

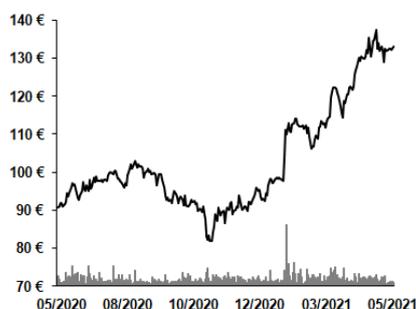
Akt. Kurs (21.05.2021, 09:31, Xetra): 132,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **146,00 (144,00) EUR**

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
Kurs 12 Mon.:	137,40 €	81,00 €
Aktueller Kurs:	132,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.423.919	
Streubesitz:	66,3%	
Marktkapitalis.:	980,0 Mio. €	



Anlagekriterien

Gelungener Start ins Geschäftsjahr 2021

Die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2021 waren bekanntlich durchgängig durch die COVID-19-Pandemie und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen geprägt. Dagegen hatten sich im letztjährigen Vergleichsquarter erst ab Mitte März erste Corona-Effekte eingestellt. Unter Berücksichtigung dieses Aspekts erachten wir es als sehr positiv, dass CEWE mit Konzern Erlösen von 145,9 (Vj. 146,4) Mio. Euro das Umsatzniveau zum Jahresauftakt stabil halten konnte.

Noch deutlich erfreulicher entwickelte sich jedoch die Profitabilität. Dies spiegelte sich in mehr als einer Vervielfachung des EBIT auf 8,6 (2,0) Mio. Euro wider. Auch der Periodenüberschuss legte kräftig von 1,7 auf 5,7 Mio. Euro entsprechend einem verwässerten Ergebnis je Aktie von 0,79 (0,24) Euro zu. Wie bereits im vergangenen Jahr basierte die positive Entwicklung maßgeblich auf dem Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, das die Corona-bedingten Belastungen in den Bereichen Einzelhandel und KOD umsatzseitig nahezu und auf der Ergebnisseite deutlich mehr als kompensieren konnte.

Kennzahlen

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

Fotofinishing trägt CEWE weiter sicher durch die Pandemie

Konkret kletterten die Erlöse im Fotofinishing im Auftaktquarter um starke 9,0 Prozent auf 125,0 (Vj. 114,7) Mio. Euro. Hier schlug sich zum einen der seit geraumer Zeit zu beobachtende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung vom zweiten und dritten in das erste und letzte Jahresquarter positiv nieder. Zum anderen profitierte das Geschäftsfeld weiterhin vom Lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekt mit einem verstärkten Onlinegeschäft.

Dabei führte das infolge der Reise- und Kontaktbeschränkungen geringere Volumen neuer Bilder zwar dazu, dass der Absatz des Multi-Foto-Produkts CEWE FOTOBUCH leicht um 2,2 Prozent auf 1,33 (1,36) Millionen Exemplare sank. Trotzdem konnte hier jedoch durch eine höhere Wertigkeit eine Umsatzsteigerung im mittleren einstelligen Prozentbereich erzielt werden. Auch die übrigen Marken- und Mehrwertprodukte wie Wandbilder, Fotokalender und weitere Fotogeschenke legten teils mit zweistelligen Wachstumsraten zu.

So trug insgesamt sowohl eine um 2,4 Prozent erhöhte Anzahl der produzierten Bilder als auch ein weiter um 6,5 Prozent auf 24,03 (22,57) Cent gesteigerter Umsatz pro Foto zu dem kräftigen Erlöszuwachs bei. Dabei führten Skaleneffekte und ein anhaltend konsequentes Kostenmanagement zu nahezu einer Verdreifachung des Segment-EBIT von 3,3 auf 9,8 Mio. Euro.

Übrige Geschäftsfelder trotz Corona mit stabilen Ergebnissen

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient 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. Im Rahmen des Verzichts auf margenschwaches Hardwaregeschäft und der Fokussierung auf Fotofinishing-Umsätze wurden die Erlöse hier bereits vor Corona aktiv um jährlich rund 10 Prozent reduziert. Lockdown-bedingt fiel das Umsatzminus mit 16,8 Prozent auf 6,3 (Vj. 7,5) Mio. Euro im ersten Quartal 2021 jedoch höher aus. Ganz maßgeblich aufgrund des straffen Kostenmanagements und unterstützt durch Leistungen der Sozialversicherung in Form von Kurzarbeitergeld verbesserte sich das Segment-EBIT dabei jedoch sogar leicht auf minus 0,4 (-0,5) Mio. Euro.

Das auf B2B-Kundschaft ausgerichtete Geschäftsfeld KOD litt mit einem Erlöseinbruch von 43,2 Prozent von 22,6 auf 12,8 Mio. Euro weiterhin am stärksten unter den Auswirkungen der Corona-Eindämmungsmaßnahmen. Trotz dieses massiven Umsatzeinbruchs konnte jedoch durch die nach der Restrukturierung effizientere Produktions- und Kostenstruktur, ein stringentes Kostenmanagement sowie Kurzarbeitergeld das EBIT stabil auf dem Vorjahresniveau von minus 0,6 Mio. Euro gehalten werden.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten, der Immobilienbesitz sowie die Beteiligung futalis abgebildet. Hier legten die ausschließlich futalis zuzuordnenden Umsätze weiter dynamisch um 11,7 Prozent auf 1,8 (1,6) Mio. Euro zu. Das Segment-EBIT verbesserte sich dabei auf minus 0,1 (-0,2) Mio. Euro, wobei futalis ein leicht positives Ergebnis erzielte.

Weitere Auszeichnungen für CEWE

Auch außerhalb des operativen Geschäfts konnte CEWE jüngst weitere Erfolge vermelden. So wurde die Gesellschaft Anfang Mai zum zweiten Mal in Folge für ihre hervorragende Unternehmensführung mit dem „Axia Best Managed Companies Award“ ausgezeichnet. Der von Deloitte, WirtschaftsWoche, Credit Suisse und dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) vergebene Preis würdigte dabei unter anderem auch die Innovationskultur des Konzerns.

Zu dieser zählt auch der alljährlich im ersten Quartal stattfindende „Innovation Day“, an dem 2021 – Pandemie-bedingt online – mehr als 1.000 Mitarbeiter teilnahmen. Und die innovativen Fotoprodukte können nun in Deutschland auch mit dem neuen „CEWE Truck“ als mobilem Ausstellungsstand bei Kunden, Handelspartnern, Messen und Veranstaltungen präsentiert werden. Zudem dient der Truck neben Flugzeugen und Lokomotiven als weiterer großflächiger Werbeträger zur zusätzlichen Steigerung der Markenbekanntheit von CEWE.

Darüber hinaus wurde die besonders nachhaltige Unternehmensphilosophie der Gesellschaft (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 23.04.2021) jüngst durch den internationalen Stimmrechtsberater Institutional Shareholder Services (ISS) mit dem „Environmental Qualityscore 1“ ausgezeichnet.

GSC-Schätzungen unverändert

Angesichts der Entwicklung im ersten Quartal hat der Vorstand seine bisherige Guidance bestätigt. Diese beinhaltet bei Konzern Erlösen zwischen 710 und 770 Mio. Euro ein EBIT von 72 bis 84 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 70 bis 82 Mio. Euro und einen Nachsteuergewinn zwischen 48 und 56 Mio. Euro bzw. 6,60 bis 7,73 Euro je Aktie. Dabei wurde jedoch auch auf die weiterhin bestehenden Corona-bedingten erhöhten Unsicherheiten hingewiesen.

Insbesondere ist davon auszugehen, dass das infolge des erstmaligen „Stay-at-home“-Effekts sehr starke Fotofinishing-Ergebnis des zweiten Quartals 2020 in diesem Jahr nicht wieder erreicht werden kann. Zudem könnte sich neben dem Mangel an neuem Bildmaterial zur Erstellung von Fotoprodukten auch der anhaltende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung im zweiten und dritten Quartal negativ auf das Fotofinishing-Geschäft auswirken.

Demgegenüber steht die Möglichkeit, dass sich die Lage im Einzelhandel und KOD bei einer nachhaltigen Entspannung an der Corona-Front wieder sukzessive verbessert. Dabei wurden die meisten der im vergangenen Jahr eingeleiteten Filialschließungen im Geschäftsfeld CEWE RETAIL per Ende April 2021 bereits umgesetzt. Insgesamt entscheidend wird jedoch wie immer das Weihnachtsgeschäft sein, in dem CEWE in der Regel rund 40 Prozent der Umsätze und das gesamte Jahresergebnis erwirtschaftet.

Auf Basis der Zahlen zum Auftaktquartal 2021 haben wir unsere Schätzungen unverändert beibehalten. Somit sehen wir im laufenden Geschäftsjahr weiterhin bei einem Konzernumsatz von 751 Mio. Euro das EBIT bei 82,2 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern bei 53,9 Mio. Euro bzw. 7,48 Euro je Aktie. Im Geschäftsjahr 2022 gehen wir bei auf 783 Mio. Euro steigenden Erlösen von weiteren Zuwächsen beim EBIT auf 86,6 Mio. Euro sowie beim Nachsteuerergebnis auf 57,0 Mio. Euro bzw. 7,91 Euro je Anteilschein aus. Dabei können wir uns weitere Dividendenerhöhungen auf 2,40 Euro für 2021 und 2,50 Euro für 2022 vorstellen.

Bewertung

Für die Bewertung der CEWE-Aktie ziehen wir weiterhin einen Peer-Group-Vergleich und ein DCF-Modell heran. Da es in Deutschland keinen direkt mit CEWE vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber gibt, legen wir beim Peer-Group-Vergleich unverändert das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zugrunde. Das 2021er-KGV dieser Peer-Group von 19,6 (bisher 18,5) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2021 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,48 Euro einen Wert von 146,14 (138,24) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser höhere Wert resultiert ausschließlich aus dem seit unserer letzten Analyse gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

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 146,27 (149,47) Euro. Dieser unter dem bisherigen Niveau liegende Wert resultiert hauptsächlich aus dem seit unserer letzten Analyse gestiegenen Zinsniveau. Zudem haben wir im laufenden Geschäftsjahr den Mittelabfluss in Höhe von 9,8 Mio. Euro für den im ersten Quartal erfolgten Erwerb der restlichen Cheerz-Anteile berücksichtigt.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 146,21 (143,85) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser Kursziel leicht abgerundet auf 146 (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 13,2, der damit etwas oberhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps aus dem Bereich Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,6 bis 12,7 läge. Dies erachten wir aber angesichts der herausragenden Marktstellung von CEWE im Fotofinishing, auf das aktuell rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, für vertretbar.

Fazit

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2021 setzten sich bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA die grundsätzlichen Tendenzen aus den drei vorangegangenen, bereits ebenfalls durch die COVID-19-Pandemie geprägten Quartalen fort. So führte eine starke Entwicklung im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing dazu, dass trotz Corona-bedingter Belastungen im Einzelhandel und Kommerziellen Online-Druck (KOD) der Konzernumsatz stabil blieb und sich der Periodenüberschuss sogar mehr als verdreifachte. Ergebnisseitig wirkte sich dabei neben dem steigenden Operating Leverage im Fotofinishing auch das über alle Geschäftsfelder hinweg implementierte straffe Kostenmanagement positiv aus.

Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich im Fotofinishing die seit geraumer Zeit anhaltende saisonale Umsatzverschiebung vom zweiten und dritten in das erste und letzte Quartal bemerkbar machen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass das zweite Quartal 2020 aufgrund des erstmaligen Lockdown-bedingten „Stay-at-home“-Effekts durch ein außergewöhnlich starkes Fotofinishing-Geschäft geprägt war. Darüber hinaus stehen infolge der Reise- und Kontaktbeschränkungen nach wie vor relativ wenige neue Bilder für die Erstellung von Fotoprodukten zur Verfügung. Daher gehen wir davon aus, dass das zweite Quartal 2021 im Vergleich zum Vorjahr schwächer ausfallen wird.

Im Einzelhandel und KOD hängt die weitere Entwicklung maßgeblich davon ab, wann und in welchem Umfang die aktuellen Corona-Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden. Bei einer nachhaltigen sukzessiven Normalisierung des öffentlichen Lebens und damit auch im Einzelhandels-, Gastronomie-, Veranstaltungs- und Tourismusgewerbe ist vor allem im KOD durchaus eine deutliche Erholung denkbar. Dabei hat sich CEWE mit den umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen in beiden Geschäftsfeldern bereits gut für die „Nach-Corona-Zeit“ positioniert. Dies spiegelte sich im ersten Quartal 2021 auch in trotz deutlich rückläufiger Umsätze stabil gehaltenen Segment-EBITs wider.

Insgesamt wird jedoch wie in jedem Jahr auch in 2021 das Weihnachtsgeschäft wieder die entscheidende Rolle spielen. Hier dürften die Oldenburger als Premium-Anbieter mit hoher Markenbekanntheit und dem insbesondere auch in der Corona-Krise bewährten Omni-Channel-Ansatz auch weiterhin mit dem emotionalen Wert individuell gestalteter Fotoprodukte wie dem CEWE FOTOBUCH, Fotokalendern, Grußkarten, Wandbildern sowie anderen Marken- und Mehrwertprodukten punkten können. Zudem lassen die derzeit voranschreitenden Impfkampagnen und sinkenden Inzidenzwerte momentan auch auf ein wieder belebteres Weihnachtsgeschäft im Einzelhandel und KOD hoffen.

Darüber hinaus bleibt CEWE mit einer Konzerneigenkapitalquote von 58,2 Prozent und einer Netto-Cash-Position (ohne Leasingverbindlichkeiten) von 60,0 Mio. Euro zum 31. März 2021 bilanziell grundsolide aufgestellt. Auf Grundlage der vorgeschlagenen zwölften Dividendenerhöhung in Folge, über die die Anteilseigner auf der virtuellen Hauptversammlung am 9. Juni entscheiden dürfen, beläuft sich die Ausschüttungsrendite derzeit auf 1,7 Prozent. Wir gehen davon aus, dass die Gewinnbeteiligungen der Aktionäre entsprechend der publizierten Ausschüttungspolitik mit weiter wachsenden Ergebnissen auch zukünftig steigen werden.

Auf dem aktuellen Kursniveau und bei Ansatz unseres leicht auf 146 Euro erhöhten Kursziels bietet der Anteilsschein des Oldenburger Fotospezialisten ein Upside-Potenzial von rund 10,5 Prozent. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser „Halten“-Votum für die CEWE-Aktie.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020		2021e		2022e	
Umsatzerlöse	649,3	99,9%	720,4	99,8%	727,3	99,9%	751,0	99,9%	783,0	99,9%
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%	
Gesamtleistung	650,3	100,0%	721,6	100,0%	728,2	100,0%	752,0	100,0%	784,0	100,0%
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%	
EBITDA	95,5	14,7%	113,9	15,8%	135,1	18,5%	135,2	18,0%	140,6	17,9%
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%	
EBIT	55,7	8,6%	56,8	7,9%	79,7	10,9%	82,2	10,9%	86,6	11,0%
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%	
Ergebnis vor Steuern	55,3	8,5%	53,3	7,4%	76,4	10,5%	79,2	10,5%	83,8	10,7%
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%
Jahresüberschuss	38,2	5,9%	31,7	4,4%	51,9	7,1%	53,9	7,2%	57,0	7,3%
Veränderung zum Vorjahr			-17,1%		63,8%		3,7%		5,8%	
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	
Bereinigter Jahresüberschuss	36,3	5,6%	31,7	4,4%	51,9	7,1%	53,9	7,2%	57,0	7,3%
Veränderung zum Vorjahr			-12,7%		63,8%		3,7%		5,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,167		7,208		7,212		7,206		7,206	
Gewinn je Aktie	5,06		4,40		7,20		7,48		7,91	

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	1,4%
Streubesitz	66,3%

Termine

09.06.2021	Ordentliche Hauptversammlung (virtuell)
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

Internet: company.cewe.de (Unternehmen) und 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

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
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 €
18.11.2019	87,50 €	Halten	98,00 €
27.08.2019	80,70 €	Halten	92,00 €

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), 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.