

Akt. Kurs (15.04.2025, 10:41, Xetra): 98,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **143,00 (148,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte, mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 Ländern präsente CEWE-Gruppe ist Europas führender Foto-Service und Online-Druck-Anbieter. Unter dem Dach der CEWE Stiftung & Co. KGaA werden im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing über einen Omnichannel-Ansatz neben dem bekannten CEWE FOTOBUCH zahlreiche weitere personalisierte Fotoprodukte unter den Marken CEWE, Cheerz, DeinDesign, Pixum und WhiteWall vermarktet. Im Geschäftsfeld Einzelhandel (CEWE RETAIL) offeriert das Unternehmen Foto-Hardware wie Kameras und Zubehör sowie ebenfalls Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden unter den Marken SAXOPRINT, LASERLINE und viaprinto Geschäftsdrucksachen produziert und vertrieben.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	110,40 €	92,30 €
Aktueller Kurs:	98,70 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	55,4%	
Marktkapitalis.:	734,5 Mio. €	



Geschäftsjahr 2024 mit neuen Höchstwerten bei Umsatz und Ergebnis

Das vergangene Geschäftsjahr konnte CEWE mit dem Erreichen oder Über-treffen sämtlicher Ziele und neuen Bestmarken bei Umsatz und Ertrag erneut sehr erfolgreich abschließen. Bei Betrachtung des Zahlenwerks ist zu berücksichtigen, dass Anfang 2024 im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing bei einem Handelspartner eine Umstellung von einer preis- zu einer provisionsbasierten Abrechnung erfolgte. Dadurch wirken sich hier seitdem die im Vergleich zu den B2B-Konditionen höheren Endverbraucher-Verkaufspreise umsatzsteigernd aus. Gleichzeitig erhöhen sich aber auch die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbuchten Provisionen entsprechend, so dass sich aus der Umstellung auf EBIT-Ebene per Saldo keine Effekte ergeben.

Kennzahlen

	2023	2024	2025e	2026e
Umsatz	780,2	832,8	866,0	900,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	83,9	86,1	92,8	96,9
<i>bisher</i>	---	---	90,5	94,9
Jahresüb.	57,3	60,1	63,6	66,4
<i>bisher</i>	---	58,5	61,2	64,2
Erg./Aktie	8,10	8,64	9,25	9,68
<i>bisher</i>	---	8,44	8,90	9,33
Dividende	2,60	2,85	3,00	3,20
<i>bisher</i>	---	2,75	2,85	---
Div.-Rend.	2,6%	2,9%	3,0%	3,2%
KGV	12,2	11,4	10,7	10,2

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

Auf dieser Basis legten die Konzernenerlöse im Geschäftsjahr 2024 um 6,7 Prozent auf 832,8 (Vj. 780,2) Mio. Euro zu, womit die Guidance von 770 bis 820 Mio. Euro deutlich übertroffen wurde. Der um den Effekt aus der Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners bereinigte Umsatz traf mit einem Wachstum um 5,1 Prozent auf 820,0 Mio. Euro exakt den oberen Rand der Zielbandbreite.

Aufgrund der durch den Umstellungseffekt erhöhten Erlösbasis sind die Aufwandsquoten in der Berichtsperiode nur bedingt mit den Vorjahreswerten vergleichbar. Insgesamt führte dabei eine Verschiebung im Umsatzmix von den Geschäftsfeldern Einzelhandel und KOD zum weniger materialintensiven Fotofinishing in Verbindung mit Preiserhöhungen zu einem merklichen Rückgang der Materialaufwandsquote auf 22,6 (24,0) Prozent. Demgegenüber kletterte die Personalaufwandsquote infolge von Lohn- und Gehaltssteigerungen, der Zahlung einer Inflationsausgleichprämie sowie wachstumsbedingter Neueinstellungen im Fotofinishing leicht auf 28,4 (28,1) Prozent. Der negative Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen stieg auch aufgrund der durch die Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners höheren Provisionszahlungen im Verhältnis zum Umsatz auf minus 32,7 (-30,8) Prozent.

Die Abschreibungen wuchsen von 53,8 auf 55,6 Mio. Euro. Dies resultierte allerdings ausschließlich aus außerplanmäßigen Abschreibungen von insgesamt 3,1 Mio. Euro auf den kompletten Firmenwert sowie die Webshop-Software von DeinDesign. Hintergrund ist, dass sich der Markt für die von DeinDesign produzierten hochwertigen individualisierbaren Smartphone-Hüllen durch Überschwemmung mit asiatischen Billigprodukten als zunehmend schwierig erweist. Im Vorjahr waren außerplanmäßige Abschreibungen auf nicht mehr benötigte Software-Lizenzen von 0,5 Mio. Euro angefallen. Die planmäßigen Abschreibungen sanken somit von 53,3 auf 52,6 Mio. Euro.

Insgesamt kam auf dieser Basis ein Konzern-EBIT von 86,1 (83,9) Mio. Euro zum Ausweis, womit der obere Bereich der Guidance von 77 bis 87 Mio. Euro erreicht wurde. Zwar verringerte sich die EBIT-Marge dabei von 10,8 auf 10,3 Prozent. Auf Basis des um die außerplanmäßigen Abschreibungen von 3,1 (0,5) Mio. Euro bereinigten EBIT von 89,2 (84,4) Mio. Euro gab sie jedoch nur minimal auf 10,7 Prozent nach. Dabei ist zudem zu berücksichtigen, dass aus der Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners aufgrund der hierdurch um 12,8 Mio. Euro erhöhten Umsatzbezugsgröße ein rechnerischer negativer Effekt auf die EBIT-Marge resultierte.

Das Finanzergebnis blieb mit 0,7 (4,0) Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahresniveau. Bei einem verbesserten Zinsergebnis resultierte dies aus dem Wegfall eines Sondereffekts, der 2023 zu einem Anstieg der Erträge aus Gewinnausschüttungen von Beteiligungen an VC-Gründerfonds von 0,7 auf 5,4 Mio. Euro geführt hatte. Im Berichtsjahr normalisierte sich diese Position nun wieder auf 0,7 Mio. Euro. In der Folge gab das Vorsteuerergebnis erwartungsgemäß leicht auf 86,9 (87,9) Mio. Euro nach, womit es aber oberhalb des unternehmensseitigen Prognosekorridors von 75,5 bis 85,5 Mio. Euro lag.

Durch die Nutzung von Verlustvorträgen im Ausland konnte CEWE die Steuerquote merklich auf 30,8 (32,2) Prozent reduzieren. So kam schließlich ein Jahresüberschuss von 60,1 Mio. Euro zum Ausweis, der sich damit ebenfalls klar über der Guidance von 51 bis 58 Mio. Euro bewegte. Im Vorjahr hatte einschließlich des Ergebnisses aus aufgegebenem Geschäftsbereich (veräußerte Tochtergesellschaft futalis) von minus 2,3 Mio. Euro ein Gewinn von 57,3 Mio. Euro in den Büchern gestanden. Infolge der durch Aktienrückkäufe reduzierten Anzahl im Umlauf befindlicher Anteilscheine legte das unverwässerte Ergebnis je Aktie deutlich stärker auf 8,64 (8,10) Euro zu und übertraf damit die Guidance von 7,26 bis 8,22 Euro erheblich.

Angesichts der positiven Entwicklung schlägt das Management der am 4. Juni 2025 in Oldenburg geplanten Hauptversammlung eine weitere Erhöhung der Dividende auf nunmehr 2,85 (2,60) Euro je Anteilsschein vor. Bei entsprechender Beschlussfassung bedeutet dies die 16. Dividendensteigerung in Folge. Zudem belegt CEWE damit gemäß der im letzten Jahr von Dividenden Adel, dem isf Institute for Strategic Finance der FOM Hochschule und der DSW Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. veröffentlichten, insgesamt 611 deutsche börsennotierte Unternehmen behandelnden „Dividendenstudie Deutschland 2024“ weiterhin den zweiten Platz unter den Gesellschaften, die seit Jahren kontinuierlich steigende Dividenden zahlen.

Fotofinishing bleibt Erfolgsträger

Das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, profitierte 2024 insbesondere auch im geschenkorientierten Weihnachtsgeschäft unverändert davon, dass individuelle Fotoprodukte aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts weitestgehend unabhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nachgefragt werden. Dabei gelang es der CEWE-Gruppe mit ihren qualitativ hochwertigen innovativen Premium-Produkten, der starken Markenpositionierung und verstärkten Marketingaktivitäten erneut, das hohe Bilderaufkommen in eigenes Geschäft zu konvertieren.

Zudem setzten sich die beiden seit geraumer Zeit zu beobachtenden Trends weiter fort: Erstens die tendenzielle saisonale Umsatzverschiebung vom zweiten und dritten Quartal in das erste und vor allem das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft. Und zweitens der Produktmixwandel von einfachen niedrigmargigen Fotoabzügen zu höherwertigen, margenstärkeren Mehrwertprodukten wie dem CEWE FOTOBUCH, Fotokalendern, Wandbildern, Grußkarten und weiteren Fotogeschenken.

In Summe wuchs die Anzahl der über alle Produktkategorien produzierten Bilder im letzten Jahr um 2,9 Prozent auf 2,46 (Vj. 2,39) Milliarden Fotos, womit der Zielkorridor von 2,3 bis 2,4 Milliarden Bildern leicht übertroffen wurde. Infolge des anhaltenden Produktmixwandels sowie inflationsbedingt notwendiger Preiserhöhungen stieg der Umsatz pro Foto dabei um 5,4 Prozent auf 29,08 (27,60) Cent. Beim CEWE FOTOBUCH als klassischem Multi-Foto-Produkt kletterte der Absatz zwar nur leicht um 0,9 Prozent auf 6,11 (6,05) Millionen Stück, womit er sich in der oberen Hälfte der Zielbandbreite von 5,9 bis 6,2 Millionen Exemplaren bewegte. Dabei ließ der Trend zu höherwertigen Fotobüchern aber den Umsatzbeitrag des Bestsellers deutlich überproportional um 8 Prozent zulegen.

Insgesamt führten die Absatzsteigerungen, Premiumisierungs- und Preiseffekte sowie die Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners zu einer Ausweitung der Segmenterlöse um 8,4 Prozent auf 714,0 (658,8) Mio. Euro. Die um den Umstellungseffekt in Höhe von 12,8 Mio. Euro bereinigte Wachstumsrate belief sich auf 6,4 Prozent.

Das Segment-EBIT legte dabei nur unterproportional um 4,2 Prozent auf 83,4 (80,0) Mio. Euro zu. Damit verbunden war auch ein Rückgang der EBIT-Marge von 12,1 auf 11,7 Prozent. Das um die eingangs erörterten außerplanmäßigen Abschreibungen von 3,1 (0,5) Mio. Euro sowie Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen von 3,0 (3,5) Mio. Euro bereinigte operative Segment-EBIT erhöhte sich indes um 6,5 Prozent auf 89,5 (84,0) Mio. Euro. Darin spiegeln sich auch durch den Einsatz neuer Druck- und Versandtechnologien erreichte Effizienzsteigerungen sowie starke Skaleneffekte in der Produktion unter Vollauslastung im Weihnachtsgeschäft wider. Unter Ausklammerung des Umsatzeffekts aus der Umstellung des Handelspartners verharrte die operative EBIT-Marge auf dem starken Vorjahresniveau von 12,8 Prozent.

CEWE RETAIL unverändert gut aufgestellt

In Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen und Schweden betreibt CEWE über einen Multichannel-Ansatz 101 eigene Filialen und Online-Shops. Dabei dient das Geschäftsfeld Einzelhandel vor allem als Vertriebskanal für Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge aber im Fotofinishing ausgewiesen werden. Lediglich die Erlöse und Erträge aus dem Verkauf hochwertiger Foto-Hardware werden im CEWE RETAIL abgebildet. Dabei verzichtet man dort bewusst auf margenschwaches Geschäft, weshalb sich die Umsätze in der Vergangenheit planmäßig tendenziell rückläufig entwickelten.

Dementsprechend sanken die Erlöse hier im Geschäftsjahr 2024 strategiegemäß leicht um 1,5 Prozent auf 30,8 (Vj. 31,3) Mio. Euro. Trotzdem konnte das Segment-EBIT mit der im Zuge der Corona-Pandemie gestrafften Filialstruktur und dem Fokus auf profitables Geschäft aber weiter auf 0,7 (0,5) Mio. Euro gesteigert werden. Dies entsprach einer EBIT-Marge von 2,1 (1,5) Prozent.

KOD in schwierigem Branchenumfeld mit klar positivem EBIT

In dem auf den B2B-Bereich ausgerichteten Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) bietet CEWE in Europa mit Schwerpunkt auf der DACH-Region online bestellbare Werbe- und Geschäftsdrucksachen an. Hier ist SAXOPRINT auf den Offsetdruck für in- und ausländische Kunden spezialisiert. Dabei wurde das Angebotsspektrum mit der zum Jahresbeginn 2024 erfolgten Übernahme der EASTprint GmbH um den Großformatdruck erweitert. Die Kosteneffizienz am hochautomatisierten Produktionsstandort Dresden, der als einer der modernsten Technologieparks für den Online-Offsetdruck in Europa gilt, ermöglicht SAXOPRINT eine „Bestpreisgarantie“.

LASERLINE bedient vor allem im Raum Berlin und Brandenburg ansässige regionale Kundschaft. Bei viaprinto liegt der Fokus auf hochwertigen Digitaldruckprodukten in kleinen Auflagen.

In einem infolge der konjunkturelle Schwäche im letzten Jahr schrumpfenden Gesamtmarkt konnte sich der KOD insbesondere aufgrund der „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT mit einem Umsatzminus von 2,4 Prozent auf 89,9 (Vj. 92,2) Mio. Euro vergleichsweise gut schlagen. Das durch einen hohen Preisdruck geprägte Wettbewerbsumfeld spiegelte sich dabei in einem Rückgang des Segment-EBIT auf 3,4 (4,2) Mio. Euro entsprechend einer EBIT-Marge von 3,8 (4,5) Prozent wider. Die darin enthaltenen Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen spielten mit 0,1 (0,1) Mio. Euro keine nennenswerte Rolle.

Geschäftsfeld Sonstiges mit geringeren Erträgen aus Immobilienbesitz

Im Geschäftsfeld Sonstiges bildet CEWE Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen ab. Umsätze fallen hier nicht an. Das EBIT reduzierte sich im vergangenen Geschäftsjahr auf minus 1,4 (Vj. -0,8) Mio. Euro. Ursächlich dafür waren ein Rückgang der Mieterträge infolge der Anfang 2024 im KOD vollzogenen Übernahme des vormaligen Mieters EASTprint durch SAXOPRINT, die Wertberichtigung eines Nutzungsrechts für eine untervermietete Immobilie sowie Bau- und Infrastrukturmaßnahmen an einem weiteren vermieteten Objekt.

Aktienrückkauf abgeschlossen

Am 11. April 2025 hat CEWE das am 16. August 2024 gestartete Aktienrückkaufprogramm, das bis zu 250.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 20 Mio. Euro umfasste, beendet. In diesem Rahmen wurden in Summe 107.200 eigene Aktien zu einem Gesamtpreis von 10,8 Mio. Euro erworben. Gemäß der zugrundeliegenden Ermächtigung der Hauptversammlung vom 15. Juni 2022 können die zurückgekauften Anteilsscheine wieder veräußert, als Akquisitionswährung eingesetzt, als Belegschaftsaktien ausgegeben oder eingezogen werden. Insgesamt hält CEWE aktuell 468.239 eigene Anteilsscheine entsprechend 6,3 Prozent des Grundkapitals.

Unternehmensausblick eher vorsichtig

Für das laufende Geschäftsjahr 2025 erwartet das CEWE-Management ein Umsatzwachstum um bis zu 4 Prozent auf eine Größenordnung von 835 bis 865 Mio. Euro. Auf der Ertragsseite beinhalten die Planungen ein EBIT von 84 bis 92 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 83,5 bis 91,5 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss nach Steuern von 58 bis 63 Mio. Euro entsprechend 8,32 bis 9,12 Euro je Aktie.

Auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder wird dabei im Fotofinishing angesichts des weiter anhaltenden Trends zu Mehrwertprodukten und der positiven Aussichten in der Reisebranche – der Deutsche Reiseverband prognostiziert für das Gesamttouristikjahr 2024/25 (01.11.2024 bis 31.10.2025) ein Umsatzplus von 6 Prozent – ein leichtes Wachstum erwartet. Inflationsbedingte Kostensteigerungen sollen hierbei – wie bereits in den letzten drei Jahren erfolgreich praktiziert – durch Preisanpassungen kompensiert werden. Im Einzelhandel werden die Erlöse voraussichtlich strategiegemäß weiter moderat sinken. Der Kommerzielle Online-Druck soll sich mit der „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT und fortwährenden Effizienzsteigerungen sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Ertragsseite positiv entwickeln.

Insgesamt orientiert sich der Vorstand bei der Guidance jeweils an Zielwerten in der oberen Hälfte der publizierten Bandbreiten. Die jeweils unteren Werte der Korridore reflektieren vor allem exogene Unsicherheiten wie die Entwicklung des Konsum- und Reise- und damit auch des Nachfrageverhaltens sowie Preissteigerungen auf der Wareneinsatz- und Kostenseite. Vom Ukraine-Krieg ist CEWE unverändert weder beschaffungs- noch absatzseitig direkt betroffen.

GSC-Schätzungen leicht über der Guidance angesetzt

Unserer Ansicht nach ist die Guidance für 2025 wie gewohnt recht konservativ formuliert. Insbesondere die ungeachtet der insgesamt verhaltenen Konsumstimmung anhaltend hohe Nachfrage nach hochwertigen individuellen Foto-Produkten sowie die positiven Aussichten für die diesjährige Urlaubssaison sollten im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing und damit auch auf Konzernebene weiterhin ein ordentliches profitables Wachstum ermöglichen.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr etwas oberhalb der unternehmensseitigen Prognosekorridore angesetzt- Dabei haben wir unsere Umsatzerwartungen insgesamt unverändert belassen. Zudem haben wir die Effekte aus dem jüngst beendeten Aktienrückkaufprogramm berücksichtigt.

Somit erwarten wir für 2025 unverändert einen 4-prozentigen Umsatzzuwachs auf 866 Mio. Euro. Infolge des Wegfalls der letztjährigen außerplanmäßigen Abschreibungen sehen wir beim EBIT einen überproportionalen Anstieg auf 92,8 Mio. Euro. Dies würde eine wieder normalisierte EBIT-Marge von 10,7 Prozent bedeuten. Auf dieser Basis verorten wir das Nachsteuerergebnis bei 63,6 Mio. Euro. Bei näherungsweise Gewichtung der durchschnittlich im Umlauf befindlichen Aktienzahl würde dies einem EPS von 9,25 Euro entsprechen.

Für das Geschäftsjahr 2026 prognostizieren wir bei einer Umsatzausweitung auf 900 Mio. Euro eine Steigerung des EBIT auf 96,9 Mio. Euro, womit auch eine Erhöhung der EBIT-Marge auf 10,8 Prozent verbunden wäre. Bei einem im Gleichklang auf 66,4 Mio. Euro kletternden Jahresüberschuss nach Steuern würde das Ergebnis je Aktie auf Grundlage der aktuell in Umlauf befindlichen Aktienanzahl dann auf 9,68 Euro zulegen.

Wir gehen davon aus, dass die als äußerst verlässlicher Dividendenzahler positionierten Oldenburger ihre nunmehr seit 16 Jahren durchgängig praktizierte Politik stetig steigender Gewinnbeteiligungen auch zukünftig beibehalten werden. Daher erachten wir auf Basis unserer Schätzungen weitere Dividendenerhöhungen auf mindestens 3,00 Euro für 2025 und 3,20 Euro für 2026 als realistisch.

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 2025er-KGV dieser Peer Group von 13,4 (bisher 14,8) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2025 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 9,25 (8,90) Euro einen Wert von 124,09 (132,07) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dass dieser Wert trotz unserer merklich erhöhten EPS-Schätzung deutlich unter unserem letzten Ansatz liegt, resultiert ausschließlich aus dem seither erheblich gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 Prozent, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~74 Mio. Euro) resultiert ein zweites Zwischenergebnis von 161,46 (163,49) Euro. Dieser geringere Wert ist auf die Aktualisierung der Datenbasis in unserem Modell und den Anstieg der Umlaufrendite seit unserem letzten Update zurückzuführen. Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 142,78 (147,78) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel auf 143 Euro anpassen müssen.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 92,8 Mio. Euro für 2025 ein Faktor von 11,5, der damit im oberen Bereich der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,6 bis 12,1 liegt.

Fazit

Wie bereits seit Jahren gewohnt konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA auch 2024 wieder sämtliche Ziele erreichen oder übertreffen. Mit neuen Bestmarken bei Umsatz und Ertrag, einer kräftigen Steigerung des um Sonder- und Abgrenzungseffekte bereinigten Free Cashflow auf 86,0 Mio. Euro und einem ROCE von starken 18,3 Prozent zeigten sich die Oldenburger auch im vergangenen Geschäftsjahr quasi unbeeindruckt von den schwierigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Und mit einer Cash-Position von 150,3 Mio. Euro, keinen Bankverbindlichkeiten und einer Eigenkapitalquote von 59,1 Prozent präsentieren sich auch die Bilanzverhältnisse grundsolide.

Die erfolgreiche Entwicklung basierte dabei auch 2024 maßgeblich auf dem Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent des Konzernumsatzes entfallen. Als europäischer Marktführer verfügt CEWE hier über eine hervorragende Marken- und Marktpositionierung als innovationsstarker Premium-Anbieter. Der Bestseller ist und bleibt dabei das CEWE FOTOBUCH, das mit über 92 Millionen verkauften Exemplaren seit der Markteinführung im Jahr 2005 das erfolgreichste Fotobuch in Europa darstellt. Das hohe Maß der Kundenorientierung, die sich auch in der pünktlichen Auslieferung der immer knapper vor Weihnachten eingehenden Bestellungen widerspiegelte, wurde mit einem weiteren Anstieg des Net Promoter Score als Maßgröße für die Kundenzufriedenheit von bereits sehr guten 62,3 auf 62,9 honoriert. Die Geschäftsfelder Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck zeigen sich mit ihren optimierten Strukturen insgesamt ebenfalls gut aufgestellt und erwirtschaften nunmehr bereits seit vier Jahren positive EBIT-Beiträge.

Wir sind überzeugt, dass sich die Nachfrage nach individuellen Fotoprodukten aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts auch künftig unabhängig von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der allgemeinen Konsumstimmung verhält. In Verbindung mit dem Trend zur Premiumisierung, kontinuierlichen Effizienzsteigerungen und Skaleneffekten sollte das Fotofinishing und damit CEWE insgesamt hiervon weiterhin profitieren. Positive Impulse versprechen wir uns dabei auch von der neuen CEWE Passfoto App, über die mit Hilfe einer KI-basierten biometrischer Prüfung schnell und bequem behördlich anerkannte Passfotos in digitalem oder analogem Format erstellt werden können.

Angesichts der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz, der grundsoliden Bilanzverhältnisse und des Fokus auf Innovation, Markenstärke, Effizienz und Nachhaltigkeit bleiben wir für die weitere Entwicklung der CEWE-Gruppe zuversichtlich. Daher bekräftigen wir erneut unsere Empfehlung, die Aktie des Fotospezialisten bei einem aus bewertungstechnischen Gründen auf 143 Euro angepassten Kursziel zu „Kaufen“. Dabei bietet das Papier auf Basis des Dividendenvorschlags eine Ausschüttungsrendite von immerhin 2,9 Prozent, die in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter steigen dürfte.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2022		2023		2024		2025e		2026e	
Umsatzerlöse	732,7	100,0%	780,2	100,0%	832,8	100,0%	866,0	100,0%	900,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		6,7%		4,0%		3,9%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	2,8	0,4%	4,4	0,6%	5,1	0,6%	5,2	0,6%	5,4	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			55,1%		16,3%		1,6%		3,9%	
Gesamtleistung	735,6	100,4%	784,6	100,6%	837,9	100,0%	871,2	100,0%	905,4	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		6,8%		4,0%		3,9%	
Materialaufwand	180,5	24,6%	187,4	24,0%	188,0	22,6%	191,4	22,1%	194,9	21,7%
Veränderung zum Vorjahr			3,8%		0,3%		1,8%		1,8%	
Personalaufwand	202,5	27,6%	218,9	28,1%	236,3	28,4%	250,7	29,0%	265,7	29,5%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		7,9%		6,1%		6,0%	
Sonstiges Ergebnis	-223,6	-30,5%	-240,6	-30,8%	-271,9	-32,7%	-282,3	-32,6%	-293,0	-32,6%
Veränderung zum Vorjahr			-7,6%		-13,0%		-3,8%		-3,8%	
EBITDA	128,8	17,6%	137,7	17,7%	141,7	17,0%	146,8	17,0%	151,9	16,9%
Veränderung zum Vorjahr			6,9%		2,9%		3,6%		3,5%	
Abschreibungen	53,2	7,3%	53,8	6,9%	55,6	6,7%	54,0	6,2%	55,0	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		3,3%		-2,9%		1,9%	
EBIT	75,6	10,3%	83,9	10,8%	86,1	10,3%	92,8	10,7%	96,9	10,8%
Veränderung zum Vorjahr			11,0%		2,6%		7,8%		4,5%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	4,0	0,5%	0,7	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			598,4%		-81,3%		-100,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	74,8	10,2%	87,9	11,3%	86,9	10,4%	92,8	10,7%	96,9	10,8%
Steuerquote	31,7%		32,2%		30,8%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	23,7	3,2%	28,3	3,6%	26,8	3,2%	29,2	3,4%	30,5	3,4%
Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche	51,1	7,0%	59,6	7,6%	60,1	7,2%	63,6	7,3%	66,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			16,8%		0,8%		5,8%		4,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebenen Geschäftsbereich	0,0 *		-2,3		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	51,1	7,0%	57,3	7,3%	60,1	7,2%	63,6	7,3%	66,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		4,8%		5,8%		4,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,089		7,071		6,951		6,874		6,861	
Gewinn je Aktie	7,20		8,10		8,64		9,25		9,68	

* = Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich liegt unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €

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	5,0%
Lazard Frères Gestion SAS	3,2%
Allianz Global Investors GmbH	3,0%
Eigene Aktien	6,3%
Streubesitz	55,4%

Termine

15.05.2025	Zahlen erstes Quartal 2025
04.06.2025	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
14.08.2025	Halbjahreszahlen 2025
13.11.2025	Zahlen drittes Quartal 2025

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
27.02.2025	99,50 €	Kaufen	148,00 €
13.12.2024	101,00 €	Kaufen	148,00 €
09.12.2024	99,40 €	Kaufen	148,00 €
29.08.2024	102,20 €	Kaufen	148,00 €
24.05.2024	103,80 €	Kaufen	140,00 €
11.04.2024	103,80 €	Kaufen	137,00 €
21.02.2024	103,80 €	Kaufen	133,00 €
18.12.2023	101,00 €	Kaufen	131,00 €
28.11.2023	98,00 €	Kaufen	131,00 €
24.08.2023	87,10 €	Kaufen	124,00 €
25.05.2023	91,70 €	Kaufen	120,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2025):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	88,5%	91,7%
Halten	11,5%	8,3%
Verkaufen	0,0%	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 Umplatizierung 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.