

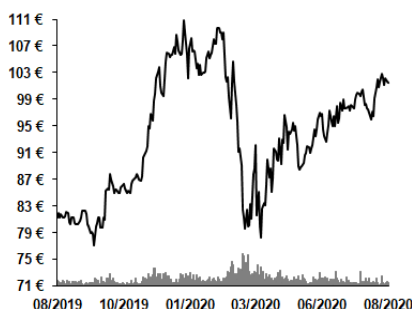
Akt. Kurs (19.08.2020, 17:35, Xetra): 101,40 EUR – Einschätzung: **Halten (Ausgesetzt)** – Kursziel 12 Mon.: **106,00 (---) EUR**

**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 Werbendrucksachen produziert und vermarktet. Weltweit ist CEWE mit rund 3.800 Mitarbeitern in 21 Ländern präsent.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	111,80 €	74,10 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	101,40 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.414.939	
<b>Streubesitz:</b>	65,6%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	751,9 Mio. €	



## Anlagekriterien

### Trotz Corona deutliche Ergebnisverbesserung im zweiten Quartal 2020

Bekanntlich hatte CEWE Mitte letzten Jahres die Beteiligung futalis zur Veräußerung gestellt und deren Beiträge seitdem in der GuV unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich ausgewiesen. Da auch infolge der Corona-Krise in den letzten Monaten keine weiteren Verkaufsgespräche stattfanden und die Zwölfmonatsfrist nicht ausgedehnt wurde, erfolgte nunmehr gemäß IFRS 5 wieder eine Umwidmung in den fortgeführten Bereich und eine Eingliederung in die Konzern-GuV, wobei die Vorjahreswerte entsprechend angepasst wurden.

Auf dieser Basis kam CEWE in dem bislang in Europa am stärksten von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie betroffenen zweiten Quartal 2020 mit einem Umsatzrückgang von lediglich 2,7 Prozent auf 130,6 (Vj. 134,2) Mio. Euro recht glimpflich davon. Dabei profitierte das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing kräftig vom „Stay-at-home“-Effekt, so dass die coronabedingten Erlösebrüche bei CEWE RETAIL und im KOD nahezu kompensiert werden konnten.

Die positive Entwicklung des Fotofinishing, eine aufgrund des veränderten Umsatzmix deutlich geringere Materialaufwandsquote sowie Kostensenkungsmaßnahmen in allen Bereichen führten beim EBIT trotz der niedrigeren Erlöse zu einer beeindruckenden Verbesserung von minus 3,4 auf minus 1,0 Mio. Euro – und dies trotz Einmalaufwendungen im Geschäftsfeld Einzelhandel von 3,2 Mio. Euro (Einzelheiten siehe Seite 2). In der Folge verringerte sich auch das saisonbedingt traditionell negative Ergebnis im zweiten Quartal auf minus 0,7 (-2,1) Mio. Euro entsprechend minus 0,09 (-0,29) Euro je Aktie.

Aufgrund des soliden Starts in das laufende Geschäftsjahr (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 14.05.2020) stand nach sechs Monaten insgesamt ein leichter Erlöszuwachs von 0,9 Prozent auf 277,0 (274,6) Mio. Euro in den Büchern. Dabei drehte das EBIT sogar von minus 1,5 auf plus 1,0 Mio. Euro in die Gewinnzone. Bei einem schwächeren Finanzergebnis und einer im Vergleich zum Vorjahr geringeren Steuergutschrift verblieb ein Periodenergebnis von plus 1,1 (-1,0) Mio. Euro bzw. plus 0,15 (-0,13) Euro je Aktie.

## Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	649,3	714,9	693,0	727,0
<i>bisher</i>	---	---	753,0	779,0
<b>EBIT</b>	55,7	57,8	53,1	62,3
<i>bisher</i>	---	---	67,2	72,0
<b>Jahresüb.</b>	36,3	31,8	35,2	41,5
<i>bisher</i>	---	---	44,1	47,8
<b>Erg./Aktie</b>	5,06	4,41	4,88	5,76
<i>bisher</i>	---	---	6,13	6,65
<b>Dividende</b>	1,95	2,00	2,00	2,10
<i>bisher</i>	---	---	2,15	2,25
<b>KGV</b>	20,0	23,0	20,8	17,6
<b>Div.rendite</b>	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analysten:

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)

## Fotofinishing trägt CEWE durch die Corona-Krise

Nachdem im Fotofinishing der Absatz des CEWE FOTOBUCHs im Auftaktquartal bereits um 2,2 Prozent zugelegt hatte, führte der „Stay-at-home“-Effekt nun von April bis Juni zu einem starken Plus von 11,1 Prozent.

So konnte die Gesellschaft im Halbjahreszeitraum den Absatz des beliebten Bestsellers um 6,5 Prozent auf 2,73 (Vj. 2,57) Millionen Exemplare steigern. Aber auch die anderen Mehrwertprodukte wie Kalender, Grußkarten, Wandbilder und sonstige Fotogeschenke verbuchten teils deutliche Absatzzuwächse. In der Folge kletterte die Anzahl der produzierten Bilder um 1,5 Prozent. Dabei führte der ungebrochene Trend zu höherwertigen Fotoprodukten in Verbindung mit der erst seit Anfang Juni 2019 erfolgenden Konsolidierung des High-End-Wandspezialisten WhiteWall zu einer kräftigen Erhöhung des Umsatzes pro Foto um 10,6 Prozent von 20,93 auf 23,15 Cent.

In Summe resultierte daraus ein Umsatzplus im Stammgeschäftsfeld von 12,2 Prozent auf 225,3 (200,8) Mio. Euro, wobei hier auch gleichzeitig erstmals in einem zweiten Quartal die Marke von 100 Mio. Euro geknackt wurde. Die Ertragsseite profitierte neben dem Erlöszuwachs und der anhaltenden Umsatzverschiebung zu margenstarken Mehrwertprodukten zudem von einem angesichts der COVID-19-Pandemie bereits im März implementierten Kostensenkungsprogramm. So stieg das Segment-EBIT zum Halbjahr stark von 1,8 auf 8,4 Mio. Euro. Bereinigt um PPA-Abschreibungen bei DeinDesign, Cheerz und WhiteWall von insgesamt 2,2 (1,3) Mio. Euro belief es sich operativ sogar auf 10,6 (3,2) Mio. Euro.

### **Corona trifft Einzelhandel und KOD hart, futalis entwickelt sich positiv**

Im Geschäftsfeld CEWE RETAIL wird über eigene Läden in Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen, Schweden und Oldenburg sowie über Online-Shops hochwertige Foto-Hardware vertrieben. Dabei dient der Einzelhandel aber primär als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Aufgrund des bewussten Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft entwickelten sich die Erlöse hier bereits seit geraumer Zeit rückläufig, wobei sich das EBIT aber in etwa stabil hielt.

Die Lockdowns sowie die allgemeine Einkaufszurückhaltung der Konsumenten infolge der COVID-19-Pandemie schlugen sich im zweiten Quartal jedoch deutlich in einem Umsatzeinbruch von fast 29 Prozent nieder. Auch auf Halbjahresbasis standen um 28,2 Prozent auf 15,1 (Vj. 21,0) Mio. Euro rückläufige Erlöse in den Büchern. Dabei verbesserte sich das Segment-EBIT vor Sondereffekten infolge von Kosteneinsparungen und Kurzarbeitergeld aber sogar leicht auf minus 0,5 (-0,7) Mio. Euro.

Allerdings forciert CEWE vor dem Hintergrund der Corona-Krise jetzt die ohnehin betriebene Optimierungsstrategie mit Fokus auf das Fotofinishing- und das Online-Geschäft und wird in diesem Rahmen über 30 Filialen, für die auch nach der Krise keine Perspektiven gesehen werden, schließen. In diesem Zusammenhang wurden im zweiten Quartal 1,7 Mio. Euro Restrukturierungsrückstellungen sowie 1,5 Mio. Euro Wertberichtigungen auf Vorräte verbucht. Infolge dieser Sondereffekte von insgesamt 3,2 Mio. Euro tauchte das berichtete Segment-EBIT zum Halbjahr deutlich auf minus 3,7 Mio. Euro ab.

Noch stärker trafen die infolge der Corona-Krise signifikant gesunkenen allgemeinen Geschäftsaktivitäten den KOD, wo sich der Umsatz im zweiten Quartal mit einem Minus von 56,5 Prozent mehr als halbierte. Zum Halbjahr schrumpften die Erlöse um gut ein Drittel auf 33,4 (50,2) Mio. Euro. Dabei konnte der Rückgang beim Segment-EBIT aber immerhin auf minus 3,4 (-1,4) Mio. Euro begrenzt werden. Neben Kostensenkungsmaßnahmen und Kurzarbeitergeld wirkte sich dabei auch eine Umstellung der Abschreibungen großer Offset-Druckmaschinen von einer zeit- auf eine nutzungsbasierte Methode mit 0,6 Mio. Euro positiv aus. Bereinigt um diese Änderung sowie um PPA-Abschreibungen lag das Segment-EBIT bei minus 3,9 (-1,1) Mio. Euro.

Die Produktionskonzentration im KOD am Dresdner SAXOPRINT-Standort auch für die Berliner Online-Druckerei LASERLINE wurde zwischenzeitlich planmäßig umgesetzt. Zudem soll die Kostenstruktur durch eine Straffung des Portfolios von bisher vier auf künftig die drei Marken SAXOPRINT, viaprinto und LASERLINE weiter optimiert werden.

Das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Struktur- und Gesellschaftskosten, der Immobilienbesitz sowie die Beteiligung futalis abgebildet werden, wies zum Halbjahr ausschließlich auf futalis entfallende, um deutliche 20,0 Prozent von 2,6 auf 3,1 Mio. Euro gesteigerte Umsätze aus. Dabei verbesserte sich das Segment-EBIT merklich auf minus 0,3 (-1,2) Mio. Euro. Neben geringeren Kosten infolge der Verschiebung der Hauptversammlung auf die zweite Jahreshälfte resultierte dies vor allem aus der positiven Ergebnisentwicklung bei futalis, wo der Break-even nun in Sichtweite kommt.

### **GSC-Schätzungen aktualisiert**

Angesichts der nach wie vor bestehenden Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der aktuell in Deutschland wieder aufflackernden COVID-19-Pandemie und ihrer Auswirkungen sieht der Vorstand auch weiterhin keine Grundlage für die Abgabe einer seriösen und belastbaren Prognose für das laufende Geschäftsjahr. Insbesondere könnte sich das veränderte Urlaubsreiseverhalten beim Fotofinishing in dem ohnehin vom Trend saisonaler Umsatzverschiebungen betroffenen dritten Quartal negativ auswirken. Insgesamt geht die Unternehmensführung aber auch mit Blick auf die ordentlichen Halbjahreszahlen davon aus, 2020 zwar auf einem etwas gedämpften Niveau, aber solide abschließen zu können.

Auf dieser Basis haben wir nunmehr unsere zuletzt ausgesetzten Schätzungen aktualisiert. Dabei rechnen wir damit, dass das Fotofinishing neben dem dritten vor allem im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE in der Regel etwa 40 Prozent der Erlöse und quasi das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet, in gewissem Umfang unter dem geänderten Urlaubsreiseverhalten leiden wird. Bei CEWE RETAIL und im KOD dürfte sich die Situation im weiteren Jahresverlauf zunehmend normalisieren. Allerdings wird der Einzelhandel auch infolge der anstehenden Filialschließungen weiter planmäßig schrumpfen. Und beim KOD dürfte es noch eine Weile dauern, bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht werden kann. Angesichts der durch die Pandemie beschleunigten Nachfrageverschiebung vom stationären zum Online-Handel sollte sich futalis hingegen weiterhin positiv entwickeln.

Insgesamt erwarten wir in 2020 einen leichten Umsatzrückrückgang von gut 3 Prozent auf 693 Mio. Euro. Dabei schätzen wir beim EBIT unter Berücksichtigung der Einmalbelastungen von 3,2 Mio. Euro im Einzelhandel eine Reduktion auf 53,1 Mio. Euro. Aufgrund des Wegfalls des letztjährigen Sondereffekts auf steuerlicher Ebene gehen wir davon aus, dass der Jahresüberschuss nach Steuern dennoch auf 35,2 Mio. Euro entsprechend 4,88 Euro je Aktie zulegen wird. Die Dividende sehen wir dabei stabil bei 2,00 Euro.

Im Geschäftsjahr 2021 dürfte bei einer weiteren Normalisierung der Gesamtlage vor allem der KOD vom niedrigen Basiseffekt der ersten sechs Monate 2020 profitieren. Auch deshalb prognostizieren wir dann wieder einen Anstieg der Konzern Erlöse um knapp 5 Prozent auf 727 Mio. Euro. Dabei sollte nach Wegfall der Sonderbelastungen das EBIT überproportional auf 62,3 Mio. Euro vorankommen. Auch beim Nachsteuergewinn sehen wir mit einem Plus von gut 18 Prozent auf 41,5 Mio. Euro ein deutlich überproportionales Wachstum. Bei einem geschätzten Ergebnis je Aktie von 5,76 Euro erwarten wir dann auch wieder eine Dividendenerhöhung um 10 Cent auf 2,10 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

Trotz der seit März zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2020 mit einem leichten Umsatzplus und einer sogar deutlichen Ergebnisverbesserung abschließen. Die tragende Säule dieser erfreulichen Entwicklung bildete einmal mehr das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, dessen Wachstums- und Ertragsstärke die Belastungen im Einzelhandel (CEWE RETAIL) und beim Kommerziellen Online-Druck (KOD) vor allem ergebnisseitig deutlich überkompensieren konnte.

Wenngleich wir beim Fotofinishing für die zweite Jahreshälfte einschließlich des wichtigen Weihnachtsgeschäfts temporär gewisse negative Effekte aus dem geänderten Urlaubsreiseverhalten erwarten, sollte CEWE hier mittel- und langfristig auch weiterhin hochprofitabel wachsen können. Profitieren dürfte der Fotospezialist als etablierter Omni-Channel-Anbieter dabei auch weiterhin signifikant von der im bisherigen Krisenverlauf bereits stark nachgefragten Möglichkeit, Fotoprodukte online bestellen und auf dem Postweg geliefert zu bekommen.

Zwar wurden die Geschäftsfelder CEWE RETAIL und KOD seit März hart von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie getroffen. Dabei ist aber zu beachten, dass die daraus resultierenden Ergebniseffekte vor allem durch Kostensenkungsmaßnahmen in Grenzen gehalten werden konnten. Auch die forcierte Fokussierung auf das Fotofinishing- und das Online-Geschäft im Einzelhandel sowie die bereits umgesetzten Effizienzsteigerungsmaßnahmen im KOD sollten dazu beitragen, die Profitabilität in diesen Bereichen zukünftig wieder zu verbessern. Weiterhin erfreulich entwickelte sich dagegen auch in der Krise die Beteiligung futalis, die bei einem Umsatzwachstum um ein Fünftel nun auf den Break-even zusteuert.

Insgesamt ist CEWE unserer Meinung nach mit der starken Marktpositionierung als Premium-Anbieter und der Innovationsführerschaft im Fotofinishing sowie der grundsoliden Eigenkapitalquote von knapp 54 Prozent zum Halbjahresende unverändert gut aufgestellt. Daher bekräftigen wir unsere Ansicht, dass das Management den Oldenburger Konzern wie bisher auch weiterhin gut und sicher durch die Krise steuern wird.

Diese Einschätzung unterstreicht unseres Erachtens auch die Mitte Mai erfolgte Auszeichnung mit dem „Axia Best Managed Companies Award“. Mit diesem von Deloitte, WirtschaftsWoche, Credit Suisse und dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) für hervorragend geführte mittelständische deutsche Unternehmen vergebenen Preis wurden die strategische Weitsicht, die Innovationsstärke und die wertorientierte Führungskultur der Oldenburger gewürdigt.

Angesichts der nach wie vor bestehenden hohen Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der COVID-19-Pandemie und ihrer Auswirkungen sieht der Vorstand zwar weiterhin keine Basis für die Publikation einer seriösen Guidance. Auf Grundlage der Halbjahreszahlen sowie der qualitativen Aussagen zu den Unternehmenserwartungen für das Gesamtjahr haben wir jedoch unsere Schätzungen nunmehr aktualisiert. Dementsprechend vergeben wir jetzt auch wieder ein Kursziel und ein Rating.

Somit stufen wir die CEWE-Aktie unter Berücksichtigung der derzeitigen Gesamtgemengelage auf dem aktuellen Kursniveau momentan mit einem Kursziel von 106 Euro als solide Halteposition ein. Dabei beläuft sich die Ausschüttungsrendite bei Ansatz des Dividendenvorschlags an die für den 06. Oktober als „virtuelle HV“ anberaumte Hauptversammlung auf ordentliche 2 Prozent.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019		2020e		2021e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>599,4</b>	<b>99,8%</b>	<b>649,3</b>	<b>99,9%</b>	<b>714,9</b>	<b>99,8%</b>	<b>693,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>727,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			8,3%		10,1%		-3,1%		4,9%	
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%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>600,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>650,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>716,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>694,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>728,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			8,3%		10,1%		-3,1%		4,9%	
Materialaufwand	168,4	28,1%	177,1	27,2%	185,5	25,9%	163,1	23,5%	187,8	25,8%
Veränderung zum Vorjahr			5,1%		4,7%		-12,1%		15,2%	
Personalaufwand	160,3	26,7%	175,8	27,0%	194,8	27,2%	198,3	28,6%	205,3	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			9,7%		10,8%		1,8%		3,5%	
Sonstiges Ergebnis	-182,4	-30,4%	-201,8	-31,0%	-221,2	-30,9%	-225,6	-32,5%	-220,6	-30,3%
Veränderung zum Vorjahr			-10,7%		-9,6%		-2,0%		2,2%	
<b>EBITDA</b>	<b>89,3</b>	<b>14,9%</b>	<b>95,5</b>	<b>14,7%</b>	<b>114,6</b>	<b>16,0%</b>	<b>107,1</b>	<b>15,4%</b>	<b>114,3</b>	<b>15,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		20,0%		-6,6%		6,7%	
Abschreibungen	40,1	6,7%	39,9	6,1%	56,8	7,9%	54,0	7,8%	52,0	7,1%
Veränderung zum Vorjahr			-0,5%		42,4%		-4,9%		-3,7%	
<b>EBIT</b>	<b>49,2</b>	<b>8,2%</b>	<b>55,7</b>	<b>8,6%</b>	<b>57,8</b>	<b>8,1%</b>	<b>53,1</b>	<b>7,6%</b>	<b>62,3</b>	<b>8,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,1%		3,9%		-8,2%		17,3%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-3,6	-0,5%	-1,0	-0,1%	-0,8	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-10,8%		-798,0%		72,1%		20,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>48,9</b>	<b>8,1%</b>	<b>55,3</b>	<b>8,5%</b>	<b>54,3</b>	<b>7,6%</b>	<b>52,1</b>	<b>7,5%</b>	<b>61,5</b>	<b>8,4%</b>
Steuerquote	32,8%		30,8%		39,7%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	16,0	2,7%	17,0	2,6%	21,6	3,0%	16,9	2,4%	20,0	2,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>32,8</b>	<b>5,5%</b>	<b>38,2</b>	<b>5,9%</b>	<b>32,7</b>	<b>4,6%</b>	<b>35,2</b>	<b>5,1%</b>	<b>41,5</b>	<b>5,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			16,6%		-14,5%		7,5%		18,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		-1,9		-0,9		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>32,8</b>	<b>5,5%</b>	<b>36,3</b>	<b>5,6%</b>	<b>31,8</b>	<b>4,4%</b>	<b>35,2</b>	<b>5,1%</b>	<b>41,5</b>	<b>5,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,6%		-12,3%		10,5%		18,1%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,144		7,167		7,208		7,201		7,201	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>4,59</b>		<b>5,06</b>		<b>4,41</b>		<b>4,88</b>		<b>5,76</b>	

## Aktionärsstruktur

Erben des Firmengründers Heinz Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG)	27,2%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Management	0,8%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	65,6%

## Termine

06.10.2020	Ordentliche Hauptversammlung (virtuelle HV)
12.11.2020	Zahlen drittes Quartal 2020

## 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) (Unternehmen) und [www.cewe.de](http://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](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
14.05.2020	92,20 €	Ausgesetzt	---
02.04.2020	78,30 €	Ausgesetzt	---
27.02.2020	102,40 €	Halten	110,00 €
02.12.2019	96,80 €	Halten	98,00 €
18.11.2019	87,50 €	Halten	98,00 €
27.08.2019	80,70 €	Halten	92,00 €
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	68,8%
Halten	38,7%	25,0%
Verkaufen	9,3%	0,0%
Ausgesetzt	2,7%	6,2%

## 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](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 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.