

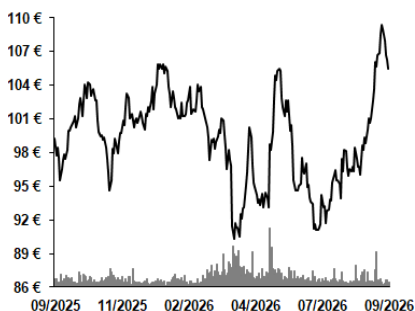
Akt. Kurs (11.09.2026, 17:35, Xetra): 105,40 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **146,00 (142,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte, mit rund 3.500 Beschäftigten in 21 europäischen Ländern präsente CEWE Stiftung & Co. KGaA ist Europas führender Foto-Service. Im Kerngeschäft mit Fotoprodukten, dem Fotofinishing, werden über ein Omnichannel-Modell neben dem bekannten CEWE FOTOBUCH zahlreiche weitere personalisierte Fotoprodukte unter den Marken CEWE, Cheerz, DeinDesign, Pixum und WhiteWall vermarktet. Dabei ist CEWE hier nach eigenen Angaben europäischer Marktführer. Im Geschäftsfeld Einzelhandel offeriert das Unternehmen über stationäre und Online-Shops Foto-Hardware (Kameras und Zubehör) sowie ebenfalls Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge aber im Geschäftsfeld Fotofinishing abgebildet werden.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	110,00 €	89,10 €
Aktueller Kurs:	105,40 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	55,8%	
Marktkapitalis.:	784,4 Mio. €	



Verkauf des Kommerziellen Online-Drucks abgeschlossen

Bekanntlich hatte CEWE am 11. Mai 2026 eine Vereinbarung über den Verkauf des Geschäftsbereichs Kommerzieller Online-Druck (KOD) mit dem Produktionsbetrieb von SAXOPRINT in Dresden sowie den Vertriebsseinheiten viaprinto und LASERLINE unterzeichnet. Hinsichtlich näherer Einzelheiten verweisen wir auf unser ausführliches letztes Research vom 8. Juni 2026.

Schneller als von uns erwartet wurde die Transaktion nun bereits mit Wirkung zum 2. Juli 2026 vollzogen und damit abgeschlossen. Aus dem Verkauf resultiert ein die bilanzierten KOD-Buchwerte übersteigender Mittelzufluss. Dabei rechnet CEWE mit einem Veräußerungsgewinn im mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich, der im Zuge der Entkonsolidierung des KOD in den Zahlen zum dritten Quartal 2026 zum Ausweis kommen wird.

Kennzahlen

	2024	2025	2026e	2027e
Umsatz	832,8	864,5	803,0	830,0
<i>bisher</i>	---	---	792,0	820,0
EBIT	86,1	88,2	86,8	93,3
<i>bisher</i>	---	---	88,7	92,4
Jahresüb.	60,1	58,0	94,3	63,8
<i>bisher</i>	---	---	60,6	63,2
Erg./Aktie	8,64	8,46	13,97	9,46
<i>bisher</i>	---	---	8,99	9,37
Dividende	2,85	3,00	3,15	3,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,7%	2,8%	3,0%	3,1%
KGV	12,2	12,5	7,5	11,1

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

CEWE erwirbt weltweites Sofortfoto-Geschäft mit Marke KODAK MOMENTS

Nur gerade einmal zwei Wochen nach der Mitteilung über den erfreulich schnellen Abschluss der Transaktion konnten die Oldenburger einen weiteren bedeutenden Meilenstein im Rahmen ihrer strategischen Fokussierung auf das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing vermelden:

Am 16. Juli 2026 hat CEWE einen Vertrag über den Erwerb des Geschäftsbereichs KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions im Zuge eines Carve-outs geschlossen. Verkäufer ist Kodak Alaris, ein Portfoliounternehmen des US-amerikanischen Private-Equity-Investors Kingswood Capital Management. Der Geschäftsbereich betreibt mit rund 500 Beschäftigten unter der international etablierten Marke KODAK MOMENTS ein weltweites Sofortfoto-Geschäft in 54 Ländern. Dabei wird mit einer jährlichen Produktion von 1,5 Milliarden Bildern an 37.000 online angebundenen Fotostationen in 16.000 Ladengeschäften von Einzelhandelsketten aktuell ein Jahresumsatz von rund 200 Mio. Euro erwirtschaftet. Im Rahmen der Transaktion wird zudem auch ein Produktionsstandort in Colorado übernommen, an dem die für das Sofortfoto-Geschäft benötigten Verbrauchsmedien hergestellt werden.

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: +49 2501 44091-21

Fax: +49 2501 44091-22

j.nielsen@gsc-research.de

Der Kaufpreis basiert auf einem Unternehmenswert von 88 Mio. Euro und berechnet sich in Abhängigkeit von Nettoverschuldung und Nettoumlaufvermögen zum Vollzugszeitpunkt. Auf Basis der Zahlen zum 31. März 2026 ergibt sich eine Größenordnung von 72 Mio. Euro, die sich abhängig von den Werten zum Vollzugsstichtag noch verändern kann. Dabei erwartet CEWE das Closing, das noch unter dem Vorbehalt verschiedener Bedingungen wie auch behördlicher und kartellrechtlicher Genehmigungen steht, in der ersten Jahreshälfte 2027.

Mit diesem bedeutenden Schritt expandiert CEWE international über die Grenzen von Europa hinaus, erhöht damit die globale Marktpräsenz im Bereich Sofortfotos am Point of Sale deutlich und erschließt im Zuge dessen neue Märkte. Die wichtigsten Kernmärkte bilden hierbei die USA, Kanada, Mexiko und Australien. Dabei wird die Marke KODAK MOMENTS künftig im Rahmen einer Lizenzvereinbarung genutzt.

Zudem baut CEWE mit der Übernahme der Verbrauchsmedien-Produktion die Wertschöpfungstiefe im Sofortfoto-Geschäft aus und erhöht durch die diversifizierte Lieferkette die Steuerbarkeit, Effizienz und Lieferfähigkeit und somit die Resilienz in diesem Bereich.

Die im laufenden Geschäftsjahr anfallenden Transaktions- und Pre-Closing-Kosten veranschlagt das Management auf einen niedrigen bis mittleren einstelligen Millionen-Euro-Betrag. Für das akquirierte Geschäft wird zunächst eine mittlere einstellige EBIT-Marge erwartet. Diese soll im Zuge der Integration und Hebung von Synergien sukzessive gesteigert werden und der Bereich so mit einer attraktiven Rendite einen Beitrag zur nachhaltigen Wertsteigerung der CEWE-Gruppe leisten.

Zum Halbjahr weiter auf Kurs, die Jahresziele erneut zu erreichen

Veräußerungsbedingt fließt der Beitrag des KOD gemäß IFRS 5 seit den Halbjahreszahlen nicht mehr in die Konzern-GuV ein, sondern wird unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten ausgewiesen. Die Vorjahreswerte wurden entsprechend angepasst.

Auf dieser Basis erzielte CEWE in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2026 ein Umsatzwachstum von 3,6 Prozent auf 298,0 (Vj. 287,7) Mio. Euro. Die aktivierten Eigenleistungen, die vor allem durch die von der Hertz Systemtechnik produzierten CEWE Fotostationen geprägt sind, lagen mit 2,8 (1,6) Mio. Euro deutlich über dem Vorjahresniveau. Höhere Erträge aus recyclingfähigen Reststoffen aus Produktionsprozessen führten bei den sonstigen betrieblichen Erträgen ebenfalls zu einem merklichen Zuwachs auf 16,0 (14,3) Mio. Euro.

Leicht gestiegene Materialkosten sowie die Ausweitung der Produktion der CEWE Fotostationen schlugen sich in einer Erhöhung der Materialaufwandsquote auf 20,9 (20,5) Prozent nieder. Demgegenüber konnte die Personalaufwandsquote geringfügig auf 37,0 (37,1) Prozent reduziert werden.

Der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz legte auf 41,3 (39,6) Prozent zu. Dabei resultierten von dem absoluten Anstieg von 9,0 Mio. Euro alleine 3,8 Mio. Euro aus Kosten im Zusammenhang mit der Akquisition von KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions. Hiervon werden vertragsgemäß noch 2,0 Mio. Euro im Rahmen des Closings vom Verkäufer ausgeglichen. Bereinigt um die Transaktionskosten lag die Quote bei rund 40 Prozent. Dabei schlugen sich vor allem gestiegenen Mailorderkosten sowie auch im Zusammenhang mit der Umstellung auf SAP S/4HANA erhöhte EDV-Kosten nieder.

Der weitere Ausbau der installierten Basis von CEWE Fotostationen sowie der in diesem Jahr erfolgte Erwerb der letzten beiden bedeutenden Produktionsstätten, die noch nicht im Firmeneigentum gestanden hatten, führten zu einem Anstieg der Abschreibungen auf 23,3 (21,8) Mio. Euro.

In Summe resultierte daraus ein im Rahmen der Unternehmenserwartungen liegendes berichtetes EBIT von minus 1,7 Mio. Euro. Unter Ausklammerung der Transaktionskosten von 3,8 Mio. Euro bewegte sich das operative EBIT mit 2,1 Mio. Euro leicht unter dem Vorjahresniveau von 2,3 Mio. Euro.

Das Finanzergebnis verbesserte sich auf 129 (90) TEUR, spielte damit aber unverändert keine nennenswerte Rolle. So kam ein Vorsteuerergebnis von minus 1,6 (+2,4) Mio. Euro zum Ausweis. Nach einer Steuerbelastung von 1,0 Mio. Euro im Vergleichszeitraum fiel im Berichtshalbjahr ein Steuertrag von 0,7 Mio. Euro an. Daraus resultierte ein Ergebnis der fortgeführten Aktivitäten von minus 0,9 (+1,5) Mio. Euro.

Einschließlich des Ergebnisses der nicht fortgeführten Aktivitäten in Höhe von 0,7 (-0,1) Mio. Euro belief sich das Konzern-Periodenergebnis schließlich auf minus 0,2 (+1,3) Mio. Euro bzw. minus 0,02 (+0,19) Euro je Aktie.

Fotofinishing: Gut im Plan

Das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing entwickelte sich nach einem Umsatzplus von 1,7 Prozent im Auftaktquartal 2026 in dem saisonal bedingt traditionell eher schwächeren Zeitraum April bis Juni mit einem Erlöszuwachs von 7,5 Prozent auf 136,8 (Vj. 127,3) Mio. Euro sehr erfreulich. Damit wurde die Zielbandbreite für das zweite Quartal von 131,1 bis 136,3 Mio. Euro leicht übertroffen. Dabei belief sich das saisontypisch traditionell negative Segment-EBIT auf operativer Ebene auf minus 3,0 (-2,9) Mio. Euro, womit es sich am oberen Rand der Zielkorridors von minus 3,0 bis minus 3,5 Mio. Euro bewegte.

Kumuliert kam für den Sechsmonatszeitraum ein Umsatzwachstum von 4,4 Prozent auf 284,1 (272,2) Mio. Euro zum Ausweis. Dabei basierte der Erlöszuwachs vor allem auf Absatzsteigerungen und Premiumisierungseffekten und nur in geringem Umfang auf Preisanpassungen. Im Detail erhöhte sich die Anzahl der über alle Produktkategorien produzierten Fotos um 3,3 Prozent auf 1,08 (1,04) Milliarden Bilder, während der Umsatz pro Foto um 1,0 Prozent auf 26,41 (26,13) Cent zulegte.

Beim CEWE FOTOBUCH als klassischem Multi-Foto-Produkt wuchs der Absatz um 1,9 Prozent auf 2,49 (2,44) Millionen Exemplare. Dabei spiegelte sich der anhaltende Trend zu höherwertigen Fotobüchern in einem überproportionalen Anstieg des Umsatzbeitrags des Bestsellers von 3,9 Prozent wider.

Das berichtete Segment-EBIT belief sich einschließlich Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen von 0,9 (1,1) Mio. Euro auf minus 1,5 (+2,7) Mio. Euro. Das zusätzlich von CEWE publizierte, um die Transaktionskosten von 3,8 Mio. Euro – von denen wie erwähnt noch 2,0 Mio. Euro im Rahmen des Closings vom Verkäufer ausgeglichen werden – bereinigte operative Segment-EBIT stellte sich auf 2,3 Mio. Euro.

Einzelhandel: Ergebnis leicht verbessert

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient 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 (Kameras und Zubehör) werden im CEWE RETAIL abgebildet. Dabei verzichtet man dort bewusst auf margenschwachtes Geschäft und hatte die Umsätze in diesem Rahmen bereits in der Vergangenheit aktiv reduziert.

Vor diesem Hintergrund stand hier für die ersten beiden Quartale 2026 ein planmäßiger Erlösrückgang von 10,1 Prozent auf 13,3 (Vj. 14,8) Mio. Euro in den Büchern. Trotzdem verbesserte sich das saisonal bedingt in der ersten Jahreshälfte traditionell negative Segment-EBIT leicht auf minus 0,1 (-0,2) Mio. Euro.

Kommerzieller Online-Druck: Ausgeglichener EBIT-Beitrag

Das wie erwähnt mit Wirkung zum 2. Juli 2026 veräußerte Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) wies für das erste Halbjahr 2026 in einem anhaltend herausfordernden Branchenumfeld bei einem leichten Umsatzrückgang von 1,6 Prozent auf 41,7 (Vj. 42,4) Mio. Euro beim EBIT wie im Vorjahr eine „schwarze Null“ aus. Dabei beinhaltet der Wert der Berichtsperiode aber auch Transaktionskosten in Höhe von 0,8 Mio. Euro im Zusammenhang mit dem Verkauf des Geschäftsbereichs, operativ hat sich die Profitabilität somit verbessert.

Sonstiges: „Saxopark“-Mieteinnahmen entfallen künftig durch KOD-Verkauf

Im Geschäftsfeld Sonstiges bildet CEWE Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen ab. Umsätze fallen hier nicht an. Ein höheres Vermietungsergebnis führte jedoch dazu, dass sich das Segment-EBIT in den ersten sechs Monaten 2026 auf minus 0,2 (Vj. -0,4) Mio. Euro verbesserte. Dabei wurde mit dem KOD-Verkauf auch die bisher in diesem Geschäftsfeld ausgewiesene, teils fremdvermietete Gewerbeimmobilie „Saxopark“ in Dresden veräußert und deren Beitrag daher aus der Konzern-GuV in das Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten umgegliedert. Im Berichtszeitraum steuerte sie 0,2 Mio. Euro zum Segmentergebnis bei.

Guidance bestätigt

Nachdem sich die Zahlen für die ersten beiden Quartale im Rahmen der eigenen Erwartungen bewegten, hat das CEWE-Management seine Zielsetzungen für 2026 bestätigt. Dabei wird die operative Unternehmensplanung von den im Zusammenhang mit dem Erwerb von KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions in diesem Jahr anfallenden, auf einen niedrigen bis mittleren einstelligen Millionen-Euro-Betrag geschätzten Transaktions- und Pre-Closing-Kosten nicht berührt. Wie der Vorstand ergänzend im Rahmen der Telefonkonferenz zu den Halbjahreszahlen erörterte, wurde mit den genannten 3,8 Mio. Euro bereits der größere Teil dieser Kosten im ersten Halbjahr verbucht.

Somit wird weiterhin für die fortgeführten Aktivitäten bei einem Konzernumsatz zwischen 780 und 810 Mio. Euro ein EBIT von 85 bis 91 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 84,5 bis 90,5 Mio. Euro sowie ein Nachsteuerergebnis von 57 bis 62 Mio. Euro entsprechend 8,43 bis 9,16 Euro je Aktie erwartet. Unverändert orientiert sich das Management dabei jeweils an Zielwerten in der oberen Hälfte der Prognosekorridore, die unteren Ränder reflektieren vor allem exogene, von CEWE nicht beeinflussbare Unsicherheiten.

Hinzu kommt noch das Ergebnis aus den nicht fortgeführten Aktivitäten, das neben den bis zur Entkonsolidierung angefallenen operativen Beiträgen vor allem den avisierten Gewinn aus der Veräußerung des KOD im mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich beinhaltet.

GSC-Schätzungen überarbeitet

Auf Grundlage der Halbjahreszahlen, in denen die Beiträge des KOD und der Immobilie „Saxopark“ in das Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten umgegliedert wurden, sowie des bestätigten Unternehmensausblicks für die fortgeführten Aktivitäten haben wir unsere Prognosen aktualisiert. Nach dem Vollzug des KOD-Verkaufs haben wir dabei nunmehr auch den hieraus erwarteten positiven Sondereffekt eingearbeitet.

Noch nicht berücksichtigt haben wir hingegen die noch unter dem Vorbehalt verschiedener Vollzugsbedingungen stehende Akquisition von KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions.

Dies vorausgeschickt, haben wir unsere Umsatzschätzung für 2026 auf 803,0 Mio. Euro angehoben. In Relation zu dem von CEWE publizierten Pro-Forma-Vorjahreswert ohne KOD von 777,0 Mio. Euro würde dies ein Wachstum von 3,3 Prozent bedeuten. Aufgrund der Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions haben wir unsere Ergebnisprognosen für die fortgeführten Aktivitäten allerdings zurückgenommen.

Konkret verorten wir das EBIT im laufenden Jahr jetzt bei 86,8 Mio. Euro entsprechend einer EBIT-Marge von 10,8 Prozent. Darauf aufbauend sehen wir das Ergebnis der fortgeführten Aktivitäten bei 59,3 Mio. Euro bzw. 8,79 Euro je Aktie. Das Ergebnis aus nicht fortgeführten Aktivitäten veranschlagen wir auf Grundlage der vorliegenden Informationen auf rund 35 Mio. Euro. Daraus resultiert in Summe für 2026 ein geschätztes Nettoergebnis von 94,3 Mio. Euro bzw. 13,97 Euro je Aktie.

Darauf basierend prognostizieren wir nun für das Geschäftsjahr 2027 bei einer erneuten Umsatzausweitung auf 830 Mio. Euro ein EBIT von 93,3 Mio. Euro. Dies würde eine auf 11,2 Prozent verbesserte EBIT-Marge bedeuten, die damit auf dem Niveau des von CEWE für 2025 publizierten Pro-Forma-Werts ohne KOD liegen würde. In der Folge sehen wir den Jahresüberschuss nach Steuern bei 63,8 Mio. Euro bzw. 9,46 Euro je Aktie.

Das Ergebnis im aktuellen Jahr wird durch den jetzt in unsere Schätzungen eingearbeiteten Einmaleffekt aus dem KOD-Verkauf erheblich positiv beeinflusst. Unsere Gewinnprognose für 2027 haben wir ebenfalls leicht angehoben. Mit Blick auf die für die erste Jahreshälfte 2027 erwartete Kaufpreiszahlung für KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions in Höhe von rund 72 Mio. Euro belassen wir unsere Dividendenschätzungen unter Vorsichtsaspekten derzeit dennoch bei 3,15 Euro für 2026 und 3,30 Euro für 2027.

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.

Da sich hier auf Basis 2026 infolge des jetzt eingearbeiteten Sondereffekts aus dem KOD-Verkauf ein deutlich verzerrtes Bild ergeben würde, legen wir dabei nunmehr das KGV für 2027 zugrunde. Das 2027er-KGV unserer Peer Group von 14,6 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2027 geschätzten Gewinn von 9,46 Euro je CEWE-Aktie einen Wert von 138,51 Euro als erstes Zwischenergebnis.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 Prozent, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~69 Mio. Euro) resultiert ein zweites Zwischenergebnis von 155,24 Euro.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 146,88 Euro, weshalb wir unser gerundetes Kursziel für die CEWE-Aktie auf 146 Euro erhöhen.

Fazit

Bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA ging es in den letzten Monaten Schlag auf Schlag: Nachdem die Oldenburger Mitte Mai den Verkauf des Geschäftsbereichs Kommerzieller Online-Druck (KOD) vermeldet hatten, konnte die Transaktion schneller als von uns erwartet bereits Anfang Juli abgeschlossen werden. Mit der Trennung von dem die Konzernmarge verwässernden Geschäftsbereich verbessert sich die Profitabilität der CEWE-Gruppe nun merklich. Zudem wird aus der Transaktion ein stattlicher Veräußerungsgewinn erwartet, der im Zuge der Entkonsolidierung des KOD in den Zahlen zum dritten Quartal 2026 zum Ausweis kommen wird.

Nur zwei Wochen später folgte Mitte Juli die Meldung über den Erwerb des Geschäftsbereichs KODAK MOMENTS Retail Photo Solutions, der unter der vor allem auch bei jungen Zielgruppen etablierten Marke KODAK MOMENTS ein weltweites Sofortfoto-Geschäft betreibt. Mit dem in der ersten Jahreshälfte 2027 erwarteten Abschluss der noch unter dem Vorbehalt verschiedener Vollzugsbedingungen stehenden Transaktion erweitert die CEWE-Gruppe ihr Markenportfolio um die starke Marke KODAK MOMENTS und steigt in Europa zur Nr. 1 im Bereich Sofortfotos auf.

Vor allem aber expandiert CEWE damit auch international über die Grenzen von Europa hinaus und erhöht mit der Erschließung neuer Märkte wie insbesondere den USA, Kanada, Mexiko und Australien im Rahmen des Omnichannel-Modells die globale Marktpresenz im Bereich Sofortfotos am Point of Sale deutlich. Zudem ist mit der Übernahme eines Verbrauchsmedien-Produktionsstandorts in Colorado auch ein Ausbau der Wertschöpfungstiefe und eine Verbesserung der Resilienz im Sofortfoto-Geschäft verbunden.

Damit konnte CEWE innerhalb nur weniger Wochen gleich zwei bedeutende Meilensteine im Rahmen der strategischen Fokussierung auf das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing und der Schärfung des Profils als führender Anbieter von Premium-Fotoprodukten vermelden. Und auch operativ liegen die Oldenburger nach den ersten sechs Monaten auf Kurs, ihre Ziele auch in diesem Jahr wieder wie gewohnt zu erreichen. Dabei hat das Management seine Guidance trotz der im Zusammenhang mit der Akquisition anfallenden Kosten, die auf einen niedrigen bis mittleren einstelligen Millionen-Euro-Betrag geschätzt werden, bestätigt.

Insgesamt sind wir daher für die weitere Entwicklung der CEWE-Gruppe mit ihrer hervorragenden Marken- und Marktpositionierung als führender europäischer Premium-Anbieter im Fotofinishing, die mit Vollzug der Akquisition der Marke KODAK MOMENTS künftig global ausbaut wird, sehr positiv gestimmt. Dabei stellen sich die Bilanzverhältnisse des Konzerns mit einer Eigenkapitalquote von gut 71 Prozent zum Halbjahresende unverändert grundsolide dar.

Auf der Umsatzseite bewegten sich die Halbjahreszahlen über unseren Erwartungen, während sie ertragsseitig vor allem durch bereits verbuchte Akquisitionskosten von 3,8 Mio. Euro belastet waren. Demgegenüber fällt in diesem Jahr aber auch noch ein nennenswerter Veräußerungsgewinn aus dem KOD-Verkauf an, der erst in den Neunmonatszahlen sichtbar werden wird.

Auf Basis unserer überarbeiteten Schätzungen erhöhen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie nun auf 146 Euro. Zwar hat die Notierung in den letzten Wochen zugelegt, bewegt sich aber weiterhin deutlich darunter. Vor diesem Hintergrund bekräftigen wir unsere Empfehlung, den unserer Ansicht nach klar unterbewerteten Anteilsschein zu „Kaufen“. Dabei bietet das Papier bei Ansatz unserer eher vorsichtigen Dividendenprognose eine Ausschüttungsrendite von 3,0 Prozent, die in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter steigen dürfte.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2023		2024		2025		2026e		2027e	
Umsatzerlöse	780,2	100,0%	832,8	100,0%	864,5	100,0%	803,0	100,0%	830,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		3,8%		-7,1%		3,4%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	4,4	0,6%	5,1	0,6%	4,4	0,5%	6,0	0,7%	6,1	0,7%
Veränderung zum Vorjahr			16,3%		-14,2%		36,7%		1,7%	
Gesamtleistung	784,6	100,6%	837,9	100,0%	868,9	100,0%	809,0	100,0%	836,1	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		3,7%		-6,9%		3,3%	
Materialaufwand	187,4	24,0%	188,0	22,6%	194,0	22,4%	147,8	18,4%	152,3	18,4%
Veränderung zum Vorjahr			0,3%		3,2%		-23,8%		3,1%	
Personalaufwand	218,9	28,1%	236,3	28,4%	252,9	29,3%	234,1	29,2%	247,2	29,8%
Veränderung zum Vorjahr			7,9%		7,0%		-7,4%		5,6%	
Sonstiges Ergebnis	-240,6	-30,8%	-271,9	-32,7%	-281,3	-32,5%	-290,4	-36,2%	-293,3	-35,3%
Veränderung zum Vorjahr			-13,0%		-3,4%		-3,2%		-1,0%	
EBITDA	137,7	17,7%	141,7	17,0%	140,7	16,3%	136,8	17,0%	143,3	17,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,9%		-0,7%		-2,8%		4,8%	
Abschreibungen	53,8	6,9%	55,6	6,7%	52,6	6,1%	50,0	6,2%	50,0	6,0%
Veränderung zum Vorjahr			3,3%		-5,5%		-4,9%		0,0%	
EBIT	83,9	10,8%	86,1	10,3%	88,2	10,2%	86,8	10,8%	93,3	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			2,6%		2,4%		-1,6%		7,5%	
Finanzergebnis	4,0	0,5%	0,7	0,1%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			-81,3%		-127,0%		1,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	87,9	11,3%	86,9	10,4%	88,0	10,2%	86,6	10,8%	93,1	11,2%
Steuerquote	32,2%		30,8%		34,0%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	28,3	3,6%	26,8	3,2%	29,9	3,5%	27,3	3,4%	29,3	3,5%
Ergebnis fortgeführte Aktivitäten	59,6	7,6%	60,1	7,2%	58,0	6,7%	59,3	7,4%	63,8	7,7%
Veränderung zum Vorjahr			0,8%		-3,4%		2,2%		7,5%	
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 nicht fortgeführte Aktivitäten	-2,3		0,0		0,0		35,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	57,3	7,3%	60,1	7,2%	58,0	6,7%	94,3	11,7%	63,8	7,7%
Veränderung zum Vorjahr			4,8%		-3,4%		62,6%		-32,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,071		6,951		6,856		6,750		6,739	
Gewinn je Aktie	8,10		8,64		8,46		13,97		9,46	
Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.										

Aktionärsstruktur

Gründerfamilie Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG)	27,1%
Lazard Frères Gestion SAS	3,2%
Lazard Small Caps Euro	3,0%
Salt Capital AS	3,0%
Eigene Aktien	7,9%
Streubesitz	55,8%

Termine

12.11.2026 Zahlen drittes Quartal 2026

Kontaktadresse

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

E-Mail: info@cewe.de

Internet: www.cewe.de, ir.cewe.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

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
08.06.2026	93,90 €	Kaufen	142,00 €
08.04.2026	92,60 €	Kaufen	142,00 €
02.03.2026	99,80 €	Kaufen	142,00 €
23.12.2025	102,00 €	Kaufen	142,00 €
04.12.2025	101,00 €	Kaufen	142,00 €
03.09.2025	94,90 €	Kaufen	143,00 €
27.05.2025	100,00 €	Kaufen	143,00 €
15.04.2025	98,70 €	Kaufen	143,00 €
27.02.2025	99,50 €	Kaufen	148,00 €
13.12.2024	101,00 €	Kaufen	148,00 €
09.12.2024	99,40 €	Kaufen	148,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2026):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	81,8%	80,0%
Halten	18,2%	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 bzw. von in diesem Research behandelten Unternehmen 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.