

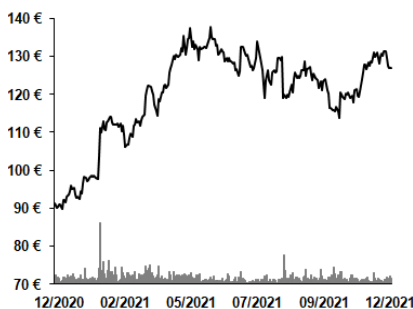
Akt. Kurs (02.12.2021, 15:36, Xetra): 123,60 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **143,00 (141,00) EUR**

**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 3.600 Mitarbeitenden in 21 europäischen Ländern präsent.

|                         | Hoch         | Tief    |
|-------------------------|--------------|---------|
| <b>Kurs 12 Mon.:</b>    | 138,40 €     | 89,30 € |
| <b>Aktueller Kurs:</b>  | 123,60 €     |         |
| <b>Aktienzahl ges.:</b> | 7.423.919    |         |
| <b>Streubesitz:</b>     | 63,4%        |         |
| <b>Marktkapitalis.:</b> | 917,6 Mio. € |         |



## Anlagekriterien

### EBIT bereits nach neun Monaten 2021 leicht positiv

Nachdem die ersten beiden Quartale des laufenden Geschäftsjahres sowie die letztjährigen Vergleichszeiträume jeweils durch gegensätzliche Lockdown-Effekte geprägt waren, waren die Rahmenbedingungen in den Monaten Juli bis September 2021 in etwa mit denen des Vorjahres vergleichbar. Insgesamt reduzierte sich auf dieser Basis der Umsatzrückgang von 5,2 Prozent zum Halbjahr (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 16.08.2021) auf 4,4 Prozent im Neunmonatszeitraum. In Zahlen ausgedrückt bedeutete dies ein Erlösvolumen in Höhe von 395,0 (Vj. 413,3) Mio. Euro.

Dabei fiel das EBIT mit 0,1 Mio. Euro zum ersten Mal seit 2017 wieder bereits zum Ende eines dritten Quartals positiv aus. Bei Betrachtung des um 0,7 Mio. Euro niedrigeren Vorjahreswertes von minus 0,6 Mio. Euro ist allerdings zur berücksichtigen, dass dieser durch Restrukturierungsaufwendungen und Wertberichtigungen im Einzelhandel von 3,2 Mio. Euro belastet war, denen positive Einmaleffekte aus einer Umstellung der Abschreibungsmethode im KOD von 0,6 Mio. Euro gegenüberstanden. Nach Steuern verblieb im Berichtszeitraum ein Periodenergebnis von minus 0,7 (-0,1) Mio. Euro entsprechend minus 0,10 (-0,02) Euro je Aktie.

### Unterschiedliche Entwicklungen auf Segmentebene

Wie bereits im vergangenen Jahr nutzten die Konsumenten auch im dritten Quartal 2021 die nach dem Lockdown wiedergewonnenen Freiheiten verstärkt für andere Freizeitgestaltungen und erstellten weniger Fotoprodukte. Dabei nahmen zwar auch die Reiseaktivitäten wieder zu, allerdings beschränkten sich diese überwiegend auf Deutschland und das europäische Ausland. Dies wirkte sich auch auf den Absatz des CEWE FOTOBUCHs aus, der im dritten Quartal traditionell stark durch Motive von Urlaubsreisen und hier vor allem von Fernreisen geprägt ist. In der Folge sank die Anzahl der abgesetzten Fotobücher im dritten Quartal um 8,4 Prozent.

Zum Ende des Neunmonatszeitraums belief sich das Absatzminus beim CEWE FOTOBUCH auf 15,2 Prozent entsprechend 3,32 (Vj. 3,92) Millionen Exemplaren. Auch die Anzahl der produzierten Bilder sank um 6,8 Prozent von 1,45 auf 1,35 Milliarden Stück, wobei jedoch der Umsatz pro Foto weiter um 3,8 Prozent auf 24,07 (23,18) Cent kletterte. Dies resultierte aus dem seit Jahren anhaltenden Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen niedrigmargigen Fotoabzügen zu hochwertigen, margenstarken Mehrwertprodukten.

## Kennzahlen

|                    | 2019  | 2020  | 2021e | 2022e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>      | 720,4 | 727,3 | 718,0 | 747,0 |
| <i>bisher</i>      | ---   | ---   | 736,0 | 767,0 |
| <b>EBIT</b>        | 56,8  | 79,7  | 80,9  | 85,5  |
| <i>bisher</i>      | ---   | ---   | 81,4  | 86,0  |
| <b>Jahresüb.</b>   | 31,7  | 51,9  | 52,9  | 56,2  |
| <i>bisher</i>      | ---   | ---   | 53,3  | 56,6  |
| <b>Erg./Aktie</b>  | 4,40  | 7,20  | 7,34  | 7,83  |
| <i>bisher</i>      | ---   | ---   | 7,39  | ---   |
| <b>Dividende</b>   | 2,00  | 2,30  | 2,40  | 2,50  |
| <i>bisher</i>      | ---   | ---   | ---   | ---   |
| <b>KGV</b>         | 28,1  | 17,2  | 16,8  | 15,8  |
| <b>Div.rendite</b> | 1,6%  | 1,9%  | 1,9%  | 2,0%  |

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)

Insgesamt gaben die Erlöse im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing um 3,2 Prozent auf 324,9 (335,7) Mio. Euro nach. Nachdem das Segment-EBIT im Vorjahr mit einem Wert von 8,6 Mio. Euro massiv von Skaleneffekten profitiert hatte, stellte sich nun mit 2,1 Mio. Euro wieder eine Normalisierung auf dem Vor-Corona-Niveau ein. Hierin enthalten waren Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld in Höhe von 0,9 (1,2) Mio. Euro sowie PPA-Abschreibungen von 3,1 (3,3) Mio. Euro. Bereinigt um diese Effekte belief sich das operative Segment-EBIT somit auf 4,3 (10,7) Mio. Euro.

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. Im Rahmen des bewussten Verzichts auf margenschwache Hardwareumsätze und der Fokussierung auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft wurden die Erlöse hier in der Vergangenheit aktiv um jährlich etwa 10 bis 15 Prozent abgebaut. Zudem wurde im Zuge dieser durch Corona beschleunigten Strategie das eigene Filialnetz seit Mitte letzten Jahres von rund 140 auf etwa 100 Standorte reduziert.

Trotz dieser knapp 30-prozentigen Straffung bewegte sich der Umsatzrückgang im dritten Quartal 2021 mit 15,8 Prozent nahezu auf dem Level der Vorjahre und das Segment-EBIT verbesserte sich sogar leicht auf minus 20 (-50) TEUR. Im Neunmonatszeitraum wies der Bereich bei um 11,1 Prozent von 24,0 auf 21,4 Mio. Euro verringerten Erlösen ein EBIT von minus 0,8 (-3,7) Mio. Euro aus. Bereinigt um die eingangs erwähnten letztjährigen Einmalbelastungen von 3,2 Mio. Euro sowie Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld in Höhe von 0,7 (1,0) Mio. Euro entsprach das operative Segment-EBIT mit minus 1,5 Mio. Euro exakt dem Vorjahreswert.

Das Geschäftsfeld KOD profitierte auch im dritten Quartal von dem sich weiter normalisierenden Geschäftsleben und der damit verbundenen steigenden Nachfrage nach Werbe- und Geschäftsdrucksachen. So legte der Umsatz um 8,0 Prozent zu und das Segment-EBIT fiel mit minus 0,2 (-1,6) Mio. Euro nur noch leicht negativ aus. Für die ersten neun Monate kam bei um 11,7 Prozent auf 43,1 (48,8) Mio. Euro rückläufigen Erlösen ein EBIT von minus 1,1 (-5,0) Mio. Euro zum Ausweis. Bereinigt um den letztjährigen positiven Einmaleffekt von 0,6 Mio. Euro aus der Umstellung der Abschreibungsmethode, 0,2 (0,2) Mio. Euro PPA-Abschreibungen und 0,7 (1,2) Mio. Euro Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld lag das operative Segment-EBIT bei minus 1,6 (-6,6) Mio. Euro. Diese massive Verbesserung resultierte neben der wieder höheren Umsatzbasis vor allem aus der optimierten Produktions- und Kostenstruktur sowie einem weiterhin straffen Kostenmanagement.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und der Beteiligung futalis, einem Online-Anbieters von Premium-Hundefutter, abgebildet. Hier kletterte im Neunmonatszeitraum der ausschließlich auf futalis entfallende Umsatz kräftig um 20,2 Prozent von 4,7 auf 5,6 Mio. Euro. Dabei verbesserte sich auch das Segment-EBIT auf minus 0,2 (-0,5) Mio. Euro. Dies war hauptsächlich auf den positiven Ergebnisbeitrag von futalis zurückzuführen.

#### **Weitere Auszeichnung belegt Innovationskraft von CEWE im Fotobereich**

Seit Jahren steigt die Anzahl der mit mobilen Endgeräten aufgenommenen Fotos rasant an. Auch bei CEWE verdoppelte sich der Anteil der mittels Smartphones erstellten Bilder an den gesamten produzierten Fotos zwischen 2016 und 2020 nahezu von 32 auf 61 Prozent. Diesem Trend folgt die innovative CEWE Fotowelt App.

Mit dieser App können einfach und unterstützt durch Künstliche Intelligenz via Smartphone oder Tablet hochwertige Fotoprodukte wie das CEWE FOTO-BUCH erstellt werden. Die App wurde nun im August von der EISA (European Imaging and Sound Association) mit dem „EISA Award Photo Service 2021-2022“ zum besten Fotoprodukt gekürt. Mit diesem zu den höchsten jährlich vergebenen Auszeichnungen für Technikprodukte zählenden Preis wurden die schnelle und intuitive Bedienbarkeit sowie die wahlweisen Gestaltungsmöglichkeiten mit Hilfe Künstlicher Intelligenz oder auf manuelle Weise gewürdigt.

### **CEWE trotz weltweiten Lieferengpässen mit „Geschenkeversprechen“**

Für das Gesamtjahr 2021 erwartet der Vorstand unverändert bei Konzern Erlösen zwischen 710 und 770 Mio. Euro ein EBIT von 72 bis 84 Mio. Euro. Dabei soll das Ergebnis vor Steuern bei 70 bis 82 Mio. Euro und nach Steuern bei 48 bis 56 Mio. Euro bzw. 6,60 bis 7,73 Euro je Aktie liegen. Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt CEWE mit Umsätzen von 709 Mio. Euro nahe dem unteren Rand der Prognosebandbreite. Bei den Ertragskennzahlen bewegt sich die Gesellschaft mit 80,4 Mio. Euro beim EBIT, 76,9 Mio. Euro beim EBT und 51,3 Mio. Euro beim Nachsteuergewinn bereits innerhalb der Guidance.

Die entscheidende Rolle für die Erreichung der Jahresziele spielt jedoch sowohl im Fotofinishing als auch im Einzelhandel und dem kommerziellen Online-Druck das Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft, da hier in der Regel über 40 Prozent der Erlöse und mehr als das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet werden. Hier bleibt momentan noch abzuwarten, inwieweit sich die heute beschlossenen Maßnahmen zum Brechen der vierten Corona-Welle auf das Konsumverhalten und die Wirtschaft sowie die CEWE-Geschäftsfelder auswirken werden.

Hinsichtlich des Kerngeschäftsfelds Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, ist der Vorstand aber optimistisch, dass die Verbraucher bei ihren in den letzten Monaten wieder deutlich verstärkten Freizeit- und Reiseaktivitäten viele neue Bilder aufgenommen haben, die nun für die Kreation hochwertiger Fotoprodukte als individuelle Weihnachtsgeschenke zur Verfügung stehen. Hier hat die Gesellschaft Anfang November auch wieder ihre vorweihnachtliche Werbekampagne „Mein ganz persönliches Geschenk“ gestartet, in der reale Kunden mit ihrem CEWE FOTOBUCH zu sehen sind.

Zudem wurden pünktlich zum Weihnachtsgeschäft wieder einige Produkterweiterungen eingeführt. Diese betreffen zum einen das CEWE FOTOBUCH, dessen 75-millionstes Exemplar im Oktober an eine Kundin des 2020 gewonnenen Exklusivpartners in Großbritannien, der Drogeriemarktkette Boots, ausgehändigt wurde. Zum anderen aber auch die übrigen Marken- und Mehrwertprodukte wie Wandbilder, Grußkarten, Jahres- und Adventskalender sowie weitere Fotogeschenke. Dabei spiegelt sich auch der hohe Stellenwert des Themas Nachhaltigkeit bei CEWE zum Beispiel in Adventskalendern mit vollständig biologisch abbaubarem Innenteil, Grußkarten aus Naturpapier und Fotos aus Recyclingpapier wider.

Der weltweit zunehmenden Knappheit sowie den Lieferengpässen bei Rohstoffen und hier insbesondere bei Papier ist CEWE frühzeitig mit einer erhöhten Bevorratung begegnet. So konnten die Oldenburger angesichts gut mit allen erforderlichen Produktionsmaterialien gefüllter Läger sogar ein „Geschenkeversprechen“ abgeben: Alle rechtzeitig bestellten weihnachtlichen Fotogeschenke werden fristgerecht zum Fest geliefert. Damit dürfte die Gesellschaft bei ihren Kunden deutlich punkten und so ihre Position als zuverlässiger Premium-Anbieter qualitativ hochwertiger Fotoprodukte weiter stärken.

### **GSC-Schätzungen adjustiert**

Auf Basis der Neunmonatszahlen sowie unter Berücksichtigung der rollierenden Zwölfmonatswerte haben wir unsere Prognosen leicht angepasst und um eine Schätzungsreihe für 2023 erweitert. Dabei erwarten wir im aktuellen Geschäftsjahr 2021 beim Umsatz jetzt mit 718 Mio. Euro einen Wert im unteren Bereich der Guidance. Nach dem Wegfall der letztjährigen Einmalbelastungen im Einzelhandel sowie aufgrund der insgesamt gesteigerten Effizienz sehen wir jedoch das EBIT mit 80,9 Mio. Euro sowie das Nachsteuerergebnis mit 52,9 Mio. Euro entsprechend 7,34 Euro je Aktie weiterhin in der oberen Hälfte der jeweiligen Prognosebandbreite.

In den kommenden Geschäftsjahren gehen wir von einer kontinuierlich weiter zunehmenden Profitabilität aus. So schätzen wir für 2022 bei einem Erlöszuwachs auf 747 Mio. Euro das EBIT auf 85,5 Mio. Euro und den Gewinn nach Steuern auf 56,2 Mio. Euro bzw. 7,83 Euro je Anteilsschein. In 2023 sollten dann bei einem weiteren Umsatzwachstum auf 777 Mio. Euro das EBIT auf 90,5 Mio. Euro und der Jahresüberschuss nach Steuern auf 59,7 Mio. Euro zulegen, was ein EPS von 8,32 Euro bedeuten würde.

Mit der diesjährigen zwölften Dividendenerhöhung in Folge belegt CEWE als „Dividendenaristokrat“ Platz 5 unter den 190 in einem Börsenindex gelisteten Unternehmen in Deutschland. Wir sind überzeugt, dass die Gesellschaft dieses Ranking verteidigen bzw. weiter ausbauen will, und erwarten daher für 2021 auf 2,40 Euro und für 2022 auf 2,50 Euro je Aktie steigende Ausschüttungen.

Insgesamt ist allerdings zu berücksichtigen, dass angesichts der aktuellen Entwicklungen an der Corona-Front sowie der anhaltenden Verwerfungen auf der Beschaffungsseite sowohl die Unternehmensprognose als auch unsere Schätzungen derzeit mit erhöhten Unsicherheiten behaftet sind.

### **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. Weil wir den hierbei zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum nun von 2021 auf 2022 verschoben haben, sind die auf dieser Basis ermittelten Werte nicht mit den bisherigen Ansätzen vergleichbar.

Das 2022er-KGV unserer Peer-Group von 13,9 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2022 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,83 Euro einen Wert von 108,86 Euro als erstes Zwischenergebnis. Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~77 Mio. Euro, Beta 1,05 wegen Corona-bedingter Unwägbarkeiten) resultiert ein zweites Zwischenergebnis von 178,00 Euro. Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 143,43 Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel leicht auf 143,00 Euro anheben.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 85,5 Mio. Euro für 2022 ein Faktor von 12,4, der damit im oberen Bereich der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,7 bis 12,6 läge.

## Fazit

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2021 blieb die CEWE Stiftung & Co. KGaA auf der Umsatzseite leicht hinter dem Vorjahresniveau zurück. Auf EBIT-Ebene konnte die Gesellschaft jedoch nach dem Wegfall der letztjährigen Einmalbelastungen im Einzelhandel und infolge der insgesamt optimierten Kostenbasis bereits zum Ende des dritten Quartals ein leicht positives Ergebnis ausweisen.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Oldenburger in den letzten Jahren regelmäßig rund 40 Prozent der Erlöse und in der Regel mehr als das gesamte Jahresergebnis im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft erwirtschaftet haben. Dieses wird daher auch in 2021 wieder von entscheidender Bedeutung für die Erreichung der Jahresziele.

Das betrifft nicht nur das geschenkorientierte Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, in dem rund 85 Prozent des Konzernumsatzes erzielt werden. Auch im Einzelhandel spielt das Weihnachtsgeschäft eine wichtige Rolle. Und beim kommerziellen Online-Druck (KOD) schlägt sich das – bei einem von Corona-Eindämmungsmaßnahmen unbelasteten Geschäftsverlauf – in der Vorweihnachtszeit erhöhte Bestellvolumen bei Werbedrucksachen ebenfalls positiv nieder.

Angesichts der heute beschlossenen Verschärfungen der Maßnahmen zur Eindämmung der vierten Welle der COVID-19-Pandemie ist derzeit letztlich nicht abschätzbar, wie sich Einzelhandel und KOD in den letzten Wochen des Jahres schlagen werden. Das Hauptgeschäftsfeld Fotofinishing sollte sich jedoch hiervon unbeeindruckt zeigen.

Denn zum einen konnten die Verbraucher in den letzten Monaten ihre zurückgewonnenen Freiheiten wieder verstärkt für Reise- und andere Freizeitaktivitäten nutzen, in deren Rahmen auch wieder viel „frisches Bildmaterial“ entstanden sein dürfte. Und dies steht nun für die Gestaltung neuer CEWE FOTOBÜCHER oder anderer Marken- und Mehrwertprodukte wie Wandbilder, Grußkarten, Jahres-, Termin- und Adventskalender, Handyhüllen und weiteren Fotogeschenken als individuelle Weihnachtspresents zur Verfügung.

Zum anderen hat das Fotofinishing aufgrund der etablierten Omni-Channel-Strategie bereits bei den vergangenen Lockdowns nicht gelitten, sondern sogar im Gegenteil deutlich vom „Stay-at-home“-Effekt profitieren können. Und schließlich sollte CEWE mit dem infolge eines sehr weitsichtigen Lageraufbaus möglichen „Geschenkeversprechen“ für Fotoprodukte punkten können, während angesichts weltweiter Lieferengpässe das ein oder andere anderweitige Weihnachtsgeschenk in diesem Jahr nicht rechtzeitig geliefert werden dürfte.

Vor allem mit dem langjährigen Bestseller CEWE FOTOBUCH, das 2005 eingeführt wurde und das meistverkaufte Fotobuch Europas markiert, ist CEWE hervorragend als Premium-Anbieter mit hoher Markenbekanntheit im Fotografie-Bereich positioniert. Daher sind wir auch für die weitere Entwicklung des Unternehmens positiv gestimmt. Zudem steht der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von gut 57 Prozent zum 30. September 2021 bilanziell ebenfalls unverändert sehr solide da. Bei Ansatz unserer Schätzungen liegt die Dividendenrendite aktuell bei 1,9 Prozent, wobei wir auch für die Zukunft von kontinuierlich weiter steigenden Ausschüttungen ausgehen.

Auf Basis unseres leicht auf 143 erhöhten Kursziels bietet die CEWE-Aktie derzeit ein Kurspotenzial von knapp 16 Prozent. Daher bestätigen wir unser „Kaufen“-Rating für den Anteilsschein des Oldenburger Fotospezialisten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| CEWE Stiftung & Co. KGaA                |              |               |              |               |              |               |              |               |              |               |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.    | 2019         |               | 2020         |               | 2021e        |               | 2022e        |               | 2023e        |               |
| <b>Umsatzerlöse</b>                     | <b>720,4</b> | <b>99,8%</b>  | <b>727,3</b> | <b>99,9%</b>  | <b>718,0</b> | <b>99,9%</b>  | <b>747,0</b> | <b>99,9%</b>  | <b>777,0</b> | <b>99,9%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 1,0%         |               | -1,3%        |               | 4,0%         |               | 4,0%         |               |
| Bestandsveränderungen / Eigenleistungen | 1,2          | 0,2%          | 0,9          | 0,1%          | 1,0          | 0,1%          | 1,0          | 0,1%          | 1,0          | 0,1%          |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | -23,6%       |               | 7,4%         |               | 0,0%         |               | 0,0%         |               |
| <b>Gesamtleistung</b>                   | <b>721,6</b> | <b>100,0%</b> | <b>728,2</b> | <b>100,0%</b> | <b>719,0</b> | <b>100,0%</b> | <b>748,0</b> | <b>100,0%</b> | <b>778,0</b> | <b>100,0%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 0,9%         |               | -1,3%        |               | 4,0%         |               | 4,0%         |               |
| Materialaufwand                         | 187,5        | 26,0%         | 170,1        | 23,4%         | 169,0        | 23,5%         | 174,3        | 23,3%         | 179,7        | 23,1%         |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | -9,3%        |               | -0,7%        |               | 3,1%         |               | 3,1%         |               |
| Personalaufwand                         | 197,0        | 27,3%         | 196,1        | 26,9%         | 199,2        | 27,7%         | 208,7        | 27,9%         | 218,6        | 28,1%         |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | -0,5%        |               | 1,6%         |               | 4,8%         |               | 4,8%         |               |
| Sonstiges Ergebnis                      | -223,2       | -30,9%        | -226,9       | -31,2%        | -217,0       | -30,2%        | -225,5       | -30,2%        | -234,2       | -30,1%        |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | -1,7%        |               | 4,4%         |               | -3,9%        |               | -3,8%        |               |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>113,9</b> | <b>15,8%</b>  | <b>135,1</b> | <b>18,5%</b>  | <b>133,9</b> | <b>18,6%</b>  | <b>139,5</b> | <b>18,7%</b>  | <b>145,5</b> | <b>18,7%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 18,6%        |               | -0,9%        |               | 4,2%         |               | 4,3%         |               |
| Abschreibungen                          | 57,1         | 7,9%          | 55,4         | 7,6%          | 53,0         | 7,4%          | 54,0         | 7,2%          | 55,0         | 7,1%          |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | -3,0%        |               | -4,3%        |               | 1,9%         |               | 1,9%         |               |
| <b>EBIT</b>                             | <b>56,8</b>  | <b>7,9%</b>   | <b>79,7</b>  | <b>10,9%</b>  | <b>80,9</b>  | <b>11,2%</b>  | <b>85,5</b>  | <b>11,4%</b>  | <b>90,5</b>  | <b>11,6%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 40,2%        |               | 1,5%         |               | 5,7%         |               | 5,8%         |               |
| Finanzergebnis                          | -3,6         | -0,5%         | -3,3         | -0,5%         | -3,1         | -0,4%         | -2,9         | -0,4%         | -2,7         | -0,3%         |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 7,2%         |               | 6,8%         |               | 6,5%         |               | 6,9%         |               |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>             | <b>53,3</b>  | <b>7,4%</b>   | <b>76,4</b>  | <b>10,5%</b>  | <b>77,8</b>  | <b>10,8%</b>  | <b>82,6</b>  | <b>11,0%</b>  | <b>87,8</b>  | <b>11,3%</b>  |
| Steuerquote                             | 40,5%        |               | 32,0%        |               | 32,0%        |               | 32,0%        |               | 32,0%        |               |
| Ertragssteuern                          | 21,6         | 3,0%          | 24,4         | 3,4%          | 24,9         | 3,5%          | 26,4         | 3,5%          | 28,1         | 3,6%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                 | <b>31,7</b>  | <b>4,4%</b>   | <b>51,9</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>52,9</b>  | <b>7,4%</b>   | <b>56,2</b>  | <b>7,5%</b>   | <b>59,7</b>  | <b>7,7%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 63,8%        |               | 1,8%         |               | 6,2%         |               | 6,3%         |               |
| 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>52,9</b>  | <b>7,4%</b>   | <b>56,2</b>  | <b>7,5%</b>   | <b>59,7</b>  | <b>7,7%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr                 |              |               | 63,8%        |               | 1,8%         |               | 6,2%         |               | 6,3%         |               |
| Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf  | 7,208        |               | 7,212        |               | 7,204        |               | 7,178        |               | 7,178        |               |
| <b>Gewinn je Aktie</b>                  | <b>4,40</b>  |               | <b>7,20</b>  |               | <b>7,34</b>  |               | <b>7,83</b>  |               | <b>8,32</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%  |
| Lupus alpha Investment GmbH  | 3,0%  |
| Eigene Aktien  | 1,3%  |
| Streubesitz  | 63,4% |

## **Termine**

|            |                              |
|------------|------------------------------|
| 31.03.2022 | Geschäftsbericht 2021        |
| 15.06.2022 | Ordentliche Hauptversammlung |

## **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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 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 € |
| 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 €  |

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2021):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen     | 52,4%                           | 77,8%                        |
| Halten     | 38,1%                           | 16,7%                        |
| Verkaufen  | 9,5%                            | 5,5%                         |

## Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- 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.