

Akt. Kurs (24.08.2023, 12:18, Xetra): 87,10 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **124,00 (120,00) EUR**

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

## Kurzportrait

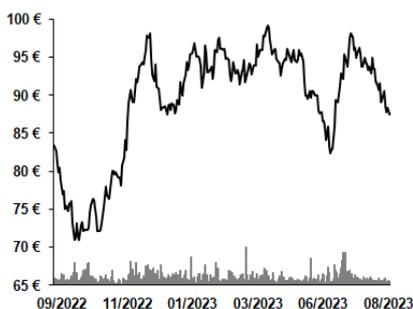
Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist mit dem CEWE FOTO-BUCH, Fotokalendern, Wandbildern, Grußkarten, CEWE SOFORTFOTOS und weiteren Fotoprodukten der führende europäische Omni-Channel-Fotoanbieter. Neben diesem als Fotofinishing bezeichneten Kerngeschäftsfeld vertreibt das Unternehmen im 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>	100,60 €	69,90 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	87,10 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.442.003	
<b>Streubesitz:</b>	61,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	648,2 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Zum ersten Halbjahr 2023 gut auf Kurs

Für die ersten sechs Monate des aktuellen Geschäftsjahres 2023 konnte CEWE ein deutliches Umsatzwachstum um 10,7 Prozent auf 299,9 (Vj. 270,9) Mio. Euro vermelden. Erfreulicherweise wurde die positive Entwicklung dabei von allen Geschäftsfeldern getragen.



Auch infolge einer leichten Verschiebung im Umsatzmix von Fotofinishing und Einzelhandel zum KOD erhöhte sich die Materialaufwandsquote auf 27,9 (27,2) Prozent. Dagegen konnte die Personalaufwandsquote von 34,9 auf 33,6 Prozent verringert werden. Trotz Kostensteigerungen und einer Einmalbelastung aus einer Rückstellung für nicht mehr benötigte Software-Lizenzen in Höhe von 0,5 Mio. Euro reduzierte sich der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz ebenfalls auf 33,9 (34,6) Prozent. Die Abschreibungen bewegten sich mit 26,5 (26,4) Mio. Euro nahezu auf dem Vorjahresniveau. Darin enthalten war auch eine außerplanmäßige Abschreibung auf eine Maschine bei futalis in Höhe von 0,8 Mio. Euro.

## Kennzahlen

	2021	2022	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	692,8	741,0	780,0	811,0
<i>bisher</i>	---	---	771,0	802,0
<b>EBIT</b>	72,2	75,6	79,1	82,7
<i>bisher</i>	---	---	78,4	82,2
<b>Jahresüb.</b>	48,9	51,1	53,2	55,7
<i>bisher</i>	---	---	52,8	55,4
<b>Erg./Akte</b>	6,77	7,20	7,42	7,77
<i>bisher</i>	---	---	7,34	7,70
<b>Dividende</b>	2,35	2,45	2,55	2,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%
<b>KGV</b>	12,9	12,1	11,7	11,2

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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)

Insgesamt führte dies zu einer deutlichen Steigerung des – im ersten Halbjahr saisonbedingt traditionell noch negativen – EBIT um 2,2 auf minus 0,1 (-2,3) Mio. Euro. Bereinigt um die beiden Sondereffekte mit einem Volumen von insgesamt 1,3 Mio. Euro belief sich die operative Verbesserung gerundet sogar auf 3,4 Mio. Euro. Bei einem etwas schwächeren Finanzergebnis und einer geringeren Steuerbelastung kam schließlich ein auf minus 0,4 (-1,6) Mio. Euro bzw. minus 0,05 (-0,23) Euro je Aktie verbessertes Periodenergebnis zum Ausweis.

## Fotofinishing als Haupttreiber für Umsatz- und Ergebniswachstum

Die Entwicklung im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing war im ersten Halbjahr zum einen weiterhin von der Post-Corona-Normalisierung geprägt, in deren Zuge wieder mehr klassische Fotoanlässe wie Veranstaltungen, Feste, Feiern und vor allem Urlaubsreisen stattfanden. Zum anderen hielt der seit Jahren zu beobachtende Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu margenstarken Mehrwertprodukten, unverändert an, obwohl sich der in den Corona-Jahren durch einen höheren Anteil umsatzstarker Ein-Foto-Produkte wie Wandbilder oder Puzzles geprägte Produktmix wieder normalisierte. So stieg die Anzahl der insgesamt abgesetzten Bilder um 9,1 Prozent, wobei der Umsatz pro Foto – auch aufgrund kostenbedingt notwendiger Preiserhöhungen – von 24,37 auf 24,71 Cent zulegte.

Weiterhin positiv entwickelte sich auch der Absatz des klassischen Multi-Foto-Produkts und Bestsellers CEWE FOTOBUCH. Hier konnte mit 2,33 (Vj. 2,17) Millionen Exemplaren eine Steigerung um 7,3 Prozent erreicht werden. Insgesamt erzielte das Fotofinishing ein Umsatzplus von 10,6 Prozent auf 236,5 (213,8) Mio. Euro. Dabei entfielen rund 5 Prozentpunkte des Wachstums auf Preis- und etwa 6 Prozentpunkte auf Absatzeffekte. Das Segment-EBIT kletterte im Zuge dessen kräftig um 2,9 auf 1,1 (-1,8) Mio. Euro. Bereinigt um die Sondereffekte aus der eingangs erwähnten Rückstellung für nicht mehr benötigte Software-Lizenzen von 0,5 (0,0) Mio. Euro sowie aus Kaufpreisallokationen von 1,6 (2,0) Mio. Euro verbesserte es sich gar um 3,1 auf 3,2 (0,1) Mio. Euro.

### **CEWE RETAIL mit stabiler Entwicklung**

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient neben dem Verkauf hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Vertriebskanal für Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Dabei fokussiert sich CEWE auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft und verzichtet in diesem Rahmen bewusst auf margenschwaches Hardwaregeschäft. Vor diesem Hintergrund waren die Umsätze hier vor Corona aktiv um jährlich rund 10 Prozent reduziert worden. In 2020 wurde dann vor dem Hintergrund der Pandemie-Auswirkungen eine rund 30-prozentige Straffung des Filialnetzes auf derzeit 101 Standorte beschlossen. Im Berichtszeitraum konnte der Einzelhandel nun ein leichtes Umsatzplus auf 14,6 (Vj. 14,4) Mio. Euro verbuchen. Dabei verbesserte sich auch das saisonbedingt im ersten Halbjahr traditionell noch negative Segment-EBIT etwas auf minus 0,3 (-0,4) Mio. Euro.

### **KOD mit deutlicher Umsatz- und Ergebnissteigerung**

Auch das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck mit den Marken SAXOPRINT, viaprinto und LASERLINE profitierte weiterhin vom Ende der Corona-Pandemie. Denn mit der fortschreitenden Normalisierung des Geschäftslebens und der Zunahme von (Groß-)Veranstaltungen erholte sich auch die Nachfrage nach Geschäfts- und Werbedrucksachen weiter. Darüber hinaus wirkte sich die „Bestpreisgarantie“ bei SAXOPRINT positiv aus. So steigerte der KOD seine Erlöse um 14,8 Prozent auf 44,4 (Vj. 38,7) Mio. Euro. Dabei führte die höhere Umsatzbasis in Verbindung mit der nachhaltig optimierten Produktions- und Kostenstruktur zu einer deutlichen Verbesserung des Segment-EBIT um 1,0 auf 0,8 (-0,2) Mio. Euro. Sondereffekte aus Kaufpreisallokationen spielten hierbei mit 0,05 (0,12) Mio. Euro keine wesentliche Rolle.

### **Geschäftsfeld Sonstiges durch „futalis-Sondereffekt“ belastet**

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 um 12,7 Prozent auf 4,5 (Vj. 4,0) Mio. Euro. Dabei lag das Segment-EBIT mit minus 1,7 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert von 0,1 Mio. Euro. Neben höheren Kosten im Zusammenhang mit der erstmals seit Corona wieder in Präsenz abgehaltenen Hauptversammlung (siehe hierzu auch unser ausführlicher HV-Bericht vom 25.07.2023) war dies vor allem auf futalis zurückzuführen. So fiel zum einen das operative Ergebnis des Online-Anbieters von Premium-Hundefutter im Berichtszeitraum schwächer aus. Zum anderen wurde zum Halbjahresende zur Vorbereitung der Initiierung eines Verkaufsprozesses für futalis deren Planung für 2023 aktualisiert, wobei ein in diesem Zusammenhang durchgeführter Impairment-Test zu der eingangs erwähnten außerplanmäßigen Maschinenabschreibung von 0,8 Mio. Euro führte.

### **Aktienrückkauf gestartet**

Ende Juni 2023 hat der CEWE-Vorstand einen Aktienrückkauf beschlossen. Im Rahmen des bis zum 30. Mai 2024 befristeten Programms, das bis zu 250.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 20 Mio. Euro umfasst, wurden bislang 29.200 Aktien zurückgekauft. Gemäß der zugrundeliegenden Ermächtigung der Hauptversammlung vom 15. Juni 2022 können die erworbenen Anteilsscheine wieder veräußert, als Akquisitionswährung eingesetzt, als Belegschaftsaktien ausgegeben oder auch eingezogen werden.

### **Guidance erneut bekräftigt**

Nach dem Verlauf der ersten sechs Monate sieht sich das CEWE-Management sehr gut für die zweite Jahreshälfte und damit für die Erreichung der für 2023 ausgegebenen Ziele positioniert. Im Fotofinishing lassen den Vorstand dabei die verstärkten Reiseaktivitäten mit einem wieder wachsenden Anteil an Fernreisen, bei denen besonders viele Bilder als Basis für individuelle Fotoprodukte entstehen, vor allem auf das Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft optimistisch blicken. Aber auch für den Einzelhandel, der ebenfalls den Großteil seines Jahresergebnisses im Weihnachtsgeschäft erwirtschaftet, ist man zuversichtlich gestimmt. Und der KOD sollte mit der erreichten Kosteneffizienz in der Produktion und der dadurch möglichen „Bestpreisgarantie“ bei SAXOPRINT weiter profitabel wachsen können.

Dabei sind bisher unverändert keine nennenswerten Auswirkungen der anhaltend hohen Inflation auf das Bestellverhalten der Kunden und damit auf die Geschäftsentwicklung von CEWE festzustellen. Daher haben die Oldenburger ihre Prognose für 2023 im Rahmen der Halbjahreszahlen abermals bekräftigt. Diese beinhaltet bei einem Umsatzvolumen von 720 bis 780 Mio. Euro ein EBIT zwischen 70 und 82 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss nach Steuern von 47 bis 55 Mio. Euro entsprechend 6,58 bis 7,73 Euro je Aktie.

### **GSC-Schätzungen leicht angehoben**

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich CEWE mit einem Umsatz von 770,0 Mio. Euro, einem EBIT von 77,7 Mio. Euro und einem Nachsteuerergebnis von 52,3 Mio. Euro nach den ersten sechs Monaten 2023 jeweils in der oberen Hälfte der genannten Prognosekorridore. Vor diesem Hintergrund und auf Grundlage der Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzungen etwas heraufgesetzt und dabei auch die Effekte aus dem Aktienrückkauf berücksichtigt.

Somit sehen wir jetzt im laufenden Geschäftsjahr 2023 bei Konzern Erlösen von 780 Mio. Euro das EBIT bei 79,1 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern bei 53,2 Mio. Euro bzw. 7,42 Euro je Aktie. Im Geschäftsjahr 2024 erwarten wir dann bei einem Umsatzwachstum auf 811 Mio. Euro ein EBIT von 82,7 Mio. Euro sowie einen Nachsteuergewinn von 55,7 Mio. Euro bzw. 7,77 Euro je Aktie. Dabei gehen wir unverändert von weiteren Dividendensteigerungen auf 2,55 Euro für 2023 und 2,65 Euro für 2024 aus.

### **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 15,0 (bisher 13,9) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2023 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,42 (7,34) Euro einen Wert von 111,11 (102,02) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Ansatz deutlich höhere Wert sowohl aus der Anhebung unserer EPS-Schätzung als auch aus dem seither merklich gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 %, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~68 Mio. Euro) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 136,55 (137,37) Euro. Dabei resultiert dieser etwas unter dem vorherigen Ansatz liegende Wert vor allem aus der seit unserem letzten Update gestiegenen Umlaufrendite.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 123,83 (119,70) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel von 120 auf 124 Euro heraufsetzen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 79,1 Mio. Euro für 2023 ein Faktor von 11,7, der damit etwas oberhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 8,4 bis 11,2 läge. Dies halten wir jedoch angesichts der starken Marktposition von CEWE als Premium-Anbieter im Fotofinishing für vertretbar.

### **Fazit**

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich die CEWE Stiftung & Co. KGaA nach den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2023 bei allen relevanten GuV-Positionen in der oberen Hälfte der eigenen Prognosekorridore. Damit sehen wir die Gesellschaft sehr gut für die zweite Jahreshälfte und dabei insbesondere für das Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft positioniert.

Denn das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing dürfte noch deutlich von der im Zuge der Post-Corona-Normalisierung trotz anhaltend hoher Inflation und hoher Flugpreise wieder kräftig gestiegenen Reiselust der Menschen profitieren. Gerade in der jetzigen Urlaubszeit und vor allem bei den auch wieder stark nachgefragten Fernreisen entstehen besonders viele Bilder, die dann für die Erstellung hochwertiger individueller Fotoprodukte wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern, Kalendern, Grußkarten usw. zur Verfügung stehen. Dabei sind bisher auch unverändert keine nennenswerten Auswirkungen der Inflation auf das Bestellverhalten der Kunden erkennbar.

Aber auch die Geschäftsfelder Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck, die nun mit ihren optimierten Strukturen nach Corona gut aufgestellt sind und bei denen das (Vor-)Weihnachtsgeschäft ebenfalls einen Schwerpunkt bildet, sollten sich in der zweiten Jahreshälfte weiterhin positiv entwickeln. Insgesamt sind wir daher überzeugt, dass die Oldenburger Fotospezialisten ihre Jahresziele erreichen oder gegebenenfalls sogar übertreffen können. Zudem bleibt der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von gut 66 Prozent zum Halbjahresende auch bilanziell weiterhin sehr solide aufgestellt.

Auf Basis unseres auf 124 Euro angehobenen Kursziels weist die CEWE-Aktie derzeit ein Potenzial von gut 42 Prozent auf. Daher erachten wir das aktuell unter die Marke von 90 Euro gedrückte Kursniveau als eine sehr günstige Gelegenheit, den Anteilsschein zu „Kaufen“. Zudem bietet das Papier bei Ansatz unserer Dividendenschätzung eine ordentliche Ausschüttungsrendite von 2,9 Prozent, wobei wir auch zukünftig weiter steigende Dividenden erwarten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022		2023e		2024e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>727,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>692,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>741,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>780,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>811,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,0%		5,3%		4,0%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	0,9	0,1%	1,6	0,2%	2,8	0,4%	3,0	0,4%	3,1	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			67,3%		81,8%		5,9%		3,3%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>728,2</b>	<b>100,1%</b>	<b>694,3</b>	<b>100,2%</b>	<b>743,8</b>	<b>100,4%</b>	<b>783,0</b>	<b>100,4%</b>	<b>814,1</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,1%		5,3%		4,0%	
Materialaufwand	171,1	23,5%	160,7	23,2%	183,5	24,8%	195,0	25,0%	203,2	25,1%
Veränderung zum Vorjahr			-6,1%		14,2%		6,3%		4,2%	
Personalaufwand	196,1	27,0%	194,9	28,1%	204,8	27,6%	218,4	28,0%	228,1	28,1%
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		5,1%		6,6%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-225,9	-31,1%	-214,1	-30,9%	-226,3	-30,5%	-237,5	-30,5%	-246,1	-30,4%
Veränderung zum Vorjahr			5,3%		-5,7%		-5,0%		-3,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>135,1</b>	<b>18,6%</b>	<b>124,6</b>	<b>18,0%</b>	<b>129,2</b>	<b>17,4%</b>	<b>132,1</b>	<b>16,9%</b>	<b>136,7</b>	<b>16,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-7,7%		3,7%		2,2%		3,5%	
Abschreibungen	55,4	7,6%	52,4	7,6%	53,6	7,2%	53,0	6,8%	54,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			-5,3%		2,2%		-1,1%		1,9%	
<b>EBIT</b>	<b>79,7</b>	<b>11,0%</b>	<b>72,2</b>	<b>10,4%</b>	<b>75,6</b>	<b>10,2%</b>	<b>79,1</b>	<b>10,1%</b>	<b>82,7</b>	<b>10,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-9,4%		4,8%		4,6%		4,5%	
Finanzergebnis	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			116,2%		-249,3%		0,7%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>76,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>72,7</b>	<b>10,5%</b>	<b>74,8</b>	<b>10,1%</b>	<b>78,3</b>	<b>10,0%</b>	<b>81,9</b>	<b>10,1%</b>
Steuerquote	32,0%		32,8%		31,7%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	24,4	3,4%	23,8	3,4%	23,7	3,2%	25,1	3,2%	26,2	3,2%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>48,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>51,1</b>	<b>6,9%</b>	<b>53,2</b>	<b>6,8%</b>	<b>55,7</b>	<b>6,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		4,3%		4,6%	
Saldo Bereinigungsposition	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>7,1%</b>	<b>51,1</b>	<b>6,9%</b>	<b>53,2</b>	<b>6,8%</b>	<b>55,7</b>	<b>6,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		4,3%		4,6%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,212		7,227		7,089		7,177		7,164	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>7,20</b>		<b>6,77</b>		<b>7,20</b>		<b>7,42</b>		<b>7,77</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%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Eigene Aktien	3,7%
Streubesitz	61,1%

## Termine

10.11.2023                      Zahlen drittes Quartal 2023

## Kontaktadresse

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

E-Mail: [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  
E-Mail:    [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
25.05.2023	91,70 €	Kaufen	120,00 €
14.04.2023	99,00 €	Kaufen	117,00 €
17.02.2023	96,50 €	Kaufen	125,00 €
19.12.2022	88,40 €	Kaufen	115,00 €
18.11.2022	89,00 €	Kaufen	115,00 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	68,2%	76,5%
Halten	29,5%	23,5%
Verkaufen	2,3%	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.