

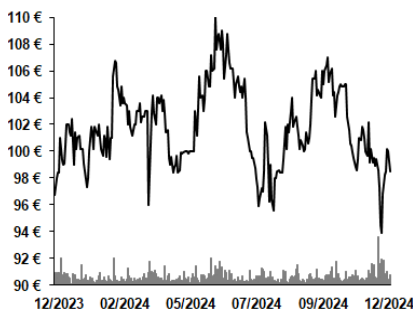
Akt. Kurs (09.12.2024, 10:04, Xetra): 99,40 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **148,00 (148,00) EUR**

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

### Kurzportrait

Die mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 Ländern 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
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	110,40 €	93,40 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	99,40 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.442.003	
<b>Streubesitz:</b>	59,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	739,7 Mio. €	



### Neue Höchstwerte bei Umsatz und EBIT im Neunmonatszeitraum 2024

Der Verlauf des saisonbedingt traditionell schwächeren dritten Quartals des aktuellen Geschäftsjahres 2024 entsprach insgesamt den Erwartungen des CEWE-Managements. Konkret kletterte der Konzernumsatz um 4,2 Prozent auf 164,4 (Vj. 157,8) Mio. Euro. Unter Ausklammerung des Effekts aus der diesjährigen Umstellung eines Fotofinishing-Handelspartners von einer preis- zu einer provisionsbasierten Abrechnung (nähere Erläuterungen siehe Seite 2) belief sich das Wachstum auf 2,1 Prozent. Das EBIT lag mit 0,1 Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahreswert von 1,2 Mio. Euro. Dies resultierte auch aus einem Anstieg der Marketingaufwendungen um 1,5 Mio. Euro, die unter anderem im Zusammenhang mit vorgezogenen Marketingaktivitäten für das wichtige Weihnachtsgeschäft im Fotofinishing stand.

### Kennzahlen

	2022	2023	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	732,7	780,2	818,0	847,0
<i>bisher</i>	---	---	812,0	844,0
<b>EBIT</b>	75,6	83,9	88,9	92,9
<i>bisher</i>	---	---	87,4	91,8
<b>Jahresüb.</b>	51,1	57,3	60,3	62,8
<i>bisher</i>	---	---	58,5	61,1
<b>Erg./Aktie</b>	7,20	8,10	8,68	9,09
<i>bisher</i>	---	---	8,40	8,79
<b>Dividende</b>	2,45	2,60	2,75	2,85
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	2,5%	2,6%	2,8%	2,9%
<b>KGV</b>	13,8	12,3	11,5	10,9

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

Kumuliert kam für die ersten neun Monate 2024 ein Erlöszuwachs von 6,3 Prozent auf 481,6 (453,2) Mio. Euro zum Ausweis. Bereinigt um den Effekt aus der Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners lag das Plus bei 4,4 Prozent. Aufgrund der anhaltenden Verschiebung im Umsatzmix zugunsten des weniger materialintensiven Geschäftsfelds Fotofinishing sowie dortiger Preisanpassungen reduzierte sich die Materialaufwandsquote deutlich auf 25,3 (27,6) Prozent. Demgegenüber kletterte die Personalaufwandsquote auch bedingt durch eine gewachsene Beschäftigtenzahl und die Zahlung einer Inflationsausgleichsprämie auf 34,2 (33,2) Prozent. Die infolge der Umstellung des Fotofinishing-Handelspartners gestiegenen Provisionszahlungen sowie die höheren Marketingkosten führten dazu, dass der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz ebenfalls auf 35,8 (34,4) Prozent zulegte. Saldiert stiegen die Aufwandsquoten damit jedoch insgesamt nur marginal an.

Die Abschreibungen erhöhten sich in den ersten drei Quartalen des ablaufenden Geschäftsjahres leicht auf 39,0 (38,5) Mio. Euro. In Summe führte dies dazu, dass das EBIT fast auf das Zweieinhalbfache von 2,3 auf 5,5 Mio. Euro sprang. Dieser Wert markierte damit das beste in einem Neunmonatszeitraum erzielte Konzern-EBIT seit dem Ende der Analog/Digitaltransformation von CEWE im Jahr 2010. Zu der starken Entwicklung trugen alle drei operativen Geschäftsfelder bei.

Das Finanzergebnis verbesserte sich deutlich von minus 0,8 auf plus 0,7 Mio. Euro. Dies resultierte vor allem aus höheren Zinserträgen sowie der Ausschüttung einer Beteiligung aus einem VC-Fonds. In der Folge stand beim Vorsteuerergebnis nach den ersten neun Monaten 2024 schließlich mehr als eine Vervielfachung von 1,5 auf 6,2 Mio. Euro in den Büchern.

### **Fotofinishing mit deutlicher Umsatz- und Ertragssteigerung**

Das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing profitiert unverändert davon, dass hochwertige individuelle Fotoprodukte aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts weitestgehend unabhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nachgefragt werden. Außerdem hält der seit Jahren zu beobachtende Trend des Produktmixwandels zu höherwertigen, margenstärkeren Mehrwertprodukten (Premiumisierung) weiterhin an. Darüber hinaus wirkten sich im Berichtszeitraum infolge der gestiegenen Materialpreise und allgemeinen Kosten vorgenommenen Verkaufspreisanpassungen ebenfalls positiv aus.

Veränderungen resultierten zudem aus der eingangs bereits erwähnten, im zweiten Quartal 2024 erfolgten Umstellung bei einem Handelspartner von einer preis- zu einer provisionsbasierten Abrechnung. Die im Vergleich zu den B2B-Konditionen höheren Endverbraucher-Verkaufspreise wirken sich hierbei für CEWE umsatz erhöhend aus. Gleichzeitig steigen 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.

Insgesamt kletterte die Anzahl aller produzierten Fotos in den ersten neun Monaten 2024 leicht um 1,7 Prozent auf 1,51 (Vj. 1,49) Milliarden Bilder. Dabei führten die Premiumisierungs- und Preiseffekte zu einem Anstieg des Umsatzes pro Foto um 6,8 Prozent von 24,57 auf 26,23 Cent. Besonders stark spiegelte sich dies beim wichtigsten Produkt, dem CEWE FOTOBUCH, wider: So legte der Absatz des Bestsellers zwar nur um 0,7 Prozent auf 3,61 (3,59) Millionen Exemplare zu. Da aber im Durchschnitt aufwändigere, größere und umfangreichere Fotobücher geordert wurden, erhöhte sich der mit dem klassischen Multi-Foto-Produkt generierte Umsatz deutlich um 8 Prozent.

So wuchs der Fotofinishing-Umsatz in Summe im Neunmonatszeitraum um 8,5 Prozent auf 396,3 (365,2) Mio. Euro. Hierbei resultierten 1,7 Prozent aus Mengensteigerungen, 4,5 Prozent aus Premiumisierungs- und Preiseffekten sowie 2,3 Prozent aus der Umstellung des Handelspartners. Die um die Umstellungseffekte bereinigte Wachstumsrate belief sich somit auf 6,2 Prozent. Dabei bewegten sich die Erlöse in allen drei Quartalen oberhalb der jeweiligen eigenen Zielbandbreiten.

Infolge der bereits in der Vergangenheit wiederholt sichtbar gewordenen starken Skaleneffekte kam es beim Segment-EBIT zu einem massiven Anstieg auf 4,9 (1,8) Mio. Euro. Dabei lag das EBIT im ersten und zweiten Quartal über den Zielkorridoren und im dritten Quartal am oberen Rand der eigenen Erwartungen. Unter Ausklammerung negativer Effekte aus Kaufpreisallokationen von 2,2 (2,5) Mio. Euro sowie der letztjährigen Abschreibung nicht mehr benötigter Software-Lizenzen von 0,5 Mio. Euro errechnet sich ein operatives Segment-EBIT von 7,1 (4,8) Mio. Euro.

### **CEWE RETAIL und KOD weiterhin gut aufgestellt**

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient vor allem als Vertriebskanal für Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing ausgewiesen werden. Lediglich die Erlöse und Erträge aus dem Verkauf hochwertiger Foto-Hardware werden im CEWE RETAIL abgebildet. Dabei verzichtet man dort aber bewusst auf margenschwaches Geschäft, weshalb sich die Umsätze in der Vergangenheit planmäßig tendenziell rückläufig entwickelten. Dementsprechend sanken die Erlöse hier im Neunmonatszeitraum 2024 strategiemäßig um 3,4 Prozent auf 21,0 (Vj. 21,8) Mio. Euro. Trotzdem verbesserte sich das saisonal bedingt in den ersten neun Monaten traditionell noch negative Segment-EBIT wie auch schon in den letzten Jahren erneut auf jetzt nur noch minus 0,3 (-0,4) Mio. Euro.

Das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) konnte in einem unter der konjunkturellen Eintrübung leidenden, im dritten Quartal temporär besonders schwachen und umkämpften Gesamtmarkt besser als die Branche abschneiden. So fiel der Erlösrückgang nach neun Monaten mit 3,0 Prozent auf 64,2 (66,3) Mio. Euro niedriger als beim Wettbewerb aus. Dabei stieg das Segment-EBIT trotz der geringeren Umsatzbasis um ein Viertel von 1,5 auf 2,0 Mio. Euro. Insgesamt erachtet CEWE den KOD mit der erreichten Kosteneffizienz in der Produktion und der dadurch möglichen „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT als sehr gut im Markt positioniert.

Im Geschäftsfeld Sonstiges bildet CEWE Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen ab. Umsätze fallen hier nicht an. Das EBIT sank im Neunmonatszeitraum merklich auf minus 1,1 (-0,6) Mio. Euro. Ursächlich dafür waren die Wertberichtigung eines Nutzungsrechts für eine untervermietete Immobilie sowie ein Rückgang der Mieterträge infolge der Anfang 2024 im KOD vollzogenen Übernahme des vormaligen Mieters Eastprint durch SAXOPRINT.

### **Aktienrückkaufprogramm läuft**

Im Rahmen des am 16. August 2024 gestarteten, bis zum 30. Mai 2025 befristeten Aktienrückkaufprogramms, das bis zu 250.000 Anteilsscheine in einem Gesamtvolumen von bis zu 20 Mio. Euro umfasst, hat CEWE bislang 42.700 eigene Aktien 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 nach unserer Berechnung aktuell 416.795 eigene Anteilsscheine entsprechend 5,6 Prozent des Grundkapitals.

### **Guidance klar bestätigt**

Angesichts der Zahlen zu den ersten drei Quartalen und hier insbesondere des erwirtschafteten Neunmonats-Rekord-EBIT sieht der Vorstand die CEWE-Gruppe gut auf Kurs, ihre Ziele auch 2024 wieder zu erreichen. Somit blickt er optimistisch auf das aktuelle Schlussquartal mit dem nun laufenden, für alle drei Geschäftsfelder wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem in den letzten Jahren regelmäßig über 40 Prozent der Umsatzerlöse und quasi das gesamte Ergebnis erwirtschaftet wurden.

Daher hat er seinen im März publizierten und seither unverändert belassenen Ausblick für 2024 abermals bekräftigt. Somit wird weiterhin bei Konzernumsätzen zwischen 770 und 820 Mio. Euro ein EBIT von 77 bis 87 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 75,5 bis 85,5 Mio. Euro und ein Jahresüberschuss nach Steuern von 51 bis 58 Mio. Euro entsprechend 7,26 bis 8,22 Euro je Aktie avisiert. Dabei orientiert sich das Management jeweils an Zielwerten in der oberen Hälfte der Bandbreiten. Die unteren Werte der Korridore reflektieren die exogenen Unsicherheiten.

Bei Betrachtung der EPS-Guidance ist zudem zu berücksichtigen, dass sich die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteilsscheine seit Ausgabe der Unternehmensprognose im März durch die Aktienrückkäufe reduziert hat und voraussichtlich bis Ende 2024 noch leicht weiter verringern wird. Daher kann sich auch bei einem Konzernjahresüberschuss innerhalb des Prognosekorridors durchaus ein unter Umständen deutlich über der avisierten Bandbreite liegendes Ergebnis je Aktie ergeben.

### **GSC-Schätzungen erneut angehoben**

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich CEWE nach den ersten drei Quartalen 2024 mit einem Konzernumsatz von 808,6 Mio. Euro im oberen Bereich und beim EBIT mit 87,1 Mio. Euro geringfügig über der Guidance. Unter Berücksichtigung dessen und auf Grundlage der Neunmonatszahlen haben wir unsere Schätzungen für 2024 und die Folgejahre aktualisiert. Dabei haben wir unsere Prognosen für Umsatz und EBIT jeweils nur leicht angehoben. Unsere Erwartungen beim Finanzergebnis haben wir jedoch deutlich heraufgesetzt. In Verbindung mit den Effekten aus dem laufenden Aktienrückkaufprogramm resultierte daraus eine nennenswerte Erhöhung unserer EPS-Schätzungen.

Konkret sehen wir jetzt im ablaufenden Geschäftsjahr 2024 bei Erlösen von 818 Mio. Euro und einem EBIT von 88,9 Mio. Euro das Nachsteuerergebnis bei 60,3 Mio. Euro bzw. 8,68 Euro je Aktie. Dabei gehen wir unverändert von einer Dividendenanhebung auf 2,75 Euro je Anteilsschein aus.

Im anstehenden Geschäftsjahr 2025 schätzen wir den Konzernumsatz nun auf 847 Mio. Euro und das EBIT auf 92,9 Mio. Euro. Dabei erwarten wir beim Jahresüberschuss nach Steuern einen Anstieg auf 62,8 Mio. Euro bzw. 9,09 Euro je Aktie. Auf dieser Basis prognostizieren wir eine erneute Erhöhung der Dividende auf 2,85 Euro je Anteilsschein. Im Geschäftsjahr 2026 halten wir dann bei einer Umsatzausweitung auf 880 Mio. Euro weitere Steigerungen beim EBIT auf 97,5 Mio. Euro und beim Nachsteuerergebnis auf 66,0 Mio. Euro bzw. 9,54 Euro je Aktie für 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 14,8 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2025 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 9,09 Euro einen Wert von 134,85 Euro als erstes Zwischenergebnis. Da wir den zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum dabei jetzt von 2024 auf 2025 verschoben haben, ist dieser Wert nicht mit dem vorherigen Ansatz vergleichbar.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 Prozent, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~72 Mio. Euro) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 161,19 (bisher 154,35) Euro. Dabei resultiert dieser merklich über dem vorherigen Ansatz liegende Wert sowohl aus unseren Schätzungsanpassungen als auch aus einem Rückgang der Umlaufrendite seit unserem letzten Update um knapp 20 Basispunkte.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 148,02 (148,19) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel unverändert bei 148 Euro belassen.

Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 92,9 Mio. Euro für 2025 ein Faktor von 11,9, der damit am oberen Rand der zuletzt von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,4 bis 11,9 liegt.

## Fazit

Zwar blieb das dritte Quartal des ablaufenden Geschäftsjahres 2024 bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA auf der Ergebnisseite deutlich hinter dem Vorjahresniveau zurück. Dies resultierte aber in erster Linie aus temporären und Einmaleffekten und für den Neunmonatszeitraum stand trotzdem das höchste Konzern-EBIT seit 14 Jahren in den Büchern.

Damit liegen die Oldenburger gut auf Kurs, ihre Ziele auch 2024 wieder erreichen und vor allem beim Ergebnis auch übertreffen zu können. Entscheidend ist jedoch wie immer das nun laufende Schlussquartal mit dem für alle drei Geschäftsfelder wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem die CEWE-Gruppe in den letzten Jahren stets über 40 Prozent des Konzernumsatzes und quasi das gesamte Ergebnis erwirtschaftet hat.

Dabei sollte das mit einem Umsatzanteil von rund 85 Prozent wichtigste Geschäftsfeld Fotofinishing unverändert davon profitieren, dass hochwertige individuelle Fotoprodukte aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts weitestgehend unabhängig von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen und der allgemeinen Konsumstimmung nachgefragt werden. Hier dürften die Verbraucher infolge der regen (Fern-)Reiseaktivitäten auch in diesem Jahr wieder über reichlich „frisches Bildmaterial“ für die Kreation personalisierter Weihnachtspresents wie dem CEWE FOTOBUCH, Wandbildern, Kalendern, Grußkarten und weiteren Fotoprodukten verfügen. Zudem dürfte sich der anhaltende Trend zur Premiumisierung weiterhin positiv auswirken.

Wie in jedem Jahr hat CEWE dabei auch 2024 wieder pünktlich zur Saisonspitze eine ganze Reihe von Innovationen eingeführt. Besonders hervorzuheben sind hier zwei neue Versionen des CEWE FOTOBUCHS: Eine im Rahmen der „Innovation Days“ entwickelte und nun von CEWE als erstem Anbieter offerierte Variante mit ausklappbarer Panoramaseite sowie eine Version mit einer Einstecktasche im Einband für persönliche Erinnerungsstücke. Zudem wurde ein neuer Editor in der Bestellsoftware gelauncht, der unter anderem die Möglichkeit zur Übertragung von Bildern vom Mobiltelefon mittels QR-Code sowie eine 3D-Vorschau für Fotoprodukte wie z. B. Tassen bietet.

Mit dieser fortwährenden Innovationskraft, umfangreichen Marketinginvestitionen, dem hohen Qualitätsniveau und der konsequenten Kundenorientierung baut CEWE die starke Marken- und Marktpositionierung als Premium-Anbieter im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing weiter aus. So konnte der Net Promoter Score als wichtige Kennzahl zur Messung der Kundenzufriedenheit auch im dritten Quartal 2024 weiter auf nunmehr 62,8 gesteigert werden.

Das Geschäftsfeld Einzelhandel ist mit seinen optimierten Strukturen ebenfalls solide aufgestellt. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck macht sich zwar die konjunkturelle Schwäche bemerkbar, mit der erreichten Kosteneffizienz in der Produktion und der dadurch möglichen „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT sieht man sich aber ebenfalls gut im Markt positioniert und behauptet sich besser als die Branche.

Insgesamt sind wir daher sowohl für das laufende Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft als auch für die weitere Entwicklung der CEWE-Gruppe unverändert positiv gestimmt. Zudem weist der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von 65,8 Prozent zum 30. September 2024 weiterhin sehr solide Bilanzverhältnisse auf. Daher bekräftigen wir bei einem unveränderten Kursziel von 148 Euro erneut unsere „Kaufen“-Empfehlung für die unserer Ansicht nach deutlich unterbewertete CEWE-Aktie. Dabei bietet das Papier auf Basis unserer Schätzungen eine Dividendenrendite von 2,8 Prozent, die in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter steigen dürfte.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2022		2023		2024e		2025e		2026e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>732,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>780,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>818,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>847,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>880,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		4,8%		3,5%		3,9%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	2,8	0,4%	4,4	0,6%	4,8	0,6%	4,9	0,6%	5,0	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			55,1%		9,2%		2,1%		2,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>735,6</b>	<b>100,4%</b>	<b>784,6</b>	<b>100,6%</b>	<b>822,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>851,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>885,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		4,9%		3,5%		3,9%	
Materialaufwand	180,5	24,6%	187,4	24,0%	177,5	21,7%	181,3	21,4%	186,6	21,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,8%		-5,3%		2,1%		2,9%	
Personalaufwand	202,5	27,6%	218,9	28,1%	238,4	29,2%	249,9	29,5%	261,9	29,8%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		8,9%		4,8%		4,8%	
Sonstiges Ergebnis	-223,6	-30,5%	-240,6	-30,8%	-263,0	-32,2%	-271,9	-32,1%	-282,0	-32,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,6%		-9,3%		-3,4%		-3,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>128,8</b>	<b>17,6%</b>	<b>137,7</b>	<b>17,7%</b>	<b>143,9</b>	<b>17,6%</b>	<b>148,9</b>	<b>17,6%</b>	<b>154,5</b>	<b>17,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,9%		4,4%		3,5%		3,8%	
Abschreibungen	53,2	7,3%	53,8	6,9%	55,0	6,7%	56,0	6,6%	57,0	6,5%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		2,2%		1,8%		1,8%	
<b>EBIT</b>	<b>75,6</b>	<b>10,3%</b>	<b>83,9</b>	<b>10,8%</b>	<b>88,9</b>	<b>10,9%</b>	<b>92,9</b>	<b>11,0%</b>	<b>97,5</b>	<b>11,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,0%		5,9%		4,5%		5,0%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	4,0	0,5%	0,5	0,1%	0,2	0,0%	0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			598,4%		-87,5%		-60,0%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>74,8</b>	<b>10,2%</b>	<b>87,9</b>	<b>11,3%</b>	<b>89,4</b>	<b>10,9%</b>	<b>93,1</b>	<b>11,0%</b>	<b>97,7</b>	<b>11,1%</b>
Steuerquote	31,7%		32,2%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	23,7	3,2%	28,3	3,6%	29,0	3,6%	30,3	3,6%	31,8	3,6%
<b>Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche</b>	<b>51,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>59,6</b>	<b>7,6%</b>	<b>60,3</b>	<b>7,4%</b>	<b>62,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>66,0</b>	<b>7,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			16,8%		1,2%		4,2%		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	
Ergebnis aufgegebenen Geschäftsbereich	0,0 *		-2,3		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>51,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>57,3</b>	<b>7,3%</b>	<b>60,3</b>	<b>7,4%</b>	<b>62,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>66,0</b>	<b>7,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		5,2%		4,2%		5,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,089		7,071		6,952		6,912		6,912	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>7,20</b>		<b>8,10</b>		<b>8,68</b>		<b>9,09</b>		<b>9,54</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	5,0%
Lazard Frères Gestion SAS	3,2%
Eigene Aktien	5,6%
Streubesitz	59,1%

## Termine

Februar 2025	Vorläufige Geschäftszahlen 2025
27.03.2025	Geschäftsbericht 2024
15.05.2025	Zahlen erstes Quartal 2025
04.06.2025	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg

## 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
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 €
14.04.2023	99,00 €	Kaufen	117,00 €
17.02.2023	96,50 €	Kaufen	125,00 €
19.12.2022	88,40 €	Kaufen	115,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2024):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	82,8%	80,0%
Halten	17,2%	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.