinter dem Vorjahreswert von 145,9 Mio. Euro zurück. Im Vergleich zu dem im ersten Quartal 2020 erzielten Erlösvolumen von 146,4 Mio. Euro fiel das Minus mit 5,1 Prozent allerdings noch etwas höher aus. Auf der Ertragsseite zeigten jedoch die umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen Wirkung. Zwar lag das EBIT mit 2,1 Mio. Euro deutlich unter dem außergewöhnlich starken Vorjahreswert von 8,6 Mio. Euro, der aus hohen Skaleneffekten infolge der „Corona-Sonderkonjunktur“ im Fotofinishing resultierte. Gegenüber dem 2020er-Wert von 2,0 Mio. Euro konnte CEWE das EBIT aber trotz der um gut 5 Prozent geringeren Umsatzbasis sogar etwas steigern.

Auch das Vorsteuerergebnis bewegte sich mit 1,8 (Vj. 8,3) Mio. Euro über dem in 2020 erreichten Niveau von 1,7 Mio. Euro. Da im ersten Quartal 2020 jedoch im Gegensatz zum Berichtszeitraum nahezu keine Steuerbelastung angefallen war, lag das Periodenergebnis mit 1,2 (5,7) Mio. Euro entsprechend einem verwässerten Ergebnis je Aktie von 0,17 (0,79) Euro unter dem Vor-Corona-Level von 1,7 Mio. Euro bzw. 0,24 Euro je Anteilsschein.

### ... führt zu wieder normalisierter Entwicklung im Fotofinishing ...

Im Fotofinishing verringerte sich der Umsatz um 9,9 Prozent auf 112,6 (Vj. 125,0) Mio. Euro. Hier wirkte sich zum einen die geschilderte Normalisierung nach dem letztjährigen „Stay-at-home“-Effekt aus. Zum anderen dämpfte das pandemiebedingt veränderte Reiseverhalten die Nachfrage weiterhin. Denn da die Verbraucher noch vor allem weniger Fernreisen unternommen hatten, bei denen jedoch besonders viele Fotos entstehen, verfügten sie auch noch über weniger „frisches Bildmaterial“ für die Gestaltung neuer Fotoprodukte.

## 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)

Dies zeigte sich insbesondere beim Bestseller, dem klassischen Multi-Foto-Produkt CEWE FOTOBUCH, dessen Absatz im ersten Quartal um 14,2 Prozent von 1,33 auf 1,14 Millionen Exemplare zurückging. Auch die Anzahl der produzierten Bilder sank insgesamt um 10,2 Prozent. Dabei führte der anhaltende Trend der Verschiebung von niedrigmargigen einfachen Fotoabzügen zu margenstarken höherwertigen Mehrwertprodukten jedoch dazu, dass der Umsatz pro Foto weiter leicht auf 24,10 (24,03) Cent zulegte. Auf dieser Basis kam das Segment-EBIT nach Wegfall der mit der letztjährigen „Corona-Sonderkonjunktur“ verbundenen hohen Skaleneffekte mit 2,5 (9,8) Mio. Euro zum Ausweis.

### **... und Verbesserungen bei CEWE RETAIL und KOD**

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Dabei fokussiert sich CEWE hier auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft. Nachdem der Bereich im ersten Quartal des Vorjahres deutlich unter den Lockdowns gelitten hatte, profitierte er nun von der wieder normalisierten Lage. So kletterten die Erlöse trotz des unveränderten bewussten Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft und der zwischenzeitlichen rund 30-prozentigen Straffung des Filialnetzes um 4,0 Prozent auf 6,5 (Vj. 6,3) Mio. Euro. Dabei stieg auch das Segment-EBIT um 0,1 auf minus 0,3 (-0,4) Mio. Euro. Bereinigt um im Vorjahreszeitraum angefallene Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,5 Mio. Euro verbesserte es sich sogar um 0,6 Mio. Euro.

Das auf B2B-Kundschaft ausgerichtete Geschäftsfeld KOD hatte lockdownbedingt im Vorjahresquartal noch massiver Federn lassen müssen. Umso kräftiger fiel nun aber auch die mit der zunehmenden Normalisierung des Geschäftslebens einhergehende Erholung aus. So konnte der Bereich seine Erlöse um 38,8 Prozent auf 17,8 (12,8) Mio. Euro ausweiten. Wenngleich damit noch nicht wieder das Vor-Corona-Niveau erreicht wurde, zeigten die umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen bereits deutlich Wirkung. So bewegte sich das Segment-EBIT mit einem auf minus 0,3 (-0,6) Mio. Euro verbesserten Wert auf einem Level, das zuletzt 2018 bei einem Umsatzniveau von 24,4 Mio. Euro erreicht wurde. Unter Berücksichtigung im ersten Quartal 2021 erhaltener Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,6 Mio. Euro belief sich die EBIT-Steigerung sogar auf 0,9 Mio. Euro.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen abgebildet. Hier stieg der ausschließlich auf die Beteiligung futalis entfallende Umsatz um 11,8 Prozent auf 2,0 (1,8) Mio. Euro. Infolge des positiven Ergebnisbeitrags der Gesellschaft sowie höherer Immobilienerträge drehte dabei das Segment-EBIT von minus 0,1 auf plus 0,1 Mio. Euro in die schwarzen Zahlen.

### **Guidance bestätigt**

Angesichts der Entwicklung im Auftaktquartal hat CEWE den bisherigen Ausblick für das Gesamtjahr 2022 bestätigt. Demgemäß wird bei Konzernenerlösen von 680 bis 740 Mio. Euro ein EBIT zwischen 65 und 80 Mio. Euro erwartet. Auf dieser Basis soll ein Nachsteuerergebnis in einer Bandbreite von 42 bis 52 Mio. Euro entsprechend 5,89 bis 7,32 Euro je Aktie erwirtschaftet werden. Dabei sieht der Vorstand bislang unverändert keine Anzeichen für Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf das Konsumverhalten. Zudem stellen Russland und die Ukraine für CEWE keine Absatz- und Beschaffungsmärkte dar.

### **GSC-Schätzungen unverändert**

Mit Blick auf den erwartungsgemäßen Verlauf der ersten drei Monate und den bestätigten Unternehmensausblick für 2022 haben wir unsere Schätzungen unverändert beibehalten. Somit verorten wir im aktuellen Geschäftsjahr bei Umsätzen von 714 Mio. Euro das EBIT bei 73,3 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter bei 48,6 Mio. Euro bzw. 6,72 Euro je Aktie. Auf dieser Basis erachten wir eine weitere Dividendenanhebung auf 2,40 Euro je Anteilsschein als wahrscheinlich.

Im Geschäftsjahr 2023 sehen wir dann bei auf 742 Mio. Euro ausweiteten Erlösen das EBIT leicht überproportional auf 77,3 Mio. Euro vorankommen. Im Gleichklang sollte auch das Nachsteuerergebnis auf 51,3 Mio. Euro entsprechend 7,10 Euro je Aktie zulegen. Dabei halten wir eine abermalige Erhöhung der Dividende auf 2,50 Euro je Aktie für denkbar.

### **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 14,0 (bisher 13,7) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2022 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von unverändert 6,72 Euro einen Wert von 94,18 (91,83) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser im Vergleich zu unserem letzten Research höhere Wert resultiert dabei aus dem seither gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~71 Mio. Euro, Beta 1,05 wegen corona- und inflationsbedingter Unwägbarkeiten) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 143,21 (147,60) Euro. Dabei resultiert dieses unter dem vorherigen Wert liegende Ergebnis ausschließlich aus dem Anstieg der Umlaufrendite seit unserem letzten Research um fast 40 Basispunkte.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 118,70 (119,71) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel minimal auf 119 (120,00) Euro reduzieren. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 73,3 Mio. Euro für 2022 ein Faktor von 12,1, der damit innerhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,9 bis 12,6 läge.

### **Fazit**

Die Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2022 bargen insgesamt keine Überraschungen. Im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing drückte erwartungsgemäß der Wegfall der vorjährigen, durch den lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekt induzierten „Corona-Sonderkonjunktur“ auf Umsatz und Ergebnis. Zudem führte der deutliche Rückgang bei den Urlaubs- und dabei insbesondere den Fernreisen in den letzten beiden Pandemie Jahren dazu, dass den Konsumenten weniger neues Bildmaterial zur Verfügung stand, was sich entsprechend dämpfend auf die Nachfrage nach Fotoprodukten auswirkte.

Mit der fortschreitenden Normalisierung an der Corona-Front schlägt sich der massive Nachholbedarf der Menschen nun jedoch in einer spürbaren Belebung bei den Reiseaktivitäten nieder, wie sich an den Aussagen der Reisebranche ablesen lässt. Die Zunahme von Feiern, Veranstaltungen und (Fern-)Reisen und die damit einhergehend wieder steigende Anzahl neuer aufgenommener Fotos macht sich auch bereits bei den bei CEWE eingehenden Bestellungen bemerkbar.

Daher ist der Vorstand optimistisch, dass mit den jetzt wieder wachsenden Bildervorräten auch die Nachfrage nach den hochwertigen Marken- und Mehrwertprodukten des Oldenburger Fotospezialisten wieder nachhaltig zunimmt. Profitieren dürfte davon vor allem das CEWE FOTOBUCH, das seit kurzem auch mit einem individuell gestaltbaren XL-Schuber geordert werden kann. Aber auch bei Wandbildern, Kalendern, Handyhüllen, Grußkarten und weiteren Fotogeschenken sollten die Absatzzahlen zulegen können.

In den Geschäftsfeldern Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck zeigt die Entwicklung nach den umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen ebenfalls in die richtige Richtung. Insbesondere im Kommerziellen Online-Druck sollte sich dabei das Geschäft infolge der gelockerten Corona-Eindämmungsmaßnahmen auch künftig weiter beleben. Und die Beteiligung futalis steuert unverändert positive Ergebnisbeiträge bei.

Entscheidend für die Erreichung der Unternehmensziele wird jedoch vor allem im geschenkorientierten Fotofinishing, aber auch in den anderen Geschäftsfeldern auch in diesem Jahr wieder letztlich das Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE regelmäßig über 40 Prozent der Erlöse und quasi das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet. Dabei verfügt die Gesellschaft als Premium-Anbieter mit ihrem Omni-Channel-Ansatz und dem hohen Bekanntheitsgrad der Marke CEWE über eine starke Marktposition, die auch die Weitergabe der anhaltenden Preissteigerungen bei Material und Betriebskosten ermöglicht.

Zudem bleibt der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von 64 Prozent zum Quartalsende bilanziell grundsolide aufgestellt. Darüber hinaus zählt CEWE gemäß des kürzlich seitens des internationalen Forschungs- und Beratungsinstituts Great Place to Work® durchgeführten Wettbewerbs „Deutschlands beste Arbeitgeber 2022“ unter Würdigung der attraktiven und zukunftsorientierten Arbeitsbedingungen zu den Top 100 der deutschen Unternehmen.

Nach dem Sinkflug der letzten Wochen und Monate bietet die CEWE-Aktie bei Ansatz unseres aus bewertungstechnischen Gründen marginal auf 119 Euro ermäßigten Kursziels derzeit ein Upside-Potenzial von gut 44 Prozent. Daher bekräftigen wir erneut unsere Empfehlung, das Papier auf dem unseres Erachtens momentan günstigen Niveau zu „Kaufen“. Dabei bietet der Anteilschein auf Basis des Dividendenvorschlags aktuell auch eine durchaus ansehnliche Ausschüttungsrendite von 2,8 Prozent, die in den kommenden Jahren weiter steigen dürfte.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2019		2020		2021		2022e		2023e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>720,4</b>	<b>99,8%</b>	<b>727,3</b>	<b>99,9%</b>	<b>692,8</b>	<b>99,8%</b>	<b>714,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>742,0</b>	<b>99,9%</b>
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%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-23,6%		67,3%		-35,8%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>721,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>728,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>694,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>715,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>743,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			0,9%		-4,7%		3,0%		3,9%	
Materialaufwand	187,5	26,0%	171,1	23,5%	160,7	23,1%	164,1	23,0%	169,8	22,9%
Veränderung zum Vorjahr			-8,7%		-6,1%		2,1%		3,5%	
Personalaufwand	197,0	27,3%	196,1	26,9%	194,9	28,1%	200,9	28,1%	209,9	28,3%
Veränderung zum Vorjahr			-0,5%		-0,6%		3,1%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-223,2	-30,9%	-225,9	-31,0%	-214,1	-30,8%	-222,7	-31,2%	-231,1	-31,1%
Veränderung zum Vorjahr			-1,2%		5,3%		-4,0%		-3,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>113,9</b>	<b>15,8%</b>	<b>135,1</b>	<b>18,5%</b>	<b>124,6</b>	<b>17,9%</b>	<b>127,3</b>	<b>17,8%</b>	<b>132,3</b>	<b>17,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			18,6%		-7,7%		2,1%		3,9%	
Abschreibungen	57,1	7,9%	55,4	7,6%	52,4	7,6%	54,0	7,6%	55,0	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			-3,0%		-5,3%		3,0%		1,9%	
<b>EBIT</b>	<b>56,8</b>	<b>7,9%</b>	<b>79,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>72,2</b>	<b>10,4%</b>	<b>73,3</b>	<b>10,2%</b>	<b>77,3</b>	<b>10,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			40,2%		-9,4%		1,5%		5,4%	
Finanzergebnis	-3,6	-0,5%	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-1,3	-0,2%	-1,2	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			7,2%		116,2%		-340,7%		7,7%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>53,3</b>	<b>7,4%</b>	<b>76,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>72,7</b>	<b>10,5%</b>	<b>72,0</b>	<b>10,1%</b>	<b>76,1</b>	<b>10,2%</b>
Steuerquote	40,5%		32,0%		32,8%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	21,6	3,0%	24,4	3,4%	23,8	3,4%	23,4	3,3%	24,7	3,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>31,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>48,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>48,6</b>	<b>6,8%</b>	<b>51,3</b>	<b>6,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			63,8%		-5,8%		-0,7%		5,7%	
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>31,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>48,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>48,6</b>	<b>6,8%</b>	<b>51,3</b>	<b>6,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			63,8%		-5,8%		-0,7%		5,7%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,208		7,212		7,227		7,227		7,227	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>4,40</b>		<b>7,20</b>		<b>6,77</b>		<b>6,72</b>		<b>7,10</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%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Eigene Aktien	3,6%
Streubesitz	58,2%

## Termine

15.06.2022	Ordentliche Hauptversammlung (virtuell)
09.08.2022	Halbjahreszahlen 2022
11.11.2022	Zahlen drittes Quartal 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
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 31.03.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	75,0%
Halten	32,1%	25,0%
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](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.