

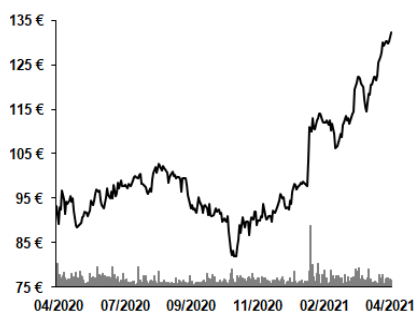
Akt. Kurs (22.04.2021, 17:35, Xetra): 132,20 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **144,00 (120,00) EUR**

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

## Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist 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. Weltweit ist CEWE mit rund 4.000 Mitarbeitern in 21 europäischen Ländern präsent.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	132,60 €	81,00 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	132,20 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.414.939	
<b>Streubesitz:</b>	66,4%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	980,3 Mio. €	



## Anlagekriterien

### Vorläufige Zahlen für 2020 bestätigt

Jüngst hat CEWE die endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 veröffentlicht. Diese entsprachen den im Februar publizierten vorläufigen Werten (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 26.02.2021). Dabei wurden die Vorjahreszahlen dahingehend angepasst, dass die zuvor als aufgebener Geschäftsbereich ausgewiesene Beteiligung futalis aufgrund der auch Corona-bedingt nicht mehr fortgeführten Verkaufsgespräche wieder in die GuV eingegliedert wurde.

Auf dieser Basis legte der Konzernumsatz selbst im turbulenten „Corona-Jahr“ 2020 immerhin noch um 1,0 Prozent auf 727,3 (Vj. 720,4) Mio. Euro zu. Der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen belief sich auf 0,9 (1,2) Mio. Euro. Beim Materialaufwand kam es trotz der leichten Geschäftsausweitung zu einer Verringerung auf 170,1 (187,5) Mio. Euro, dabei reduzierte sich die Materialaufwandsquote deutlich von 26,0 auf 23,4 Prozent. Dies resultierte vor allem aus Verschiebungen im Umsatzmix zugunsten des Fotofinishing. Zudem wirkte sich auch innerhalb des Fotofinishing der weiterhin anhaltende Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu margenstarken Mehrwertprodukten, positiv aus.

Der Personalaufwand ging ebenfalls leicht auf 196,1 (197,0) Mio. Euro zurück. Dies war insbesondere auf Kurzarbeitergeld sowie den im Rahmen der Restrukturierungsmaßnahmen im Einzelhandel und KOD verringerten Mitarbeiterstamm zurückzuführen. Der Saldo aus sonstigen Erträgen und Aufwendungen sank leicht auf minus 226,9 (-223,2) Mio. Euro. Hier schlugen sich vor allem höhere Versandkosten im Zusammenhang mit der Zunahme der Online-Aufträge im Fotofinishing nieder. Die Abschreibungen reduzierten sich nach Wegfall der letztjährigen Einmalaufwendungen im KOD von 57,1 auf 55,4 Mio. Euro.

In Summe führte dies beim EBIT zu einem mehr als 40-prozentigen Zuwachs auf 79,7 (56,8) Mio. Euro einhergehend mit einer kräftigen Marginsteigerung von 7,9 auf 10,9 Prozent. Bereinigt um sämtliche Sondereffekte (Einzelheiten siehe Seiten 2 und 3) kletterte das EBIT sogar um fast 34 Prozent auf 88,1 (65,9) Mio. Euro entsprechend einer operativen Marge von 12,1 (9,1) Prozent. Infolge eines geringeren Finanzierungsbedarfs verbesserte sich das Finanzergebnis leicht auf minus 3,3 (-3,6) Mio. Euro. Bei einer nach Wegfall der vorjährigen Sondereffekte im KOD wieder von 40,5 auf 32,0 Prozent normalisierten Steuerquote legte der Jahresüberschuss fast um zwei Drittel auf 51,9 (31,7) Mio. Euro bzw. unverwässert 7,20 (4,40) Euro je Aktie zu. Daran sollen die Anteilseigner mit einer von 2,00 auf 2,30 Euro erhöhten Dividende partizipieren.

## Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e
<b>Umsatz</b>	720,4	727,3	751,0	783,0
<i>bisher</i>	714,9	---	---	---
<b>EBIT</b>	56,8	79,7	82,2	86,6
<i>bisher</i>	57,8	---	84,1	88,6
<b>Jahresüb.</b>	31,7	51,9	53,9	57,0
<i>bisher</i>	31,8	53,0	56,1	59,2
<b>Erg./Aktie</b>	4,40	7,20	7,48	7,91
<i>bisher</i>	4,41	7,36	7,79	8,22
<b>Dividende</b>	2,00	2,30	2,40	2,50
<i>bisher</i>	---	---	2,45	---
<b>KGV</b>	30,1	18,4	17,7	16,7
<b>Div.rendite</b>	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

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

### **Kräftige Profitabilitätssteigerung im Fotofinishing**

Dass sich CEWE derart erfolgreich gegen die Corona-Krise stemmen konnte, resultierte daraus, dass das Stammgeschäftsfeld Fotofinishing die durchaus massiven Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Bereiche Einzelhandel und KOD vor allem ertragsseitig deutlich überkompensieren konnte.

Getragen von einem erneut sehr starken Weihnachtsgeschäft legte der Fotofinishing-Umsatz inklusive Effekten aus der Erstkonsolidierung des Wandbildspezialisten WhiteWall von Januar bis Mai im Gesamtjahr um 8,9 Prozent auf 618,8 (Vj. 568,0) Mio. Euro zu. Zwar führte das Corona-bedingt veränderte Reiseverhalten insbesondere im dritten Quartal zu einem Rückgang der Fotoaufträge, so dass die Anzahl der produzierten Bilder insgesamt um 2,6 Prozent auf 2,34 (2,40) Milliarden Stück schrumpfte. Und auch der Absatz des Bestsellers CEWE FOTOBUCH gab leicht um 1,6 Prozent auf 6,52 (6,62) Millionen Exemplare nach.

Der seit Jahren anhaltende Trend zu höherwertigen Fotoprodukten setzte sich jedoch ungebrochen fort, wobei auch infolge von Corona Ein-Foto-Produkte besonders hervorstachen. Dabei wuchs – auch Pandemie-bedingt – der Anteil der Online-Bestellungen deutlich auf 77,2 (70,9) Prozent. So kletterte der Umsatz pro Foto trotz der geringeren Absatzzahlen um starke 11,8 Prozent von 23,65 auf 26,46 Cent. Hierbei konnten alle Marken- und Mehrwertprodukte vom Flaggschiff CEWE FOTOBUCH über Fotokalender, Wandbilder, Grußkarten und weitere Fotogeschenke bis hin zu den an den über 20.000 Fotostationen erstellten CEWE SOFORTFOTOS steigende Erlöse beisteuern.

Die Ertragsseite profitierte zum einen von signifikanten Skaleneffekten vor allem in der Produktion im Weihnachtsgeschäft. Zum anderen wirkte sich auch das mit Beginn der Pandemie im März eingeleitete straffe Kostenmanagement positiv aus. So sprang das Segment-EBIT kräftig um fast ein Drittel auf 88,6 (66,9) Mio. Euro entsprechend einem Margenanstieg von 11,8 auf 14,3 Prozent. Bereinigt um Sondereffekte aus PPA-Abschreibungen von 4,3 (3,6) Mio. Euro und Restrukturierungskosten von 0,7 (0,0) Mio. Euro lag es bei 93,6 (70,5) Mio. Euro entsprechend einer operativen Marge von 15,1 (12,4) Prozent.

### **Einzelhandel durch Corona und Restrukturierung belastet**

In Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen und Schweden betreibt CEWE über einen Multichannel-Ansatz eigene Läden und Online-Shops. Dabei dient der Einzelhandel neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware insbesondere als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Nachdem die Segmenterlöse im Zuge des bewussten Verzichts auf marginenschwachere Hardwaregeschäft zuvor bereits aktiv um jährlich rund 10 Prozent zurückgefahren worden waren, führten die Corona-bedingten Lockdowns in 2020 zu einem deutlich stärkeren Rückgang um 21,8 Prozent auf 34,1 (Vj. 43,7) Mio. Euro.

Im Zuge der durch die Pandemie beschleunigten Fokussierung im CEWE RETAIL auf das Fotofinishing- und das Online-Geschäft hat der Vorstand beschlossen, die Anzahl der eigenen Filialen um gut 40 auf rund 100 Läden zu reduzieren. In diesem Zusammenhang fielen Restrukturierungsrückstellungen von 2,9 Mio. Euro sowie Wertberichtigungen auf Vorräte von 1,5 Mio. Euro an. In der Folge tauchte das im Vorjahr ausgeglichene Segment-EBIT mit minus 4,2 Mio. Euro in die Verlustzone ab. Bereinigt um diese Sondereffekte hätte jedoch aufgrund von Kostensenkungsmaßnahmen und Kurzarbeitergeld sogar eine leichte Verbesserung auf 0,2 Mio. Euro in den Büchern gestanden.

### **Corona-bedingte Ergebniseffekte im Kommerziellen Online-Druck begrenzt**

Im KOD ist CEWE mit den Marken SAXOPRINT, viaprinto und LASERLINE neben der DACH-Region auch in Belgien, England, Frankreich, Italien, den Niederlanden, Polen und Spanien präsent. Aufgrund der Ausrichtung auf das B2B-Geschäft wurde dieses Geschäftsfeld am stärksten von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie getroffen. Konkret brach der Umsatz um über ein Drittel auf 67,8 (Vj. 103,2) Mio. Euro ein. Dabei kam das Segment-EBIT mit minus 3,7 (-7,7) Mio. Euro zum Ausweis. Hierbei sind jedoch letztjährige Sondereffekte aus PPA-Abschreibungen von 0,5 Mio. Euro und Restrukturierungsaufwendungen von 5,0 Mio. Euro zu berücksichtigen.

Dagegen fielen im Berichtszeitraum nur noch PPA-Abschreibungen von 0,2 Mio. Euro an, während es zu positiven Einmaleffekten von jeweils 0,6 Mio. Euro aus der Auflösung nicht benötigter Restrukturierungsrückstellungen sowie aus der Umstellung der Abschreibung großer Druckmaschinen von einer zeit- auf eine nutzungsbasierte Methode kam. Bereinigt um diese Sondereffekte von insgesamt 0,9 (-5,6) Mio. Euro fiel der operative EBIT-Rückgang von minus 2,2 auf minus 4,6 Mio. Euro somit vergleichsweise moderat aus. Ursächlich hierfür war vor allem ein straffes Kostenmanagement, das auch die Konzentration der LASERLINE-Druckproduktion bei SAXOPRINT umfasste. Für Entlastung sorgten zudem auch 1,3 Mio. Euro Kurzarbeitergeld.

### **futalis auf Break-even-Niveau**

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten, der Immobilienbesitz sowie die Beteiligung an futalis, einem Online-Anbieter von Premium-Hundefutter, abgebildet. Hier kletterten – auch infolge des Corona-bedingten generellen Booms des Onlinehandels – die ausschließlich futalis zuzuordnenden Erlöse erneut kräftig um 19,3 Prozent auf nunmehr 6,6 (Vj. 5,5) Mio. Euro. Das Segment-EBIT verbesserte sich auf minus 1,1 (-2,4) Mio. Euro. Dabei konnte futalis erfreulicherweise nunmehr den Break-even erreichen. Zudem fielen die Hauptversammlungskosten aufgrund der Abhaltung einer virtuellen anstelle einer Präsenzveranstaltung geringer aus.

### **CEWE setzt auf Nachhaltigkeit**

Zeitgleich mit dem aktuellen Geschäftsbericht hat CEWE auch den neuen Nachhaltigkeitsbericht veröffentlicht. Bereits 2010 hatten die Oldenburger als eines der ersten SDAX-Unternehmen eine Nachhaltigkeitsberichterstattung eingeführt. Seit 2016 werden sämtliche CEWE-Markenprodukte vollständig klimaneutral hergestellt. Und im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte das für 2025 anvisierte Ziel einer 50-prozentigen Reduzierung der CO<sup>2</sup>-Emissionen (Scope 1 und 2) gegenüber 2015 schon nahezu erreicht werden. Bis 2045 wird eine Klimaneutralität des gesamten Konzerns angestrebt.

Zudem sollen bis 2023 alle verwendeten Papiere FSC-zertifiziert werden. Im vergangenen Jahr erhielten im Bereich Wandbilder bereits Posterleisten und Fotoleinwände dieses Zertifikat. Außerdem wurde das CEWE FOTOBUCH Pure für das verwendete recycelte Papier mit dem Blauen Engel ausgezeichnet. Ein weiteres Beispiel für nachhaltige Fotoprodukte von CEWE bildet ein Adventskalender mit einem vollständig biologisch abbaubaren Innenteil.

Darüber hinaus hat die Gesellschaft in 2020 zur weiteren Optimierung der Nachhaltigkeit einen Prozess zur Überprüfung sämtlicher CEWE-Produkte entlang des Produktlebenszyklus anhand der Kategorien Rohstoffe, Lieferkette, Produktion, Nutzungsphase und Produktlebensende etabliert.

### **GSC-Schätzungen ertragsseitig angepasst**

In seinem Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2021 hat der Vorstand bewusst größere Bandbreiten als gewohnt gewählt, um die mit der aktuellen Pandemielage verbundenen erhöhten Unsicherheiten abzubilden. Auf dieser Basis sieht die Guidance die Konzern Erlöse im Bereich zwischen 710 und 770 Mio. Euro, was eine Veränderung von minus 2 bis plus 6 Prozent bedeuten würde.

Dabei soll der Umsatz im Fotofinishing moderat wachsen, während strategisch bedingt im Bereich Einzelhandel ein weiterer Rückgang eingeplant ist. Im kommerziellen Online-Druck wird nach einem Ende der Lockdowns eine leichte Geschäftsbelebung erwartet. Die ergebnisseitigen Prognosekorridore belaufen sich beim EBIT auf 72 bis 84 Mio. Euro, beim Vorsteuerergebnis auf 70 bis 82 Mio. Euro und beim Jahresüberschuss nach Steuern auf 48 bis 56 Mio. Euro. Dies entspräche einem Ergebnis je Aktie zwischen 6,60 und 7,73 Euro.

Auf Basis der Guidance haben wir unsere Schätzungen umsatzseitig beibehalten, auf der Ertragsseite jedoch geringfügig zurückgenommen. Konkret erwarten wir jetzt in 2021 bei Erlösen von 751 Mio. Euro einen Anstieg des EBIT auf 82,2 Mio. Euro. Bei einem prognostizierten Jahresüberschuss nach Steuern von 53,9 Mio. Euro bzw. 7,48 Euro je Aktie gehen wir von einer weiteren Dividendenanhebung auf 2,40 Euro aus.

Im kommenden Geschäftsjahr 2022 sehen wir bei einem unterstellten Nach-Corona-Szenario und einem Umsatzwachstum auf 783 Mio. Euro das EBIT auf 86,6 Mio. Euro sowie den Gewinn nach Steuern auf 57,0 Mio. Euro entsprechenden 7,91 Euro je Anteilsschein vorankommen. Hinsichtlich der Dividende halten wir dann eine neuerliche Erhöhung auf 2,50 Euro für wahrscheinlich.

### **Bewertung**

Für die Bewertung der CEWE-Aktie ziehen wir einen Peer-Group-Vergleich sowie ein DCF-Modell heran. Da es in Deutschland keinen direkt mit CEWE vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt, legen wir das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zugrunde. Das 2021er-KGV dieser Peer-Group von 18,5 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2021 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,48 Euro einen Wert von 138,24 Euro als erstes Zwischenergebnis.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~69 Mio. €, Beta 1,1 wegen momentaner Corona-bedingter Unwägbarkeiten) resultiert ein zweites Zwischenergebnis von 149,47 Euro. Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 143,85 Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser Kursziel leicht aufgerundet auf 144 Euro erhöhen.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 82,2 Mio. Euro für 2021 ein Faktor von 13,0, der damit etwas oberhalb der zuletzt Mitte März von FINANCE für Large-Caps aus dem Bereich Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,1 bis 12,6 läge. Dies erachten wir aber angesichts der herausragenden Marktstellung von CEWE im Fotofinishing, auf das im vergangenen Jahr 85 Prozent der Konzern Erlöse entfielen, sowie der seit Mitte März weiter gestiegenen Börsenbewertungen für vertretbar.

## Fazit

Nachdem die CEWE Stiftung & Co. KGaA das Geschäftsjahr 2020 außerordentlich erfolgreich abschließen konnte, ist nun der Blick auf 2021 gerichtet. Dabei dürfte das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing in den anhaltenden Lockdown-Zeiten weiterhin vom „Stay-at-home“-Effekt profitieren. Einerseits stehen zwar aufgrund des Corona-bedingt geänderten Reiseverhaltens weiterhin weniger neue Urlaubsbilder für die Gestaltung von Fotoprodukten zur Verfügung. Und in den bisherigen Lockdowns dürften inzwischen auch viele ältere Fotoprojekte der Stammkundschaft abgearbeitet worden sein.

Andererseits konnten aber nach Vorstandsangabe im Corona-Jahr 2020 auch zahlreiche Neukunden vor allem für das CEWE FOTOBUCH gewonnen werden. Diese könnten durchaus noch über einen gewissen „Nachholbedarf“ bei der Erstellung von Fotobüchern, Fotokalendern, Wandbildern sowie anderen Marken- und Mehrwertprodukten verfügen. Zudem spielt der emotionale Wert individuell gestalteter hochwertiger Fotoprodukte, insbesondere als persönliche Geschenke zu Ostern, Geburtstagen oder anderen Anlässen, gerade in der derzeitigen Situation andauernder Lockdowns und Kontaktbeschränkungen eine wichtige Rolle.

Hier ist CEWE als Premium-Anbieter mit hoher Markenbekanntheit, einem stetig steigenden Net Promoter Score und dem etablierten Omni-Channel-Ansatz hervorragend aufgestellt. Dabei treffen die Oldenburger mit innovativen digitalen Lösungen und dem Einsatz Künstlicher Intelligenz zum Beispiel bei der App „CEWE FOTOWELT mobile“ den Nerv der Zeit. Darüber hinaus bildet auch der eigene Einzelhandel trotz der fortschreitenden strategischen Reduktion des Hardwaregeschäfts und der in diesem Jahr geplanten Filialschließungen weiterhin einen wichtigen Vertriebskanal für Fotofinishing-Produkte.

Beim kommerziellen Online-Druck dürfte hingegen erst mit einem nachhaltigen Ende der Lockdowns eine Erholung einsetzen. Hier hat sich die Gesellschaft jedoch mit den implementierten Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen sowie der Straffung des Markenportfolios bereits für einen Wiederanschub nach der Corona-Krise in Stellung gebracht. Und mit einer Eigenkapitalquote von 48,1 Prozent sowie einer unter Einbeziehung der Leasingverbindlichkeiten ermittelten Netto-Cash-Position von 42,4 Mio. Euro zum Bilanzstichtag bleibt der Konzern auch in der Krise sehr solide aufgestellt.

Zudem erfreut CEWE die Anteilseigner auf Basis des Dividendenvorschlags, der eine aktuelle Ausschüttungsrendite von 1,7 Prozent bedeutet, nunmehr bereits das zwölfte Jahr in Folge mit einer steigenden Gewinnbeteiligung. Und auch für die Zukunft liegt das erklärte Ziel bei einer zumindest konstanten, möglichst aber stetig weiter steigenden Dividende.

Auf dem derzeitigen Kursniveau eröffnet sich für den Anleger bei Ansatz unseres auf 144 Euro erhöhten Kursziels noch ein Potenzial von knapp 9 Prozent. Daher betrachten wir den Anteilsschein des Oldenburger Fotospezialisten weiterhin als eine gute Halteposition.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020		2021e		2022e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>649,3</b>	<b>99,9%</b>	<b>720,4</b>	<b>99,8%</b>	<b>727,3</b>	<b>99,9%</b>	<b>751,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>783,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,9%		1,0%		3,3%		4,2%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,9	0,1%	1,2	0,2%	0,9	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			29,3%		-23,6%		7,4%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>650,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>721,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>728,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>752,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>784,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,0%		0,9%		3,3%		4,2%	
Materialaufwand	177,1	27,2%	187,5	26,0%	170,1	23,4%	177,0	23,5%	184,2	23,5%
Veränderung zum Vorjahr			5,9%		-9,3%		4,1%		4,1%	
Personalaufwand	175,8	27,0%	197,0	27,3%	196,1	26,9%	203,4	27,0%	213,0	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			12,1%		-0,5%		3,7%		4,7%	
Sonstiges Ergebnis	-201,8	-31,0%	-223,2	-30,9%	-226,9	-31,2%	-236,4	-31,4%	-246,2	-31,4%
Veränderung zum Vorjahr			-10,6%		-1,7%		-4,2%		-4,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>95,5</b>	<b>14,7%</b>	<b>113,9</b>	<b>15,8%</b>	<b>135,1</b>	<b>18,5%</b>	<b>135,2</b>	<b>18,0%</b>	<b>140,6</b>	<b>17,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			19,2%		18,6%		0,1%		4,0%	
Abschreibungen	39,9	6,1%	57,1	7,9%	55,4	7,6%	53,0	7,0%	54,0	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			43,2%		-3,0%		-4,3%		1,9%	
<b>EBIT</b>	<b>55,7</b>	<b>8,6%</b>	<b>56,8</b>	<b>7,9%</b>	<b>79,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>82,2</b>	<b>10,9%</b>	<b>86,6</b>	<b>11,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,1%		40,2%		3,2%		5,3%	
Finanzergebnis	-0,4	-0,1%	-3,6	-0,5%	-3,3	-0,5%	-3,0	-0,4%	-2,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-798,0%		7,2%		9,8%		6,7%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>55,3</b>	<b>8,5%</b>	<b>53,3</b>	<b>7,4%</b>	<b>76,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>79,2</b>	<b>10,5%</b>	<b>83,8</b>	<b>10,7%</b>
Steuerquote	30,8%		40,5%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	17,0	2,6%	21,6	3,0%	24,4	3,4%	25,3	3,4%	26,8	3,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>38,2</b>	<b>5,9%</b>	<b>31,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>53,9</b>	<b>7,2%</b>	<b>57,0</b>	<b>7,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-17,1%		63,8%		3,7%		5,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	-1,9		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>36,3</b>	<b>5,6%</b>	<b>31,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>51,9</b>	<b>7,1%</b>	<b>53,9</b>	<b>7,2%</b>	<b>57,0</b>	<b>7,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-12,7%		63,8%		3,7%		5,7%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,167		7,208		7,212		7,197		7,197	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>5,06</b>		<b>4,40</b>		<b>7,20</b>		<b>7,48</b>		<b>7,91</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%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	66,4%

## Termine

12.05.2021	Zahlen erstes Quartal 2021
09.06.2021	Ordentliche Hauptversammlung
10.08.2021	Halbjahreszahlen 2021
12.11.2021	Zahlen drittes Quartal 2021

## 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 „Kauf“ 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
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 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2021):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,4%	58,8%
Halten	44,9%	35,3%
Verkaufen	8,7%	5,9%

## 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.