

Akt. Kurs (18.01.10, 13:08, Xetra): 22,91 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **29,00 (29,00) EUR**

**Branche:** Sonst. Konsumgüter (Foto)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005403901  
**Reuters:** CWCG.DE  
**Bloomberg:** CWC:GR

## Kurzportrait

Die CeWe Color Holding AG ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe.

## Anlagekriterien

### „Trading Statement“ übertrifft Zahlen der Unternehmensprognose leicht

Am 14.1. veröffentlichte die CeWe Color Holding AG zum Auftakt der diesjährigen Berichtssaison bereits die Absatzzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr. Demnach übertraf das Oldenburger Unternehmen in allen Bereichen seine eigenen Absatzziele für 2009.

Der Absatz von Fotobüchern lag mit einem Volumen von 3,6 Mio. Stück leicht über dem Ziel von 3,5 Mio. Exemplaren. Allein im vierten Quartal verkaufte das Unternehmen 1,4 (Vj. 1,0) Mio. Fotobücher, was einen neuen Quartalsrekord darstellt. Das für Finanzen zuständige Vorstandsmitglied Dr. Olaf Holzkämper führte dazu aus, dass man somit das Versprechen eines guten Abschlussquartals mehr als eingehalten habe. Dazu beigetragen habe zudem die weitere Verschiebung von Umsätzen in das vierte Quartal, da sich gerade die Mehrwertprodukte wie z.B. das Fotobuch als Verkaufsschlager im Weihnachtsgeschäft herausgestellt hätten.

Insgesamt wurden 2,0 Milliarden Digitalfotos (inklusive CeWe-Fotobuch-Drucke) produziert, was leicht über der selbst gesetzten Zielmarke von 1,9 Milliarden Prints lag. Damit konnte der geplante Rückgang im Analogbereich erstmals in der Unternehmensgeschichte fast ausgeglichen werden, da sich diese Produktkategorie mit knapp 0,6 Milliarden Bildern etwas besser als ursprünglich abgesetzt entwickelte. Die Gesamtzahl der Fotos entwickelte sich auf gerundeter Basis mit 2,6 Milliarden Stück bereits konstant, wobei real noch ein kleiner Rückgang von circa 21 Tausend Stück zu verzeichnen war. Angepeilt waren nach Unternehmensangaben insgesamt rund 2,4 Milliarden Fotos gewesen.

Wir werten diese Zahlen als sehr positiv, da sich der Trend zu höhermargigen Produkten auch in 2009 fortgesetzt hat. Insofern sehen wir der Bekanntgabe der betriebswirtschaftlichen Kennziffern am 13.4. mit großer Gelassenheit entgegen. Zudem schließen wir hier eine positive Überraschung nicht aus.

Die CeWe Color Holding AG äußerte sich im Rahmen des jetzt vorgelegten „Trading-Statements“ nicht zu den betriebswirtschaftlichen Kennziffern. Dr. Olaf Holzkämper bestätigte auf unsere Nachfrage jedoch, dass die bisherigen Unternehmensprognosen zu den betriebswirtschaftlichen Kennziffern des Geschäftsjahres 2009 weiterhin gültig seien. Diese sehen einen währungsbereinigten Umsatz in einer Bandbreite von 420 bis 425 Mio. Euro sowie einen operativen Gewinn vor Restrukturierung in einem Korridor von 20 bis 25 Mio. Euro vor.

### GSC-Schätzungen nach veröffentlichten Absatzzahlen leicht modifiziert

Auf Basis der jetzt veröffentlichten Absatzzahlen hätten wir unsere Erwartungen für 2009 unverändert gelassen. Allerdings zeigten sich die osteuropäischen Währungen in den letzten Wochen seit unserer letzten Research-Note vom 17.12.2009 im Gegensatz zum englischen Pfund erneut schwach, so

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	27,75 €	12,02 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	22,91 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.380.000	
<b>Streubesitz:</b>	32,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	169,1 Mio. €	



Quelle: vw d market manager (vw d group)

## Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	414	420	411	425
<i>bisher</i>	---	---	415	---
<b>EBIT</b>	14,3	12,4	14,4	23,4
<i>bisher</i>	---	---	14,5	---
<b>Jahresüb.</b>	5,9	7,0	7,6	13,4
<i>bisher</i>	---	---	7,7	---
<b>Erg./Akte</b>	0,83	1,01	1,10	1,92
<i>bisher</i>	---	---	1,11	---
<b>Dividende</b>	1,20	1,00	1,00	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	27,7	22,6	20,9	11,9
<b>Div.rendite</b>	5,2%	4,4%	4,4%	5,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte und Dividende in Euro

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

dass wir unsere Erlösschätzung nochmals leicht auf 411,0 (bisher 415,0) Mio. Euro zurücknehmen. Die CeWe Color Holding AG bekräftigte in diesem Zusammenhang ihre Prognose für den Umsatz auf Eurobasis, den man weiterhin in einer Bandbreite von 405 bis 410 Mio. Euro sieht. Die Unternehmens-Guidance des währungsbereinigten Umsatzes wurde, wie bereits erwähnt, mit 420 bis 425 Mio. Euro ebenfalls bestätigt.

Da sich die Kosten in Osteuropa im Zusammenhang mit den dortigen Wechselkursentwicklungen ebenfalls ermäßigt haben dürften, halten sich die Auswirkungen der leichten Revision unserer Umsatzerwartungen auf unsere Ergebnisprognosen in engen Grenzen. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir jetzt bei 14,4 (14,5) Mio. Euro, was ein Wachstum von knapp 16 Prozent gegenüber dem Vorjahr bedeuten würde. Hier sehen wir aufgrund des gut gelaufenen Geschäftes mit den höhermargigen Mehrwertprodukten in 2009 keinen zusätzlichen Korrekturbedarf. Wir können uns im Gegenteil durchaus eine positive Überraschung bei dieser Kennziffer vorstellen.

Das Ergebnis vor Steuern schätzen wir nunmehr auf 12,7 (12,8) Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einer Zunahme von 40 Prozent entspräche. Das Unternehmen hat hier eine unveränderte Bandbreite von 10 bis 15 Mio. Euro als eigene Zielvorgabe formuliert. Hier positionieren wir uns somit weiterhin in der Mitte, da wir davon ausgehen, dass der jetzt im „Trading-Statement“ veröffentlichte höherwertige Produktmix zur Erfüllung unserer Schätzung geführt hat. Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir auf einem Niveau von 7,6 (7,7) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,10 (1,11) Euro entspräche.

Unsere Dividendenprognose für 2009 belassen wir bei 1,00 Euro, da sich die CeWe Color Holding AG in der Vergangenheit stets um eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik bemüht hat. Dr. Olaf Holzkämper wollte unsere Dividendenschätzung in Anbetracht der noch ausstehenden Erörterungen des Themas in den einschlägigen Gremien auch zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht kommentieren. Er erörterte jedoch, dass nach der entsprechenden Entscheidung diesbezüglich Anfang April eine Veröffentlichung durch das Unternehmen erfolgen werde.

Unsere Erwartungen für 2010 haben wir auf dem bisherigen Niveau belassen. Wir gehen weiterhin von einem (nicht währungsbereinigten) Umsatz von 425 Mio. Euro aus, was gegenüber 2009 einen Zuwachs von 3,4 Prozent bedeuten würde.

Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir unverändert bei 23,4 Mio. Euro. Der gegenüber 2009 signifikante Sprung unserer EBIT-Erwartung resultiert aus dem Auslaufen der Restrukturierungsaufwendungen, die in den letzten fünf Jahren im Durchschnitt mit jährlich circa 10 Mio. Euro zu Buche geschlagen haben. Der bereits erwähnte weiterhin zunehmende Anteil an höhermargigen Mehrwertprodukten (wie z.B. dem CeWe-Fotobuch) könnte diese Kennziffer weiter nach oben ziehen. Wir bleiben jedoch zunächst bei unserem konservativen Ansatz und warten hier die weitere Entwicklung ab.

Aufgrund der unlängst beendeten Restrukturierung in Frankreich gehen wir weiterhin von einer mit 38 Prozent gegenüber 2009 (40%) um zwei Punkte rückläufigen Steuerquote aus. Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir unverändert bei 13,4 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,92 Euro entspräche. Unsere Dividendenschätzung für 2010 belassen wir folgerichtig bei 1,30 Euro je Anteilsschein.

### **Bewertung**

Da es in Deutschland keinen direkt vergleichbaren börsennotierten Mitbewerber zur CeWe Color Holding AG gibt, legen wir unserer Bewertung weiterhin das Branchen-KGV einer breiten Basis internationaler Aktien aus dem Bereich sonstiger Konsum (ohne Lebensmittel) zugrunde. Das 2010er-KGV dieser Peer Group von unverändert 16,6 ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2010 geschätzten Gewinn je CeWe Color-Aktie von weiterhin 1,92 Euro einen Wert von 31,83 (bisher 31,87) Euro als erstes Zwischenergebnis.

Eine interessante Indikation für die Bewertung der CeWe Color Holding AG liefert weiterhin die Betrachtung reiner Kamerahersteller bzw. Fotofirmen wie Eastman Kodak, Olympus Optical, Fuji Photo Film, Konica, Nikon und Canon. Der Konsensus erwartet jedoch für Eastman Kodak und Fuji in 2010 Verluste. Die Aussagekraft des auf Basis des Durchschnitts-KGVs der verbleibenden vier Firmen von 23,9 (bisher 19,7) errechneten Wertes von 45,89 (37,82) Euro hält sich daher in Grenzen. Darüber hinaus steigt das KGV von Technologiewerten traditionell in Turnaround-Phasen.

Zudem sind wir der Überzeugung, dass der Geschäftsverlauf der CeWe Color Holding AG eher von der allgemeinen Konsumneigung der Verbraucher als von technischen Neuerungen wie bei den zitierten Fotofirmen bestimmt wird. Die Verluste einiger Fotofirmen unterstreichen unserer Meinung nach unverändert die Leistung des CeWe Color-Managements, das Unternehmen ohne ein einziges Verlustjahr durch die unlängst beendete Restrukturierung gesteuert zu haben.

Als zweite Bewertungssäule ziehen wir nach wie vor ein DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 5,92%, ewiges Wachstum 0%, Ausgangs-Cash Flow 9,6 Mio. €, Beta 1,0) heran und ermitteln daraus ein zweites Zwischenergebnis von 26,79 (26,15) Euro.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen ergibt sich ein fairer Wert von 29,31 (29,01) Euro, so dass wir unser Kursziel mit 29,00 Euro auf dem bisherigen Niveau belassen. Somit birgt die CeWe Color-Aktie nach der jüngeren Seitwärtsbewegung unseres Erachtens aufgrund der klar positiven Aussichten für das kommende Geschäftsjahr weiterhin ein Kurspotenzial von mehr als einem Viertel. Wir erneuern in diesem Zusammenhang unsere Kaufempfehlung.

### **Fazit**

Die jetzt vorgelegten Absatzzahlen der CeWe Color Holding AG werten wir als sehr positiv, da sich der Trend zu höhermargigen Produkte wie z.B. dem CeWe-Fotobuch weiter fortgesetzt hat. Vor dem Hintergrund dieser Nachricht alleine wäre die jetzt vorgenommene leichte Korrektur unserer Umsatzerwartungen für 2009 nicht erforderlich geworden. Da sich allerdings die Währungen in Osteuropa gegen Jahresende etwas schwächer als von uns erwartet entwickelt haben, sehen wir diesen Schritt als notwendig an.

Auf der Ertragsseite haben wir das bisherige Schätzungsniveau nahezu beibehalten. Aufgrund des guten Produktmixes können wir uns hier auch ein Übertreffen unserer konservativen Annahmen vorstellen. Für 2010 haben wir keine Prognoseänderungen vorgenommen. Wir gehen hier im Zuge des Wegfalls der Restrukturierungsaufwendungen weiterhin von einem deutlichen Ergebnissprung aus. Hier halten wir eine Anhebung unserer Schätzungen im Jahresverlauf durchaus für möglich.

Insgesamt sehen wir weiterhin Potenzial für die CeWe-Color Aktie, so dass wir unsere Kaufempfehlung mit einem unveränderten Kursziel von 29,00 Euro erneuern. Eine Dividendenrendite von 4,4 Prozent rundet die derzeitige positive Nachrichtenlage bei diesem Wert ab.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CeWe Color Holding AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>413,5</b>	<b>99,6%</b>	<b>420,0</b>	<b>99,6%</b>	<b>411,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>425,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>435,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-2,1%		3,4%		2,4%	
Bestandsveränd. + Eigenleistungen	1,5	0,4%	1,5	0,4%	0,7	0,2%	0,3	0,1%	0,3	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-54,1%		-57,1%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>415,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>421,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>411,7</b>	<b>100%</b>	<b>425,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>435,3</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		-2,3%		3,3%		2,4%	
Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und für bezogene Waren	154,6	37,3%	163,2	38,7%	153,2	37,2%	157,4	37,0%	161,1	37,0%
Veränderung zum Vorjahr			5,6%		-6,2%		2,7%		2,4%	
Personalaufwand	108,4	26,1%	105,0	24,9%	104,6	25,4%	104,2	24,5%	104,5	24,0%
Veränderung zum Vorjahr			-3,2%		-0,4%		-0,4%		0,3%	
Sonstiges Ergebnis	-99,2	-23,9%	-100,5	-23,8%	-100,9	-24,5%	-102,9	-24,2%	-104,5	-24,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,3%		0,4%		2,0%		1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>52,8</b>	<b>12,7%</b>	<b>52,8</b>	<b>12,5%</b>	<b>53,1</b>	<b>12,9%</b>	<b>60,8</b>	<b>14,3%</b>	<b>65,3</b>	<b>15,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		0,5%		14,5%		7,4%	
Abschreibungen	38,5	9,3%	40,4	9,6%	38,7	9,4%	37,4	8,8%	37,4	8,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,9%		-4,2%		-3,3%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>14,3</b>	<b>3,4%</b>	<b>12,4</b>	<b>3,0%</b>	<b>14,4</b>	<b>3,5%</b>	<b>23,4</b>	<b>5,5%</b>	<b>27,9</b>	<b>6,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-13,0%		15,8%		62,3%		19,1%	
Finanzergebnis	-1,5	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,7	-0,4%	-1,8	-0,4%	-1,8	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			13,3%		0,0%		5,9%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>10,7</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,7</b>	<b>3,1%</b>	<b>21,6</b>	<b>5,1%</b>	<b>26,1</b>	<b>6,0%</b>
Steuerquote	53,9%		34,4%		40,0%		38,0%		36,0%	
Ertragssteuern	6,9	1,7%	3,7	0,9%	5,1	1,2%	8,2	1,9%	9,4	2,2%
Veränderung zum Vorjahr			-46,4%		37,4%		61,4%		14,3%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>7,6</b>	<b>1,9%</b>	<b>13,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>16,7</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		8,3%		75,5%		24,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0 *		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>5,9</b>	<b>1,4%</b>	<b>7,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>7,6</b>	<b>1,9%</b>	<b>13,4</b>	<b>3,1%</b>	<b>16,7</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			19,4%		8,2%		75,5%		24,6%	
Anzahl der Aktien	7,138		6,956		6,956		6,956		6,956	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,83</b>		<b>1,01</b>		<b>1,10</b>		<b>1,92</b>		<b>2,39</b>	

\* = Anteile Dritter vorhanden aber unter Ausweisgrenze

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft von Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Lincoln Vale European Partners, Cayman Islands	9,9%
Nord/LB, Hannover	7,8%
Sentosa Beteiligungs GmbH, Hamburg	6,7%
Wyser-Pratte Management Co., New York	6,3%
Eigene Aktien	5,0%
Sparinvest Holding A/S, Dänemark	4,0%
Streubesitz	32,9%

## **Termine**

13. April 2010	Bilanzpressekonferenz zum Geschäftsjahr 2009
18. Mai 2010	Veröffentlichung des Berichtes über das I. Quartal 2010
02. Juni 2010	Hauptversammlung
17. August 2010	Halbjahresbericht 2010
16. November	Neunmonatszahlen 2010

## **Kontaktadresse**

CeWe Color Holding AG  
Meerweg 30-32  
D-26133 Oldenburg

Internet: [www.cewecolor.de](http://www.cewecolor.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 – 2288  
Fax: +49 (0) 441 / 404 – 421  
Email: [ir@cewecolor.de](mailto:ir@cewecolor.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-Cash-flow-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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
17.12.2009	22,23 €	Kaufen	29,00 €
28.08.2009	24,76 €	Halten	26,00 €
29.05.2009	20,08 €	Kaufen	24,00 €
09.04.2009	16,80 €	Kaufen	19,50 €
04.02.2009	13,34 €	Kaufen	18,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,8%	51,9%
Halten	36,7%	37,0%
Verkaufen	16,5%	11,1%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
CeWe Color Holding AG	1

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. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen 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 Info und Beteiligungen 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, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.