

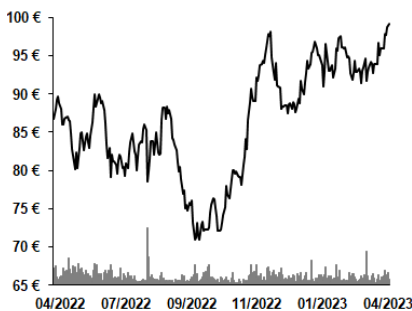
Akt. Kurs (14.04.2023, 14:50, Xetra): 99,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **117,00 (125,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist mit dem CEWE FOTO-BUCH, Fotokalendern, Wandbildern, Grußkarten, CEWE SOFORTFOTOS und weiteren Fotoprodukten der führende europäische Omni-Channel-Fotoanbieter. Neben diesem als Fotofinishing bezeichneten Kerngeschäftsfeld vertreibt das Unternehmen im Segment Einzelhandel (CEWE RETAIL) Foto-Hardware wie Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet. Insgesamt ist CEWE mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 europäischen Ländern präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	99,90 €	69,90 €
Aktueller Kurs:	99,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	61,4%	
Marktkapitalis.:	736,8 Mio. €	



Anlagekriterien

Ergebnis 2022 nur knapp unter Rekordniveau aus 2020

Das Ende März von CEWE präsentierte endgültige Zahlenwerk für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 entsprach den Anfang Februar publizierten vorläufigen Werten (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 17.02.2023). Konkret kletterte der Konzernumsatz in dem durch die zunehmende Corona-Normalisierung geprägten vergangenen Jahr um 7,0 Prozent auf 741,0 (Vj. 692,8) Mio. Euro.

Auf die zum 1. Juni 2022 übernommene Hertz Systemtechnik GmbH, Lieferant der CEWE Fotostationen, entfielen dabei lediglich Erlöse von 0,1 Mio. Euro, so dass das Wachstum quasi ausschließlich organisch erwirtschaftet wurde. Hierzu trugen alle Geschäftsfelder bei. Dabei resultierte das Umsatzplus neben Preiserhöhungen, die aufgrund der inflationsbedingten Verteuerungen auf der Wareneinsatz- und Kostenseite notwendig wurden, vor allem auch aus Absatzsteigerungen.

Der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen sowie die sonstigen betrieblichen Erträge fielen über den Vorjahreswerten aus. Eine Verschiebung im Umsatzmix zum materialintensiveren Geschäftsfeld KOD führte dazu, dass die Materialaufwandsquote trotz der Weitergabe der gestiegenen Einkaufspreise von 23,2 auf 24,8 Prozent zulegte. Dagegen konnten die Kostenquoten beim Personalaufwand auf 27,6 (28,1) Prozent sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 34,5 (34,8) Prozent reduziert werden.

In Verbindung mit etwas höheren Abschreibungen resultierte daraus in Summe ein EBIT von 75,6 (72,2) Mio. Euro. Zwar verringerte sich die EBIT-Marge dabei leicht von 10,4 auf 10,2 Prozent. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass die beiden Vorjahre teils massiv durch die Pandemie-bedingte „Sonderkonjunktur“ im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing geprägt waren. Ein Vergleich mit der EBIT-Marge des Vor-Corona-Jahres 2019 von 7,9 Prozent bzw. bereinigt um Restrukturierungsaufwendungen 8,6 Prozent zeigt hingegen deutlich die zwischenzeitliche signifikante Profitabilitätssteigerung.

Nach Wegfall eines letztjährigen positiven Effekts aus der Veräußerung einer Finanzbeteiligung belief sich das Finanzergebnis auf minus 0,8 (0,5) Mio. Euro. Bei einer auf 31,7 (32,8) Prozent verringerten Steuerquote kam schließlich ein Jahresüberschuss von 51,1 Mio. Euro zum Ausweis, der damit nur minimal unter dem Wert des Rekordjahres 2020 von 51,9 Mio. Euro lag. Aufgrund der infolge von Rückkäufen geringeren Aktienanzahl entsprach das unverwässerte EPS dabei mit 7,20 (6,77) Euro exakt dem Rekordniveau aus 2020.

Kennzahlen

	2021	2022	2023e	2024e
Umsatz	692,8	741,0	771,0	802,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	72,2	75,6	78,4	82,2
<i>bisher</i>	---	---	79,7	83,8
Jahresüb.	48,9	51,1	52,8	55,4
<i>bisher</i>	---	50,5	53,0	55,8
Erg./Akte	6,77	7,20	7,34	7,70
<i>bisher</i>	---	7,07	7,37	7,76
Dividende	2,35	2,45	2,55	2,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
KGv	14,6	13,7	13,5	12,9

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

Insgesamt konnte CEWE damit beim Umsatz leicht über sowie bei den Ergebniskennziffern im oberen Bereich der jeweiligen Zielkorridore abschneiden. Auf dieser Basis schlägt das Management der am 7. Juni 2023 in Oldenburg geplanten Hauptversammlung die 14. Dividendenerhöhung in Folge auf nunmehr 2,45 (2,35) Euro je Aktie vor.

Ergebnis weiterhin vom Fotofinishing getragen

Vor allem das Fotofinishing profitierte im vergangenen Geschäftsjahr von der Corona-Normalisierung, mit der einhergehend wieder vermehrt Reiseaktivitäten sowie Veranstaltungen, Feste und Feiern stattfanden. Denn bei diesen klassischen Fotoanlässen entstand nach den Einschränkungen der Pandemiezeiten nun endlich wieder reichlich „frisches Bildmaterial“, das die Konsumenten dann insbesondere im geschenkorientierten Weihnachtsgeschäft für die Erstellung individueller Fotoprodukte nutzten. Zusätzlich wirkten sich auch kostenbedingt notwendige Preiserhöhungen positiv aus.

In Summe resultierte daraus ein Anstieg des Segmentumsatzes um 4,4 Prozent auf 616,1 (Vj. 590,1) Mio. Euro, womit das Kerngeschäftsfeld für rund 83 (85) Prozent der Konzern Erlöse stand. Damit erreichte das Fotofinishing nahezu das Umsatzniveau des massiv durch die „Corona-Sonderkonjunktur“ geprägten Geschäftsjahres 2020 von 620,0 Mio. Euro. Im Vergleich zum Vor-Corona-Jahr 2019 kletterten die Erlöse um 8,5 Prozent.

Die positive Entwicklung schlug sich auch beim Absatz des Bestsellers CEWE FOTOBUCH nieder, der mit einem Plus von 3,6 Prozent auf 5,85 (5,65) Millionen Exemplare sogar leicht über dem Zielkorridor von 5,4 bis 5,8 Millionen Stück lag. Die Anzahl der insgesamt produzierten Bilder stieg ebenfalls um 4,4 Prozent auf 2,28 (2,18) Milliarden Fotos. Dabei normalisierte sich die zu den Lockdown-Zeiten der Vorjahre besonders hohe Nachfrage nach umsatzstarken Ein-Foto-Produkten wie Wandbildern und Puzzeln wieder.

Diese Verschiebung im Produktmix führte dazu, dass der Umsatz pro Foto trotz des Absatzanstiegs beim Multi-Foto-Produkt CEWE FOTOBUCH auf dem Vorjahreslevel von 27,04 Cent verharrte. Verglichen mit dem Niveau des Vor-Corona-Jahres 2019 von 23,65 Cent bedeutete dies aber eine kräftige Steigerung um 14,3 Prozent. Darin spiegelte sich auch der weiterhin anhaltende Trend „von Masse zu Klasse“, also von einfachen niedrigmargigen Fotoabzügen zu höherwertigen, margenstarken Mehrwertprodukten wider.

Bei weitgehender Weitergabe der inflationsbedingten Kostensteigerungen kletterte das EBIT im Fotofinishing auf 73,7 (71,2) Mio. Euro, was eine Marge von 12,0 (12,1) Prozent bedeutete. Im Vor-Corona-Jahr 2019 hatte das Segment-EBIT noch bei 66,9 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 11,8 Prozent gelegen. Bereinigt um Sondereffekte aus Kaufpreisallokationen von 4,2 (3,8) Mio. Euro belief sich die operative EBIT-Marge auf unverändert 12,7 Prozent gegenüber 12,4 Prozent in 2019. Bei Ausklammerung des Corona-bedingten „Ausreißers“ in 2020 von 15,1 Prozent blieb somit der langjährige Trend einer kontinuierlich steigenden operativen EBIT-Marge weiterhin intakt.

Einzelhandel mit optimierter Filialstruktur gut aufgestellt

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

Dabei fokussiert sich die Gesellschaft auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft und verzichtet in diesem Rahmen bewusst auf margenschwache Hardwareumsätze, so dass sich die Erlöse hier seit einigen Jahren planmäßig rückläufig entwickeln. Zudem wurde vor dem Hintergrund der Corona-Auswirkungen Mitte 2020 eine rund 30-prozentige Straffung des Filialnetzes auf nunmehr 101 Standorte beschlossen.

Mit der optimierten Filialstruktur entwickelte sich das Geschäftsfeld CEWE RETAIL im Zuge der Corona-Normalisierung ebenfalls positiv. So stand hier bei einem leichten Umsatzanstieg von 3,9 Prozent auf 32,4 (Vj. 31,2) Mio. Euro ein unverändertes EBIT von 0,2 Mio. Euro in den Büchern. Dabei war der Vorjahreswert zudem noch durch Sozialversicherungsleistungen in Form von Kurzarbeitergeld in Höhe von 0,7 Mio. Euro positiv beeinflusst. Im Vor-Corona-Jahr 2019 hatte der Einzelhandel noch bei einem um rund 35 Prozent höheren Erlösniveau lediglich ein ausgeglichenes EBIT erwirtschaftet.

KOD profitiert von Nachfragebelebung und „Bestpreis-Garantie“

Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck bietet CEWE in Europa mit Schwerpunkt auf der DACH-Region unter den Marken SAXOPRINT, viaprinto und LASERLINE online Werbe- und Geschäftsdrucksachen an. Nach den massiv durch die Pandemie belasteten beiden Vorjahren führte die Corona-Normalisierung nun zu einer deutlichen Erholung der Nachfrage nach Werbe- und Geschäftsdrucksachen. An dieser positiven Marktentwicklung konnte der KOD auch aufgrund einer „Bestpreisgarantie“ mit einer Umsatzausweitung um 31,0 Prozent auf 86,5 (Vj. 66,0) Mio. Euro kräftig partizipieren. In der Folge wuchs auch der Anteil an den Konzernernlösen auf rund 12 (10) Prozent.

Im Zuge dessen verdoppelte sich das Segment-EBIT nahezu von 1,2 auf 2,3 Mio. Euro. Dabei waren auch hier im Vorjahreswert noch Sozialversicherungsleistungen in Form von Kurzarbeitergeld von 0,7 Mio. Euro enthalten. Noch deutlicher werden die positiven Effekte der umgesetzten Optimierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen beim Vergleich mit dem Vor-Corona-Jahr 2019: Seinerzeit war bei einem um gut 19 Prozent höheren Umsatzvolumen von 103,2 Mio. Euro vor Restrukturierungsaufwendungen von 5,0 Mio. Euro noch ein EBIT von minus 2,7 Mio. Euro angefallen.

futalis weiterhin auf Wachstumskurs

Im Geschäftsfeld Sonstiges bildet CEWE die Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen ab. Hier stieg der ausschließlich auf die Beteiligung futalis, einen Online-Anbieter von Premium-Hundefutter, entfallende Umsatz weiter um 8,6 Prozent auf 8,3 (Vj. 7,6) Mio. Euro. Das Segment-EBIT belief sich auf minus 0,6 (-0,4) Mio. Euro. Dabei hatte sich im Vorjahr eine Rückstellungsauflösung in Höhe von 0,3 Mio. Euro positiv ausgewirkt, so dass sich das EBIT operativ leicht verbesserte.

Guidance berücksichtigt anhaltend unsichere Rahmenbedingungen

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2023 prognostiziert der Vorstand Konzernernlöse von 720 bis 780 Mio. Euro, was einer Veränderung im Bereich zwischen minus 3 und plus 5 Prozent entsprechen würde. Dabei sollen die Umsätze im Fotofinishing leicht steigen, im Einzelhandel strategiegemäß moderat sinken und im KOD weiter wachsen. Auf dieser Basis wird ein EBIT von 70 bis 82 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 69 bis 81 Mio. Euro und ein Jahresüberschuss nach Steuern von 47 bis 55 Mio. Euro angepeilt. Dies würde ein Ergebnis je Aktie zwischen 6,58 und 7,73 Euro bedeuten.

Dabei reflektieren die gewählten Bandbreiten die weiterhin erhöhten Unsicherheiten auf der Wareneinsatz- und Kostenseite, aus infolgedessen möglicherweise notwendigen weiteren Preisanpassungen sowie aus den Auswirkungen der Inflation auf Konsum- und Reiseverhalten und damit auch auf das Fotografier- und Bestellverhalten der CEWE-Kunden. Bislang sind hier jedoch unverändert keine Anzeichen negativer Effekte erkennbar. Zudem ist die Gesellschaft auch weder beschaffungs- noch absatzseitig unmittelbar vom Ukraine-Krieg betroffen.

GSC-Schätzungen aktualisiert

Da wir den Unternehmensausblick als – wie gewohnt – eher vorsichtig formuliert erachten, haben wir unsere Annahmen für 2023 im oberen Bereich der jeweiligen Prognosekorridore angesetzt. Auf dieser Basis haben wir unsere Umsatzschätzung bei 771 Mio. Euro belassen. Dabei erwarten wir eine weitere leichte Verschiebung im Umsatzmix zum KOD. Unter Berücksichtigung des Vorjahreswertes haben wir daher nun die Materialaufwandsquote deutlich höher als zuletzt veranschlagt. Insbesondere dadurch bedingt liegt unsere Prognose für das EBIT jetzt mit 78,4 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 10,2 Prozent etwas unter unserem letzten Ansatz. Darauf aufbauend sehen wir den Jahresüberschuss nach Steuern bei 52,8 Mio. Euro. Dies würde bei der aktualisierten gewichteten Aktienanzahl ein EPS von 7,34 Euro bedeuten.

Im Geschäftsjahr 2024 gehen wir dann von einem weiteren Erlöszuwachs auf 802 Mio. Euro aus. Dabei sollte das EBIT leicht überproportional auf 82,2 Mio. Euro zulegen, so dass wir eine Verbesserung der Marge auf 10,3 Prozent erwarten. Auf dieser Grundlage verorten wir das Nachsteuerergebnis bei 55,4 Mio. Euro bzw. 7,70 Euro je Aktie.

Mit der vorgeschlagenen 14. Dividendenerhöhung in Folge zählt CEWE zu den Top 5 der 190 deutschen Index-Unternehmen mit einer seit Jahren ununterbrochen steigenden Gewinnbeteiligung der Anteilseigner. Wir sind überzeugt, dass die Oldenburger diese Position auch zukünftig verteidigen bzw. noch weiter ausbauen wollen. Daher prognostizieren wir weiterhin um jeweils 10 Cent auf 2,55 Euro für 2023 und 2,65 Euro für 2024 steigende Dividenden.

Bewertung

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

Das 2023er-KGV dieser Peer-Group von 13,2 (bisher 15,4) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2023 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,34 Euro einen Wert von 96,62 (113,88) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Ansatz deutlich geringere Wert neben unserer leicht reduzierten EPS-Schätzung vor allem aus dem seither wieder merklich gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Nachdem CEWE bereits der Finanzkrise und der Corona-Pandemie mit einer Umsatzentwicklung deutlich über dem BIP trotzten konnte, zeigt sich der Premium-Anbieter auch nach wie vor unbeeindruckt von Inflation und Konsumzurückhaltung. Angesichts dieser nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz haben wir den Betafaktor im Rahmen unseres DCF-Modells nunmehr von 1,00 auf 0,90 reduziert.

Auf dieser Basis ergibt sich aus unserem DCF-Modell (weitere Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 %, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~70 Mio. Euro) ein zweites Zwischenergebnis von 138,16 (135,36) Euro. Dabei resultiert dieser über dem vorherigen Ansatz liegende Wert neben der Reduktion des Betafaktors auch aus der seit unserem letzten Update etwas gesunkenen Umlaufrendite, während unsere Schätzungsanpassungen leicht gegenläufig wirkten.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 117,39 (124,62) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel auf 117 Euro zurücknehmen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 78,4 Mio. Euro für 2023 ein Faktor von 11,1, der damit innerhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 8,9 bis 11,6 läge.

Fazit

Im Zuge der fortschreitenden Corona-Normalisierung konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA im Geschäftsjahr 2022 in allen Geschäftsfeldern Steigerungen bei Umsatz und operativem Ergebnis erzielen. Dabei erreichte der Jahresüberschuss nahezu das Niveau des Rekordjahres 2020, in dem die Gesellschaft massiv von einer „Sonderkonjunktur“ im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing infolge des Corona-bedingten „Stay-at-home“-Effekts profitiert hatte.

Wie erwartet, zeigte sich dabei die Nachfrage vor allem im Fotofinishing unbeeindruckt von der hohen Inflation und der damit verbundenen allgemeinen Konsumzurückhaltung. Zudem konnte CEWE die Verteuerungen auf der Wareneinsatz- und Kostenseite durch eigene Preisanpassungen kompensieren. Diese Preissetzungsmacht und Resilienz gegenüber konjunkturellen Einflüssen spiegelt die starke Marken- und Marktpositionierung von CEWE als Omni-Channel-Premium-Anbieter im Fotofinishing sowie den hohen emotionalen Stellenwert individueller Fotoprodukte wider. Dies betrifft vor allem das CEWE FOTOBUCH als beliebtestes Fotobuch Europas, aber auch die weiteren hochwertigen Mehrwertprodukte wie Wandbilder, Kalender und Grußkarten.

Daher dürfte sich die erfolgreiche Entwicklung im Fotofinishing auch künftig ungeachtet der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weiter fortsetzen. Gut aufgestellt zeigt sich auch der Einzelhandel, der primär als Vertriebskanal für Fotofinishing-Produkte dient. Der kommerzielle Online-Druck mit seiner stark automatisierten und inzwischen hocheffizienten und kostenoptimierten Produktion sowie der „Bestpreisgarantie“ sollte sich bei einer weiter steigenden Nachfrage nach Geschäftsdrucksachen ebenfalls positiv entwickeln.

Einen festen Bestandteil der CEWE-DNA bildet auch eine hohe Innovationsdynamik. So wurden im Fotofinishing im letzten Jahr 28 Produktneuheiten/-weiterentwicklungen eingeführt. Angesichts des Trends zur Smartphone-Fotografie gewinnt dabei der Einsatz von Künstlicher Intelligenz bei der Produktkonfiguration und -bestellung immer mehr an Bedeutung. Und das konzernweite Teamwork wird nun im Rahmen der Initiative „The ‚WE‘ in CEWE“ durch gruppenweite Leitbilder für gutes Miteinander und gute Führung weiter gestärkt.

Insgesamt sind wir daher auch für die weitere Entwicklung des Oldenburger Unternehmens mit seinen hohen Cashflows, einer Eigenkapitalquote von gut 57 Prozent und den seit Jahren kontinuierlich steigenden Dividenden zuversichtlich gestimmt. Vor allem infolge des seit unserem letzten Research deutlich gesunkenen Bewertungsniveaus unserer Peer-Group-Vergleichsaktien müssen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie zwar auf 117 Euro zurücknehmen, stufen das Papier dabei aber nach wie vor als klaren „Kauf“ ein.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022		2023e		2024e	
Umsatzerlöse	727,3	100,0%	692,8	100,0%	741,0	100,0%	771,0	100,0%	802,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,0%		4,0%		4,0%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	0,9	0,1%	1,6	0,2%	2,8	0,4%	3,0	0,4%	3,1	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			67,3%		81,8%		5,9%		3,3%	
Gesamtleistung	728,2	100,1%	694,3	100,2%	743,8	100,4%	774,0	100,4%	805,1	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,1%		4,1%		4,0%	
Materialaufwand	171,1	23,5%	160,7	23,2%	183,5	24,8%	191,6	24,9%	199,6	24,9%
Veränderung zum Vorjahr			-6,1%		14,2%		4,4%		4,2%	
Personalaufwand	196,1	27,0%	194,9	28,1%	204,8	27,6%	215,0	27,9%	224,6	28,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		5,1%		5,0%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-225,9	-31,1%	-214,1	-30,9%	-226,3	-30,5%	-234,0	-30,4%	-242,6	-30,3%
Veränderung zum Vorjahr			5,3%		-5,7%		-3,4%		-3,7%	
EBITDA	135,1	18,6%	124,6	18,0%	129,2	17,4%	133,4	17,3%	138,2	17,2%
Veränderung zum Vorjahr			-7,7%		3,7%		3,2%		3,6%	
Abschreibungen	55,4	7,6%	52,4	7,6%	53,6	7,2%	55,0	7,1%	56,0	7,0%
Veränderung zum Vorjahr			-5,3%		2,2%		2,6%		1,8%	
EBIT	79,7	11,0%	72,2	10,4%	75,6	10,2%	78,4	10,2%	82,2	10,3%
Veränderung zum Vorjahr			-9,4%		4,8%		3,6%		4,9%	
Finanzergebnis	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			116,2%		-249,3%		0,7%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	76,4	10,5%	72,7	10,5%	74,8	10,1%	77,6	10,1%	81,4	10,2%
Steuerquote	32,0%		32,8%		31,7%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	24,4	3,4%	23,8	3,4%	23,7	3,2%	24,8	3,2%	26,1	3,2%
Jahresüberschuss	51,9	7,1%	48,9	7,1%	51,1	6,9%	52,8	6,8%	55,4	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		3,3%		5,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	51,9	7,1%	48,9	7,1%	51,1	6,9%	52,8	6,8%	55,4	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		3,3%		5,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,212		7,227		7,089		7,191		7,191	
Gewinn je Aktie	7,20		6,77		7,20		7,34		7,70	

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%
Eigene Aktien	3,4%
Streubesitz	61,4%

Termine

11.05.2023	Zahlen erstes Quartal 2023
07.06.2023	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
11.08.2023	Halbjahreszahlen 2023
10.11.2023	Zahlen drittes Quartal 2023

Kontaktadresse

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

E-Mail: 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
E-Mail: 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
17.02.2023	96,50 €	Kaufen	125,00 €
19.12.2022	88,40 €	Kaufen	115,00 €
18.11.2022	89,00 €	Kaufen	115,00 €
15.08.2022	87,10 €	Kaufen	122,00 €
20.05.2022	82,60 €	Kaufen	119,00 €
06.04.2022	90,80 €	Kaufen	120,00 €
10.02.2022	107,60 €	Kaufen	130,00 €
17.12.2021	126,00 €	Halten	143,00 €
02.12.2021	123,60 €	Kaufen	143,00 €
16.08.2021	120,80 €	Kaufen	141,00 €
21.05.2021	132,00 €	Halten	146,00 €
23.04.2021	132,20 €	Halten	144,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	71,4%	89,5%
Halten	26,6%	10,5%
Verkaufen	2,0%	0,0%

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), 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.