

Akt. Kurs (05.04.2022, 17:39, Xetra): 90,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **120,00 (130,00) EUR**

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

Kurs 12 Mon.: 138,40 € 90,00 €
Aktueller Kurs: 90,80 €
Aktienzahl ges.: 7.442.003
Streubesitz: 58,2%
Marktkapitalis.: 675,7 Mio. €



Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
Umsatz	727,3	692,8	714,0	742,0
<i>bisher</i>	---	---	---	743,0
EBIT	79,7	72,2	73,3	77,3
<i>bisher</i>	---	---	75,8	80,4
Jahresüb.	51,9	48,9	48,6	51,3
<i>bisher</i>	---	47,0	49,6	52,8
Erg./Akte	7,20	6,77	6,72	7,10
<i>bisher</i>	---	6,52	6,93	7,39
Dividende	2,30	2,35	2,40	2,50
<i>bisher</i>	---	2,40	2,50	---
Div.-Rend.	2,5%	2,6%	2,6%	2,8%
KGV	12,6	13,4	13,5	12,8

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

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.

Anlagekriterien

2021 mit zweihöchstem EBIT der Unternehmenshistorie

Ende März hat CEWE die endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 veröffentlicht, die den Anfang Februar publizierten vorläufigen Werten entsprachen. Demgemäß gingen die Konzernerlöse um 4,7 Prozent auf 692,8 (Vj. 727,3) Mio. Euro zurück. Auch das EBIT gab von 79,7 Mio. Euro auf 72,2 Mio. Euro nach, woraus eine leicht auf 10,4 (10,9) Prozent verringerte Marge resultierte. Nach dem außergewöhnlich starken Vorjahr wurde damit aber immer noch das zweibeste EBIT in der Geschichte des Unternehmens erzielt.

Das Finanzergebnis verbesserte sich signifikant von minus 3,3 auf plus 0,5 Mio. Euro. Hier wirkte sich der Gewinn aus der Veräußerung einer Finanzbeteiligung mit 2,0 Mio. Euro positiv aus, während im Vorjahr eine Belastung von 1,9 Mio. Euro aus der Bewertung einer Put-Call-Option angefallen war. Bei einer leicht von 32,0 auf 32,8 Prozent gestiegenen Steuerquote kam schließlich ein Jahresüberschuss von 48,9 (51,9) Mio. Euro zum Ausweis. Der Free Cashflow sank zwar deutlich von 103,3 auf 21,5 Mio. Euro, hauptsächlich um Corona-bedingte Effekte bereinigt jedoch nur auf 63,7 (76,9) Mio. Euro.

Das Management schlägt der für den 15. Juni 2022 anberaumten Hauptversammlung vor, aus dem unverwässerten Ergebnis je Aktie von 6,77 (7,20) Euro eine erneut um 5 Cent von 2,30 auf 2,35 Euro je Anteilsschein erhöhte Dividende zu zahlen. Dies würde nunmehr die 13. Ausschüttungsanhebung in Folge bedeuten, womit CEWE seinen Rang als „Dividendenaristokrat“ weiter festigen dürfte.

Bei Betrachtung der insgesamt im Vergleich zum Vorjahr rückläufigen Kennziffern ist zu beachten, dass seinerzeit das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, das für rund 85 Prozent der Konzernerlöse steht, massiv vom Corona-bedingten „Stay-at-home“-Effekt profitiert hatte. Im Berichtszeitraum fiel diese Wirkung nun insbesondere auch im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft nicht mehr so stark aus.

Unter Ausklammerung dieser „Corona-Sonderkonjunktur“ zeigt ein Vergleich von 2021 mit dem „Vor-Corona-Jahr“ 2019 jedoch, dass sich die Profitabilität von CEWE weiterhin äußerst erfreulich entwickelt hat. Zwar gab der Umsatz ausgehend von 720,4 Mio. Euro in 2019 ebenfalls um 3,8 Prozent nach. Das EBIT legte aber seitdem dennoch von 56,8 Mio. Euro bzw. bereinigt um Restrukturierungsaufwendungen 61,8 Mio. Euro um gut 27 bzw. bereinigt knapp 17 Prozent auf die genannten 72,2 Mio. Euro zu. Dabei kletterte die EBIT-Marge ebenfalls signifikant von 7,9 Prozent bzw. bereinigt 8,6 Prozent auf die nunmehr erreichten 10,4 Prozent.

Fotofinishing mit langjährig stetig steigender operativer EBIT-Marge

Im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing gaben die Umsätze von dem durch die „Corona-Sonderkonjunktur“ geprägten Vorjahreswert von 620,0 Mio. Euro um 4,8 Prozent auf 590,1 Mio. Euro nach. Belastend wirkte sich dabei auch das infolge der pandemiebedingten Beschränkungen und -unsicherheiten veränderte Reiseverhalten der Konsumenten aus. Denn da weiterhin kaum Fernreisen stattfanden, bei denen besonders viele Fotos aufgenommen werden, stand weniger neues Bildmaterial für die Erstellung von Fotoprodukten zur Verfügung.

Dies schlug sich vor allem beim Bestseller CEWE FOTOBUCH als klassischem Multi-Foto-Produkt nieder. So sank der Absatz hier um 13,4 Prozent auf 5,65 (Vj. 6,52) Millionen Exemplare. Auch die Anzahl der insgesamt produzierten Bilder verringerte sich um 6,7 Prozent auf 2,18 (2,34) Milliarden Stück. Dabei setzte sich jedoch der seit vielen Jahren bestehende Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen niedrigmargigen Fotoabzügen zu höherwertigen, margenstarken Mehrwertprodukten weiterhin fort. So kletterte der Umsatz pro Foto erneut um 2,0 Prozent von 26,51 auf 27,04 Cent.

Nachdem die „Corona-Sonderkonjunktur“ im Vorjahr vor allem im Weihnachtsgeschäft zu starken Skaleneffekten und damit zu einem außergewöhnlich hohen Segment-EBIT von 88,6 Mio. Euro geführt hatte, kam nun ein Wert von 71,2 Mio. Euro zum Ausweis. Dies entsprach einer EBIT-Marge von 12,1 (14,3) Prozent. Darin enthalten waren Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 1,0 (1,3) Mio. Euro. Bereinigt um Sondereffekte aus Kaufpreisallokationen von 3,8 (4,3) Mio. Euro und letztjährigen Restrukturierungsaufwendungen von 0,7 Mio. Euro belief sich das operative Segment-EBIT auf 75,0 (93,6) Mio. Euro. Auf dieser Basis setzte sich der langjährige Trend einer kontinuierlich steigenden operativen EBIT-Marge von 12,4 Prozent in 2019 über den Corona-bedingten „Ausreißer“ von 15,1 Prozent in 2020 auf 12,7 Prozent im Berichtszeitraum weiter fort.

Einzelhandel profitiert von optimierter Filialstruktur

In Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen und Schweden betreibt CEWE über einen Multichannel-Ansatz eigene Filialen und Online-Shops. Dabei dient das Geschäftsfeld Einzelhandel neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware insbesondere als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Geschäftsfeld Fotofinishing abgebildet werden.

Aufgrund des bewussten Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft wurden die Erlöse im CEWE RETAIL bereits seit längerem aktiv um jährlich rund 10 Prozent reduziert. Im Zuge der durch die Pandemie beschleunigten Fokussierung auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft hatte der Vorstand dann in 2020 beschlossen, die Anzahl der eigenen Läden um gut 40 auf rund 100 Standorte zu verringern.

Trotz dieser etwa 30-prozentigen Straffung des Filialnetzes ging der Umsatz im Einzelhandel im abgelaufenen Geschäftsjahr lediglich um 8,7 Prozent auf 31,2 (Vj. 34,1) Mio. Euro zurück. Dabei drehte das Segment-EBIT mit 0,2 (-4,2) Mio. Euro wieder in die schwarzen Zahlen. Allerdings war der Vorjahreswert durch Restrukturierungsrückstellungen von 2,9 Mio. Euro und Wertberichtigungen auf Vorräte von 1,5 Mio. Euro im Zusammenhang mit der Optimierung der Filialstruktur belastet. Somit bewegte sich das Segment-EBIT trotz der deutlich geringeren Umsatzbasis auf dem um diese Sondereffekte bereinigten Vorjahresniveau. Dabei wurden Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld in Höhe von 0,7 (1,2) Mio. Euro verbucht.

Kommerzieller Online-Druck schafft Turnaround

Im dem auf B2B-Kundschaft ausgerichteten Geschäftsfeld KOD ist CEWE mit den Marken SAXOPRINT, viaprinto und LASERLINE in Europa mit Schwerpunkt in der DACH-Region präsent. Auch in 2021 litt die Nachfrage nach Geschäfts- und Werbendrucksachen Corona-bedingt. Dabei fiel das erste Quartal im Vergleich zu dem noch weitgehend von der Pandemie unbeeinträchtigten Vergleichszeitraum mit einem Umsatzminus von gut 43 Prozent sehr schwach aus, während in den übrigen drei Quartalen Erlöszuwächse zwischen 8 und knapp 26 Prozent erzielt wurden. In Summe resultierte daraus ein leichter Umsatzrückgang um 2,6 Prozent auf 66,0 (Vj. 67,8) Mio. Euro.

Obwohl sich das Erlösvolumen damit weit unter dem Vor-Corona-Niveau von über 100 Mio. Euro bewegte, konnte nun mit 1,2 (-3,7) Mio. Euro wieder ein positives Segment-EBIT ausgewiesen werden. Dabei fielen alleine 2,3 Mio. Euro der insgesamt erzielten Ergebnissteigerung von 4,9 Mio. Euro im Schlussquartal an. Bereinigt um Kaufpreisallokationen von 0,2 (0,2) Mio. Euro und eine letztjährige Rückstellungsauflösung von 0,6 Mio. Euro verbesserte sich das operative EBIT sogar von minus 4,0 auf plus 1,4 Mio. Euro. Hier zeigten die optimierten Produktions- und Kostenstrukturen in Verbindung mit einem straffen Kostenmanagement deutlich Wirkung. Zudem fielen Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld von 0,7 (1,3) Mio. Euro an.

futalis entwickelt sich weiterhin erfreulich

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten, das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen sowie die Beiträge von futalis, einem Online-Anbieter von Premium-Hundefutter, abgebildet. Hier wuchs der ausschließlich auf futalis entfallende Umsatz weiter kräftig um 15,9 Prozent von 6,6 auf 7,6 Mio. Euro. Dabei führten der gesteigerte positive Ergebnisbeitrag der Gesellschaft sowie etwas höhere Immobilienerträge dazu, dass sich das Segment-EBIT ebenfalls deutlich auf minus 0,4 (Vj. -1,1) Mio. Euro verbesserte.

Guidance für 2022 eher vorsichtig angesetzt

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet CEWE ein Umsatzvolumen zwischen 680 und 740 Mio. Euro, was eine Veränderung von minus 2 bis plus 7 Prozent bedeuten würde. Dabei sollen die Erlöse im Fotofinishing und KOD beim Ausbleiben neuerlicher Corona-bedingter Störfeuer moderat steigen, während im Einzelhandel strategiegemäß mit einem weiteren leichten Rückgang geplant wird. Auf der Ertragsseite wird bei einem EBIT im Bereich von 65 bis 80 Mio. Euro ein Ergebnis vor Steuern von 62 bis 77 Mio. Euro sowie nach Steuern von 42 bis 52 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Dies würde einem Gewinn je Aktie zwischen 5,89 und 7,32 Euro entsprechen.

Nachdem der Vorstand bereits im Vorjahr angesichts der Corona-bedingten Unwägbarkeiten breitere Prognosekorridore gewählt hatte, wurden die Bandbreiten nun nochmals vergrößert. Hintergrund sind die Unsicherheiten, die neben der anhaltenden Pandemie aus den bereits eingetretenen und zu erwartenden weiteren Steigerungen bei Material-, Logistik- und Energiekosten sowie aus einer inflationsbedingten Verringerung der Kaufkraft der Verbraucher resultieren. Vom Ukraine-Krieg ist CEWE hingegen nicht unmittelbar betroffen, da Russland und die Ukraine keine Absatzmärkte bilden und dort auch keine Waren und Dienstleistungen bezogen werden. Bislang sieht die Gesellschaft auch keine Anzeichen negativer Effekte auf das Konsumverhalten ihrer Kunden infolge des Konflikts.

GSC-Schätzungen angepasst

Auf Basis der eher vorsichtigen Guidance für das laufende Jahr haben wir unsere Schätzungen angepasst. Dabei erwarten wir im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing aufgrund eines pandemiebedingt noch nicht wieder normalisierten Reiseverhaltens auch für 2022 eine eher verhaltene Entwicklung. Trotzdem gehen wir davon aus, dass – wie laut Vorstandsangabe bereits Ende letzten Jahres erfolgt – Anstiege der Einstandspreise insbesondere bei Material, Energie und Logistik weitgehend weitergegeben werden können. Der KOD sollte etwas stärker zulegen und seine Profitabilität weiter steigern können, während sich CEWE RETAIL im Rahmen der strategischen Ausrichtung entwickeln dürfte.

Konkret sehen jetzt wir im laufenden Geschäftsjahr bei einem moderaten Umsatzplus von 3,1 Prozent auf 714 Mio. Euro beim EBIT einen leichten Zuwachs auf 73,3 Mio. Euro. Dies würde eine Marge von 10,2 Prozent bedeuten. Infolge des Wegfalls des letztjährigen positiven Sondereffekts beim Finanzergebnis in Höhe von 1,9 Mio. Euro verorten wir dabei das Nachsteuerergebnis mit 48,6 Mio. Euro bzw. 6,72 Euro je Aktie leicht unter dem Vorjahresniveau. Dabei gehen wir dennoch von einer erneuten Dividendenerhöhung um 5 Cent auf 2,40 Euro je Anteilsschein aus.

Im Geschäftsjahr 2023 erwarten wir dann mit einer weiteren Normalisierung des Pandemiegeschehens ein wieder etwas stärkeres Umsatzwachstum von knapp 4 Prozent auf 742 Mio. Euro. Dabei sollte auch das EBIT leicht überproportional auf 77,3 Mio. Euro entsprechend einer auf 10,4 Prozent verbesserten Marge zulegen. Auf dieser Basis prognostizieren wir beim Jahresüberschuss nach Steuern ebenfalls ein Wachstum auf 51,3 Mio. Euro bzw. 7,10 Euro je Aktie. Dann können wir uns auch wieder eine Anhebung der Dividende um 10 Cent auf 2,50 Euro je Aktie vorstellen.

Bewertung

Für die Bewertung der CEWE-Aktie ziehen wir einen Peer-Group-Vergleich und ein DCF-Modell heran. Dabei stützen wir uns im Rahmen des Peer-Group-Vergleichs auf das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel), da es in Deutschland keinen direkt mit CEWE vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt.

Das 2022er-KGV unserer Peer-Group von 13,7 (bisher 14,0) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2022 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 6,72 (6,93) Euro einen Wert von 91,83 (96,73) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser im Vergleich zu unserem letzten Research niedrigere Wert resultiert dabei sowohl aus der Rücknahme unserer EPS-Schätzung als auch aus dem seither gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~71 Mio. Euro, Beta 1,05 wegen corona- und inflationsbedingter Unwägbarkeiten) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 147,60 (162,98) Euro. Dabei resultiert dieses deutlich unter dem bisherigen Wert liegende Ergebnis zum einen ebenfalls aus der Reduktion unserer Schätzungen. Zum anderen wirkte sich das seit unserem letzten Research weiter gestiegene Zinsniveau negativ aus.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 119,71 (129,86) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel nunmehr auf 120 (130,00) Euro zurücknehmen.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 73,3 Mio. Euro für 2022 ein Faktor von 12,2, der damit innerhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 10,1 bis 12,8 läge.

Fazit

Nachdem die CEWE Stiftung & Co. KGaA in 2021 massiv von einer „Corona-Sonderkonjunktur“ im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing profitiert hatte, blieben die Zahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2022 etwas hinter den Vorjahreswerten zurück. Im Vergleich zum „Vor-Corona-Jahr“ 2019 verbesserten sich jedoch sämtliche Ergebniskennziffern deutlich. Auf dieser Basis setzte sich auch der seit geraumer Zeit anhaltende Trend einer kontinuierlich steigenden operativen EBIT-Marge im Fotofinishing weiterhin fort.

Auch im laufenden Geschäftsjahr 2022 dürfte das Fotofinishing noch darunter leiden, dass pandemiebedingt weniger Fernreisen als zu Vor-Corona-Zeiten unternommen werden. Damit dürfte auch weiterhin weniger „frisches Bildmaterial“ für die Gestaltung neuer Marken- und Mehrwertprodukte wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern, Kalendern, Handyhüllen, Grußkarten und weiterer Fotogeschenke zur Verfügung stehen. Zudem war hier das erste Quartal 2021 noch deutlich positiv vom Lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekt beeinflusst.

Daher erwarten wir im Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, in diesem Jahr nochmals eine eher verhaltene Entwicklung. Dabei sollte der anhaltende Produktmixwandel von einfachen Fotoabzügen zu hochwertigen Mehrwertprodukten aber dazu beitragen, dass die operative Marge des Bereichs weiter steigt. Auch die Geschäftsfelder Kommerzieller Online-Druck und Einzelhandel erscheinen nach den umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen nun ebenso wie futalis gut aufgestellt und sollten von einer nachhaltigen Entspannung an der Corona-Front profitieren können.

Zwar sind wir analog der Guidance für 2022 angesichts der anhaltenden Pandemie, stark steigender Material-, Energie- und Logistikkosten sowie einer möglichen künftigen Konsumzurückhaltung vor dem Hintergrund der Inflation und des Ukraine-Kriegs eher vorsichtig gestimmt. Insgesamt bewerten wir die Zukunftsaussichten des Oldenburger Fotospezialisten aber mit seiner starken Positionierung als Omni-Channel-Premium-Anbieter mit hohem Bekanntheitsgrad der Marke CEWE auch unter den weiterhin schwierigen Rahmenbedingungen unverändert als positiv.

Dabei bilden neben der hervorragenden Marktstellung und den sehr soliden Bilanzverhältnissen mit einer Eigenkapitalquote von 56 Prozent zum Geschäftsjahresende auch die Beschäftigten ein wichtiges Asset des Unternehmens. Hier konnte die Mitarbeiterzufriedenheit im vergangenen Jahr erfreulich weiter von 68 auf 74 Prozent gesteigert werden. Zudem wurde unter anderem auch die werteorientierte Führungskultur des Unternehmens mit dem „Axia Best Managed Companies Award“ von Deloitte, WirtschaftsWoche, Credit Suisse und dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) gewürdigt.

Zwar führen unsere Schätzungsanpassungen, das gesunkene Niveau der Vergleichsaktien sowie die gestiegene Umlaufrendite im Rahmen unseres Bewertungsmodells dazu, dass wir unser Kursziel auf 120 Euro zurücknehmen. Doch auch auf dieser Basis bietet das Papier aktuell ein Kurspotenzial von gut 32 Prozent. Daher bekräftigen wir unsere „Kaufen“-Empfehlung. Zudem beläuft sich die Dividendenrendite derzeit auf 2,6 Prozent, für die Folgejahre gehen wir von kontinuierlich weiter steigenden Ausschüttungen aus.

Gewinn- und Verlustrechnung

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

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

Erben des Firmengründers Heinz Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG)	27,1%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Lupus alpha Investment GmbH	3,0%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Eigene Aktien	3,6%
Streubesitz	58,2%

Termine

11.05.2022	Zahlen erstes Quartal 2022
15.06.2022	Ordentliche Hauptversammlung
09.08.2022	Halbjahreszahlen 2022
11.11.2022	Zahlen drittes Quartal 2022

Kontaktadresse

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

Email: info@cewe.de
Internet: 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

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
10.02.2022	107,60 €	Kaufen	130,00 €
17.12.2021	126,00 €	Halten	143,00 €
02.12.2021	123,60 €	Kaufen	143,00 €
16.08.2021	120,80 €	Kaufen	141,00 €
21.05.2021	132,00 €	Halten	146,00 €
23.04.2021	132,20 €	Halten	144,00 €
26.02.2021	108,00 €	Halten	120,00 €
08.12.2020	90,90 €	Kaufen	106,00 €
01.12.2020	93,70 €	Halten	106,00 €
20.08.2020	101,40 €	Halten	106,00 €
14.05.2020	92,20 €	Ausgesetzt	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	75,0%
Halten	32,1%	25,0%
Verkaufen	5,6%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

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

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), 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.