

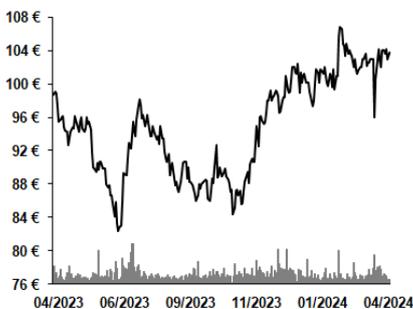
Akt. Kurs (10.04.2024, 17:35, Xetra): 103,80 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **137,00 (133,00) EUR**

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

### Kurzportrait

Die mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 Ländern präsen- te 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 Omni-Channel-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 LASERLINE, SAXOPRINT und viaprinto Geschäftsdrucksachen produziert und vertrieben.

|                         | Hoch         | Tief    |
|-------------------------|--------------|---------|
| <b>Kurs 12 Mon.:</b>    | 107,80 €     | 82,10 € |
| <b>Aktueller Kurs:</b>  | 103,80 €     |         |
| <b>Aktienzahl ges.:</b> | 7.442.003    |         |
| <b>Streubesitz:</b>     | 59,6%        |         |
| <b>Marktkapitalis.:</b> | 772,5 Mio. € |         |



### Geschäftsjahr 2023 über den eigenen Prognosen abgeschlossen

Im Dezember 2023 hat CEWE die Gesellschaft futalis, einen Online-Anbieter von Premium-Hundefutter, veräußert. Daher wird der Beitrag dieser Beteiligung im abgelaufenen Geschäftsjahr gemäß IFRS 5 nicht mehr in der Konzern-GuV, sondern unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich ausgewiesen. Die Vorjahreszahlen wurden entsprechend angepasst. Auf dieser Basis konnten die Oldenburger das vergangene Geschäftsjahr bei allen GuV-Kennziffern oberhalb der eigenen Zielbandbreiten abschließen.

Konkret wuchs der Konzernumsatz um 6,5 Prozent auf 780,2 (Vj. 732,7) Mio. Euro. Dabei konnten die vor allem inflationsbedingten Kostensteigerungen entlang sämtlicher GuV-Positionen durch maßvolle Preisanpassungen und Effizienzsteigerungsmaßnahmen kompensiert werden. So legte das EBIT deutlich überproportional um 11,0 Prozent auf 83,9 (75,6) Mio. Euro zu. In der Folge erhöhte sich auch die EBIT-Marge kräftig von 10,2 auf 10,8 Prozent.

Das Finanzergebnis verbesserte sich signifikant auf 4,0 (-0,8) Mio. Euro. Hier wirkte sich ein merklicher Anstieg der Erträge aus Gewinnausschüttungen von Beteiligungen an VC-Gründerfonds auf 5,4 (0,7) Mio. Euro positiv aus. So stand vor Steuern eine Ergebnissteigerung um 17,5 Prozent von 74,8 auf 87,9 Mio. Euro in den Büchern. Trotz einer etwas höheren Steuerquote von 32,2 (31,7) Prozent und einem Ergebnis des aufgegebenen Geschäftsbereichs von minus 2,3 (0,0) Mio. Euro verblieb unter dem Strich immer noch ein Gewinnzuwachs um 12,2 Prozent von 51,1 auf 57,3 Mio. Euro.

Angesichts des kräftig auf den neuen Rekordwert von 8,10 (7,20) Euro gesteigerten unverwässerten Ergebnisses je Aktie schlägt das Management der am 5. Juni 2024 in Oldenburg geplanten Hauptversammlung eine Anhebung der Dividende auf 2,60 (2,45) Euro je Anteilsschein vor. Dies würde die 15. Dividendenerhöhung in Folge bedeuten, womit CEWE zu den Top 3 der 644 gelisteten deutschen Unternehmen mit seit Jahren kontinuierlich steigenden Gewinnbeteiligungen zählen würde.

Neben allen wesentlichen GuV-Kennziffern konnte die Gesellschaft im Berichtsjahr auch bei weiteren relevanten Finanzkennzahlen entweder neue Höchstwerte markieren oder diese nahezu erreichen. So verbesserte sich der um Sonder- und Abgrenzungseffekte bereinigte Free Cashflow auf 69,7 (61,4) Mio. Euro, der ROCE auf 18,8 (17,6) Prozent und die Eigenkapitalquote auf 58,4 (57,3) Prozent.

### Kennzahlen

|                   | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>     | 732,7 | 780,2 | 811,0 | 843,0 |
| <i>bisher</i>     | 741,0 | ---   | ---   | ---   |
| <b>EBIT</b>       | 75,6  | 83,9  | 86,4  | 91,1  |
| <i>bisher</i>     | ---   | ---   | 87,2  | 91,5  |
| <b>Jahresüb.</b>  | 51,1  | 57,3  | 57,9  | 61,1  |
| <i>bisher</i>     | ---   | 53,9  | 58,5  | 61,4  |
| <b>Erg./Aktie</b> | 7,20  | 8,10  | 8,20  | 8,64  |
| <i>bisher</i>     | ---   | 7,63  | 8,27  | 8,68  |
| <b>Dividende</b>  | 2,45  | 2,60  | 2,70  | 2,80  |
| <i>bisher</i>     | ---   | 2,55  | 2,65  | ---   |
| <b>Div.-Rend.</b> | 2,4%  | 2,5%  | 2,6%  | 2,7%  |
| <b>KGV</b>        | 14,4  | 12,8  | 12,7  | 12,0  |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

### Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

### **Kerngeschäftsfeld Fotofinishing als Wachstums- und Ertragssäule**

Aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts werden hochwertige individuelle Fotoprodukte weitgehend unabhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nachgefragt. Zudem gelang es CEWE 2023 auch durch die starke Markenpositionierung und erfolgreiches Marketing, die im Zuge der Post-Corona-Normalisierung des Reiseverhaltens entstandenen vielen neuen Fotoaufnahmen der Konsumenten in eigenes Geschäft zu konvertieren. Dabei setzten sich zwei seit Jahren zu beobachtende Trends fort: Der Produktmixwandel „von Masse zu Klasse“, also von einfachen niedrigmargigen Fotoabzügen zu höherwertigen, margenstärkeren Mehrwertprodukten. Und die saisonale Umsatzverschiebung vom zweiten und dritten Quartal in das erste und vor allem das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft. Inflationsbedingte Kostensteigerungen konnten dabei weitestgehend weitergegeben werden.

Insgesamt wurden die eigenen Planungen auch auf der Absatzseite leicht übertroffen. So stieg die Anzahl der über alle Produktkategorien produzierten Fotos im vergangenen Jahr um 4,8 Prozent auf 2,39 (Vj. 2,28) Milliarden Bilder. Infolge notwendiger Preisanpassungen sowie der anhaltenden Verschiebung im Produktmix kletterte der Umsatz pro Foto dabei von 27,04 auf 27,60 Cent. Beim klassischen Multi-Foto-Produkt, dem CEWE FOTOBUCH, das als beliebtestes Fotobuch in Europa der Bestseller bleibt, erhöhte sich der Absatz um 3,4 Prozent auf 6,05 (5,85) Millionen Exemplare. Dabei führte hier neben Preiseffekten auch eine zunehmende Nachfrage nach umfangreicheren und großformatigeren Fotobüchern zu einem überproportionalen Umsatzzuwachs.

In Summe resultierte daraus im Fotofinishing ein preis- und mengeninduzierter Erlösanstieg um 6,9 Prozent auf 658,8 (616,1) Mio. Euro. Infolge starker Skaleneffekte in der Produktion unter Vollauslastung im Weihnachtsgeschäft legte das Segment-EBIT überproportional um 8,6 Prozent von 73,7 auf 80,0 Mio. Euro zu. Dies bedeutete eine leicht auf 12,1 (12,0) Prozent erhöhte EBIT-Marge. Das zusätzlich von CEWE berichtete, um negative Sondereffekte aus Kaufpreisallokationen von 3,5 (4,2) Mio. Euro und aus der Abschreibung nicht mehr benötigter Software-Lizenzen von 0,5 (0,0) Mio. Euro bereinigte operative Segment-EBIT belief sich auf 84,0 (77,9) Mio. Euro. Dies entsprach einer operativen EBIT-Marge von 12,8 (12,7) Prozent. Unter Ausklammerung eines Corona-bedingten „Ausreißers“ im Jahr 2020 wächst die operative EBIT-Marge im Fotofinishing aufgrund des anhaltenden Produktmixwandels sowie der im Zuge des Umsatzwachstums steigenden Deckungsbeiträge seit geraumer Zeit stetig.

### **Geschäftsfeld Einzelhandel weiter gut aufgestellt**

In Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen und Schweden betreibt CEWE über einen Multichannel-Ansatz 101 eigene Filialen und Online-Shops. Dabei dient der CEWE RETAIL vor allem als Vertriebskanal für Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge aber im Geschäftsfeld Fotofinishing ausgewiesen werden. Lediglich die Erlöse und Erträge aus dem Verkauf hochwertiger Foto-Hardware werden im Geschäftsfeld Einzelhandel abgebildet. Dabei verzichtet CEWE hier bewusst auf margenschwaches Geschäft, weshalb sich die Umsätze in der Vergangenheit planmäßig tendenziell rückläufig entwickelten. Zudem erfolgte im Zuge der Corona-Pandemie eine rund 30-prozentige Straffung des Filialnetzes.

Im Geschäftsjahr 2023 gaben die Erlöse im Einzelhandel strategiegemäß um 3,4 Prozent auf 31,3 (Vj. 32,4) Mio. Euro nach. Währungsbereinigt fiel jedoch sogar ein leichtes Wachstum von 1,4 Prozent an. Trotz der geringeren Umsatzbasis verbesserte sich das Segment-EBIT jedoch auf 0,5 (0,2) Mio. Euro. Dies entsprach einer EBIT-Marge von 1,5 (0,5) Prozent.

### **Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck mit profitabilem Wachstum**

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. Dabei bedient LASERLINE vor allem im Raum Berlin und Brandenburg ansässige regionale Kundschaft. SAXOPRINT ist auf den Offsetdruck für in- und ausländische Kunden spezialisiert. Dabei ermöglicht die durch Optimierungsmaßnahmen erreichte Kosteneffizienz am hochautomatisierten Produktionsstandort Dresden, der als einer der modernsten Technologieparks für den Online-Offsetdruck in Europa gilt, eine „Bestpreisgarantie“ für SAXOPRINT-Produkte. Bei viaprinto liegt der Fokus auf hochwertigen Digitaldruckprodukten in kleinen Auflagen.

Das Geschäftsklima in der deutschen Druck- und Medienbranche kühlte sich konjunkturell bedingt in der zweiten Jahreshälfte 2023 zunehmend ab. Zudem litt die durch eine fortschreitende Konsolidierung geprägte Druckindustrie trotz der Entspannung bei den Papierpreisen unter einem insgesamt weiterhin hohen Kostendruck. Von der negativen Branchenentwicklung konnte sich der KOD jedoch vor allem aufgrund der erreichten Kosteneffizienz in der Produktion und der dadurch möglichen „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT erfreulich abheben.

So legte der Umsatz des Geschäftsfeldes um 6,6 Prozent auf 92,2 (Vj. 86,5) Mio. Euro zu. Damit bewegten sich die Erlöse zwar noch gut 10 Prozent unter dem Vor-Corona-Niveau von 103,2 Mio. Euro aus 2019. Infolge der durch die optimierten Kostenstrukturen gesenkten Break-even-Schwelle verdoppelte sich das Segment-EBIT jedoch im Vorjahresvergleich fast von 2,3 Mio. Euro auf einen neuen Bestwert von 4,2 Mio. Euro. Darin enthalten waren negative Sondereffekte aus Kaufpreisallokationen in Höhe von 0,1 (0,2) Mio. Euro. Auch die EBIT-Marge erhöhte sich auf ein für dieses Geschäftsfeld durchaus ordentliches Niveau von 4,5 (2,7) Prozent.

### **Geschäftsfeld Sonstiges nunmehr ohne futalis**

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen abgebildet. Nach der gemäß IFRS 5 erfolgten Ausgliederung der auf futalis entfallenden Beiträge aus der Konzern-GuV wies das Geschäftsfeld für 2023 wie auch für das Vorjahr keine Umsatzerlöse aus. Das Segment-EBIT verringerte sich auf minus 0,8 (Vj. -0,6) Mio. Euro. Dabei resultierte der leichte Rückgang hauptsächlich aus höheren Gremienvergütungen sowie gestiegenen Investor-Relations-Kosten im Zusammenhang mit der 2023 erstmals seit Corona wieder in Präsenz abgehaltenen Hauptversammlung.

### **CEWE hält gut 5 Prozent eigene Aktien**

Im Rahmen des seit dem 28. Juni 2023 laufenden, bis zum 30. Mai 2024 befristeten Aktienrückkaufprogramms, das bis zu 250.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 20 Mio. Euro umfasst, hat CEWE bis einschließlich 5. April 2024 insgesamt 136.978 eigene Aktien erworben. Gemäß der zugrundeliegenden Ermächtigung der Hauptversammlung vom 15. Juni 2022 können die zurückkauften Anteilsscheine wieder veräußert, als Akquisitionswährung eingesetzt, als Belegschaftsaktien ausgegeben oder auch einzogen werden. Gemäß einer aktuellen Stimmrechtsmitteilung hielt die Gesellschaft zum 5. April 2024 insgesamt 372.684 eigene Aktien entsprechend 5,01 Prozent des Grundkapitals.

### **Weiteres profitables Wachstum geplant**

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 peilt CEWE ein Umsatzvolumen von 770 bis 820 Mio. Euro an. Dies würde eine Veränderung im Bereich zwischen minus 1 und plus 5 Prozent bedeuten. Auf Ebene der einzelnen Geschäftsfelder sollen die Erlöse im Fotofinishing leicht steigen und im Einzelhandel strategiegemäß weiter moderat sinken. Der Kommerzielle Online-Druck soll in den meisten Märkten leicht wachsen.

Dabei hat SAXOPRINT zum Jahresbeginn 2024 im Rahmen eines Asset Deals Vermögenswerte der ebenfalls in Dresden ansässigen Eastprint GmbH übernommen. Durch die damit verbundene Internalisierung des bislang an Eastprint fremdvergebenen Großformatdrucks wird die eigene Wertschöpfungstiefe im KOD weiter ausgebaut.

Die weiteren Unternehmensplanungen für das laufende Geschäftsjahr beinhalten ein EBIT von 77 bis 87 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 75,5 bis 85,5 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss nach Steuern von 51 bis 58 Mio. Euro entsprechend 7,26 bis 8,22 Euro je Aktie.

Insgesamt orientiert sich der Vorstand dabei jeweils an Zielwerten in der oberen Hälfte der publizierten Bandbreiten. Die jeweils unteren Werte der Korridore reflektieren die Unsicherheiten auf der Wareneinsatz- und Kostenseite, aus infolgedessen möglicherweise notwendigen weiteren Preisanpassungen sowie aus eventuellen Auswirkungen der Inflation auf Konsum- und Reiseverhalten und damit auch auf das Fotografier- und Bestellverhalten der Konsumenten. Bislang sind hier jedoch unverändert keine Anzeichen negativer Effekte erkennbar. Zudem ist CEWE weder beschaffungs- noch absatzseitig direkt vom Ukraine-Krieg betroffen.

### **GSC-Schätzungen im oberen Bereich der Guidance angesetzt**

Unseres Erachtens hat CEWE den Ausblick für das aktuelle Geschäftsjahr gewohnt konservativ formuliert. Zudem zeigte sich der Vorstand auf der am 22. März in Frankfurt abgehaltenen Bilanzpresse- und Analystenkonferenz mit dem Verlauf der ersten beiden Monate 2024 „nicht ganz unzufrieden“. Daher haben wir unsere umsatzseitig unveränderten Schätzungen im oberen Bereich der jeweiligen Prognosekorridore angesetzt. Dabei haben wir auch weiterhin die Effekte aus dem laufenden Aktienrückkaufprogramm einfließen lassen.

Konkret sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2024 bei einem Konzernumsatz von 811 Mio. Euro das EBIT nun bei 86,4 Mio. Euro. Auf dieser Basis und unter der Annahme eines normalisierten Finanzergebnisses verorten wir den Jahresüberschuss nach Steuern mit 57,9 Mio. Euro bzw. 8,20 Euro je Aktie am oberen Rand der Guidance.

Für das Geschäftsjahr 2025 prognostizieren wir einen Anstieg der Konzern Erlöse auf 843 Mio. Euro. Dabei erwarten wir eine leicht überproportionale Steigerung des EBIT auf 91,1 Mio. Euro. Darauf aufbauend sehen wir auch beim Nachsteuerergebnis einen leicht überproportionalen Zuwachs auf 61,1 Mio. Euro bzw. 8,64 Euro je Anteilsschein.

Wir gehen fest davon aus, dass CEWE als äußerst verlässlicher Dividendenzahler die seit nunmehr bereits 15 Jahren praktizierte Politik kontinuierlich steigender Gewinnbeteiligungen der Anteilseigner auch künftig fortsetzen wird. Daher prognostizieren wir für 2024 und 2025 weiter auf 2,70 Euro bzw. 2,80 Euro je Aktie steigende Ausschüttungen.

## 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 2024er-KGV dieser Peer Group von 15,5 (bisher 14,6) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2024 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 8,20 (8,27) Euro einen Wert von 126,70 (120,56) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Ansatz merklich höhere Wert aus dem seither deutlich gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien, während die leichte Rücknahme unserer EPS-Schätzung gegenläufig wirkte.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 Prozent, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~70 Mio. Euro) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 147,96 (144,78) Euro. Dabei resultiert dieser über dem vorherigen Ansatz liegende Wert hauptsächlich aus unseren Schätzungsanpassungen sowie in geringem Umfang auch aus der seit unserem letzten Update leicht gesunkenen Umlaufrendite.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 137,33 (132,67) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel für den Anteilsschein des Oldenburger Fotospezialisten nunmehr auf 137 Euro anheben.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 86,4 Mio. Euro für 2024 ein Faktor von 11,8, der damit deutlich oberhalb der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,0 bis 10,9 läge. Angesichts der starken Marktposition von CEWE als Premium-Anbieter im Fotofinishing halten wir dies jedoch für vertretbar.

## Fazit

Das Geschäftsjahr 2023 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA bei sämtlichen Kennziffern über den eigenen Zielbandbreiten abschließen und dabei neue Höchstwerte erreichen. Zu diesem Erfolg trugen alle drei Geschäftsfelder bei. Angesichts der selbst in Zeiten der Finanzkrise und der Corona-Pandemie nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz, der sehr soliden Bilanzverhältnisse, der Innovationskraft, des zunehmenden Fokus auf Nachhaltigkeit und der starken Marken- und Marktpositionierung als Premium-Anbieter im Fotofinishing sind wir auch für die weitere Entwicklung der CEWE-Gruppe positiv gestimmt.

Das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing mit einem Umsatzanteil von knapp 85 Prozent dürfte dabei weiterhin davon profitieren, dass hochwertige individuelle Fotoprodukte aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts weitgehend unabhängig von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und genereller Konsumlaune nachgefragt werden. Dabei konnte CEWE die inflationsbedingten Kostensteigerungen in den letzten beiden Jahren auch aufgrund der starken Stellung als Premium-Anbieter gut weitergeben. Und der NPS (Net Promoter Score) als wichtige Kennzahl zur Messung der Kundenzufriedenheit erhöhte sich 2023 auf einen als sehr gut einzustufenden Wert von 62.

Das Geschäftsfeld Einzelhandel sollte sich weiterhin solide entwickeln. Und das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) ist mit seiner hochmodernen automatisierten Produktion inzwischen auch gut aufgestellt. Dabei wirkt sich die aufgrund der hohen Kosteneffizienz und der dadurch gesenkten Break-even-Schwelle mögliche „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT auch zunehmend positiv auf Vertrauen und Loyalität der Unternehmenskunden aus.

Einen wichtigen Bestandteil der CEWE-DNA bildet zudem eine hohe Innovationsdynamik, mit der bereits in der Vergangenheit Transformationen erfolgreich vorangetrieben wurden. Dabei werden die Beschäftigten im Rahmen der Innovationskultur der Unternehmensgruppe aktiv in die Entwicklung neuer Produkt- und Software-Ideen eingebunden. So nahmen im Februar 2024 wieder rund 1.100 Fotofinishing- und KOD-Mitarbeitende aus ganz Europa an den alljährlichen „Innovation Days“ in Oldenburg teil.

Einen deutlichen Schwerpunkt bildete dabei in diesem Jahr das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Hier sieht der Vorstand im Zuge einer möglichen nächsten Transformation vielfältige Potenziale entlang der gesamten Wertschöpfungskette sowie auch für die Stakeholder. Daher begleitet CEWE die aktuellen Entwicklungen in dem Bereich proaktiv mit dem Ziel, KI durch verantwortungsvolle Integration als entlastende Assistenz zu nutzen – sozusagen als Co-Creator für die Kunden, als Co-Worker für die Beschäftigten und als Co-Pilot für die Unternehmensgruppe.

Hauptsächlich infolge des seit unserem letzten Research deutlich gestiegenen 2024er-KGV unserer Peer Group setzen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie auf 137 Euro herauf. Auf dieser Basis bietet das Papier derzeit ein Kurspotenzial von fast einem Drittel. Daher stufen wir den Titel nach wie vor als klaren „Kauf“ ein. Dabei weist der Anteilsschein auf Grundlage des Dividendenvorschlags aktuell eine Ausschüttungsrendite von 2,5 Prozent auf, die unseres Erachtens in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter steigen dürfte.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| <b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>        |              |               |              |               |              |               |              |               |              |               |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.       | 2021         |               | 2022         |               | 2023         |               | 2024e        |               | 2025e        |               |
| <b>Umsatzerlöse</b>                        | <b>692,8</b> | <b>100,0%</b> | <b>732,7</b> | <b>100,0%</b> | <b>780,2</b> | <b>100,0%</b> | <b>811,0</b> | <b>100,0%</b> | <b>843,0</b> | <b>100,0%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 5,8%         |               | 6,5%         |               | 3,9%         |               | 3,9%         |               |
| Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.       | 1,6          | 0,2%          | 2,8          | 0,4%          | 4,4          | 0,6%          | 4,5          | 0,6%          | 4,6          | 0,5%          |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 81,8%        |               | 55,1%        |               | 2,4%         |               | 2,2%         |               |
| <b>Gesamtleistung</b>                      | <b>694,3</b> | <b>100,2%</b> | <b>735,6</b> | <b>100,4%</b> | <b>784,6</b> | <b>100,6%</b> | <b>815,5</b> | <b>100,0%</b> | <b>847,6</b> | <b>100,0%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 5,9%         |               | 6,7%         |               | 3,9%         |               | 3,9%         |               |
| Materialaufwand                            | 160,7        | 23,2%         | 180,5        | 24,6%         | 187,4        | 24,0%         | 193,3        | 23,8%         | 199,5        | 23,7%         |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 12,3%        |               | 3,8%         |               | 3,2%         |               | 3,2%         |               |
| Personalaufwand                            | 194,9        | 28,1%         | 202,5        | 27,6%         | 218,9        | 28,1%         | 231,0        | 28,5%         | 241,9        | 28,7%         |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 3,9%         |               | 8,1%         |               | 5,5%         |               | 4,7%         |               |
| Sonstiges Ergebnis                         | -214,1       | -30,9%        | -223,6       | -30,5%        | -240,6       | -30,8%        | -249,8       | -30,8%        | -259,2       | -30,8%        |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | -4,5%        |               | -7,6%        |               | -3,8%        |               | -3,8%        |               |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>124,6</b> | <b>18,0%</b>  | <b>128,8</b> | <b>17,6%</b>  | <b>137,7</b> | <b>17,7%</b>  | <b>141,4</b> | <b>17,4%</b>  | <b>147,1</b> | <b>17,4%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 3,4%         |               | 6,9%         |               | 2,7%         |               | 4,0%         |               |
| Abschreibungen                             | 52,4         | 7,6%          | 53,2         | 7,3%          | 53,8         | 6,9%          | 55,0         | 6,8%          | 56,0         | 6,6%          |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 1,5%         |               | 1,1%         |               | 2,2%         |               | 1,8%         |               |
| <b>EBIT</b>                                | <b>72,2</b>  | <b>10,4%</b>  | <b>75,6</b>  | <b>10,3%</b>  | <b>83,9</b>  | <b>10,8%</b>  | <b>86,4</b>  | <b>10,7%</b>  | <b>91,1</b>  | <b>10,8%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 4,7%         |               | 11,0%        |               | 3,0%         |               | 5,4%         |               |
| Finanzergebnis                             | 0,5          | 0,1%          | -0,8         | -0,1%         | 4,0          | 0,5%          | -1,2         | -0,1%         | -1,2         | -0,1%         |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | -248,9%      |               | 598,4%       |               | -129,9%      |               | 0,0%         |               |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                | <b>72,7</b>  | <b>10,5%</b>  | <b>74,8</b>  | <b>10,2%</b>  | <b>87,9</b>  | <b>11,3%</b>  | <b>85,2</b>  | <b>10,5%</b>  | <b>89,9</b>  | <b>10,7%</b>  |
| Steuerquote                                | 32,8%        |               | 31,7%        |               | 32,2%        |               | 32,0%        |               | 32,0%        |               |
| Ertragssteuern                             | 23,8         | 3,4%          | 23,7         | 3,2%          | 28,3         | 3,6%          | 27,3         | 3,4%          | 28,8         | 3,4%          |
| <b>Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche</b> | <b>48,9</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>51,1</b>  | <b>7,0%</b>   | <b>59,6</b>  | <b>7,6%</b>   | <b>57,9</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>61,1</b>  | <b>7,2%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 4,4%         |               | 16,8%        |               | -2,8%        |               | 5,5%         |               |
| 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          |               | 0,0 *        |               | -2,3         |               | 0,0          |               | 0,0          |               |
| <b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>        | <b>48,9</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>51,1</b>  | <b>7,0%</b>   | <b>57,3</b>  | <b>7,3%</b>   | <b>57,9</b>  | <b>7,1%</b>   | <b>61,1</b>  | <b>7,2%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr                    |              |               | 4,4%         |               | 12,2%        |               | 1,1%         |               | 5,5%         |               |
| Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf     | 7,227        |               | 7,089        |               | 7,071        |               | 7,069        |               | 7,069        |               |
| <b>Gewinn je Aktie</b>                     | <b>6,77</b>  |               | <b>7,20</b>  |               | <b>8,10</b>  |               | <b>8,20</b>  |               | <b>8,64</b>  |               |

\* = 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  | 5,1%  |
| Lazard Frères Gestion SAS  | 3,2%  |
| Eigene Aktien  | 5,0%  |
| Streubesitz  | 59,6% |

## Termine

|            |   |
|------------|---|
| 15.05.2024 | Zahlen erstes Quartal 2024                |
| 05.06.2024 | Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg |
| 15.08.2024 | Halbjahreszahlen 2024                     |
| 14.11.2024 | Zahlen drittes Quartal 2024               |

## Kontaktadresse

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

E-Mail: [info@cewe.de](mailto:info@cewe.de)  
Internet: [company.cewe.de](http://company.cewe.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0)441 / 404 - 2288  
Fax: +49 (0)441 / 404 - 421  
E-Mail: [ir@cewe.de](mailto:ir@cewe.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

| Veröffentlichungsdatum | Kurs bei Empfehlung | Empfehlung | Kursziel |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 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 € |
| 14.04.2023             | 99,00 €             | Kaufen     | 117,00 € |
| 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 € |

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2024):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen     | 82,9%                           | 80,0%                        |
| Halten     | 17,1%                           | 20,0%                        |
| 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 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](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

### Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.