

Akt. Kurs (14.11.2016, 17:35, Xetra): 78,78 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **80,00 (65,00) EUR**

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

## Kurzportrait

Die CEWE Stiftung & Co. KGaA ist die größte konzernunabhängige europäische Fotolaborgruppe. Im Bereich Fotofinishing ist das wichtigste Mehrwertprodukt das CEWE FOTOBUCH. Im neuen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden zudem Werbedrucksachen vermarktet. Im Bereich Einzelhandel vertreibt CEWE Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	90,81 €	45,99 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	78,78 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	67,5%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	583,0 Mio. €	

## Anlagekriterien

### CEWE weiter auf Wachstumskurs

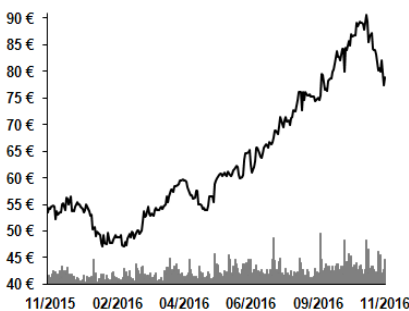
Die kürzlich vorgelegten Zahlen zum dritten Quartal beziehungsweise für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2016 zeigen weitere Zuwächse bei Umsatz und Ergebnis. Nachdem die Erlöse zum Halbjahr ein zweistelliges Plus von 10,8 Prozent erreicht hatten, schwächte sich das Wachstum im dritten Quartal auf 2,5 Prozent ab. Ursächlich hierfür war neben der andauernden saisonalen Verschiebung vom dritten in das vierte Quartal unseres Erachtens auch das außergewöhnlich warme Wetter im September, das die Konsumenten tendenziell eher für Outdoor-Freizeitaktivitäten als für das Erstellen von Fotobüchern, Kalendern oder ähnlichem genutzt haben.

In Summe konnte CEWE die Erlöse nach neun Monaten auf 364,6 Mio. Euro nach 338,4 Mio. Euro im Vorjahr ausweiten. Neben den gestiegenen Auslieferungen im Kommerziellen Online-Druck und höheren Produktabsätzen wie dem CEWE FOTOBUCH im Bereich Fotofinishing trug auch der weiter erhöhte Umsatz pro Foto zu diesem Anstieg bei. Dieser legte im Jahresvergleich um beachtliche 9,9 Prozent von 16,42 auf 18,05 Cent zu.

Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich auf 4,1 Mio. Euro, nachdem es im Vorjahr noch bei minus 4,4 Mio. gelegen hatte. Dies entspricht einem deutlichen Plus um 8,4 Mio. Euro, das wir vor allem auf immer stärker werdende Skaleneffekte zurückführen. Die Gewinnsteigerung ist dabei umso beachtlicher, da die beiden Start-ups DeinDesign und futalis seit 2016 konsolidierungsbedingt ganzjährig ergebnismindernd wirken. Allerdings sind im Jahresvergleich auch noch einige Sondereffekte zu berücksichtigen, die die Ergebnisentwicklung in Summe positiv beeinflussten.

Im Auftaktquartal war ein Einmalertrag aus dem Verkauf der US-Internetaktivität „Smilebooks“ von 0,4 Mio. Euro angefallen. Im zweiten Quartal belasteten Sondereffekte in Höhe von 1,1 Mio. Euro, bestehend aus 0,9 Mio. Euro für eine Goodwill-Abschreibung in England im Zuge des verschlechterten Umfelds nach dem Brexit sowie 0,2 Mio. Euro für Restrukturierungskosten durch Standortzusammenlegungen. Im dritten Quartal fielen Sondererträge von 0,3 Mio. Euro aus dem Verkauf einer ehemaligen Betriebsstätte sowie von 1,8 Mio. Euro aus Sondererlösen bei der Erstausrüstung von Geschäftspartnern an. Bereinigt um Einmaleffekte errechnet sich für die ersten neun Monate aber immer noch eine erfreuliche EBIT-Verbesserung um 5,7 auf 2,3 (Vj. -3,4) Mio. Euro.

Neben diesen Sonderfaktoren wurde das Periodenergebnis noch durch einen außerordentlichen steuerlichen Effekt positiv beeinflusst. Wie bereits mit der Halbjahresberichterstattung angekündigt, konnte CEWE aus einem steuerlichen Rechtsstreit mit den französischen Finanzbehörden, der das Geschäftsjahr 2008 betraf, im dritten Quartal einen Sonderertrag verbuchen, der sich inklusive Zinsen auf 2,8 Mio. Euro summierte. Folglich erreichte der Periodenüberschuss



## Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	523,8	554,2	587,5	610,0
<i>bisher</i>	---	---	575,0	585,0
<b>EBIT</b>	32,6	36,8	45,9	51,3
<i>bisher</i>	---	---	42,0	43,4
<b>Jahresüb.</b>	21,4	23,1	33,3	35,2
<i>bisher</i>	---	---	27,8	28,7
<b>Erg./Aktie</b>	3,08	3,24	4,60	4,85
<i>bisher</i>	---	---	3,83	3,96
<b>Dividende</b>	1,55	1,60	1,65	1,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	25,6	24,3	17,1	16,2
<b>Div.rendite</b>	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[a.langhorst@gsc-research.de](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

nach Drittanteilen nach neun Monaten 5,2 Mio. Euro, während im Vorjahr noch ein negatives Ergebnis von minus 3,4 Mio. Euro verbucht werden musste.

### **Fotofinishing und Kommerzieller Online-Druck als Wachstumsmotoren**

Nach Geschäftsfeldern analysiert, wurden die Umsatz- und Ergebnisverbesserungen vor allem im Bereich Fotofinishing und im Kommerziellen Online-Druck erwirtschaftet. Im Fotofinishing stiegen die Erlöse in den ersten neun Monaten inklusive der Konsolidierungseffekte von DeinDesign, die wir auf rund 2 Prozentpunkte schätzen, um 9,3 Prozent auf 262,0 Mio. Euro. Das Segment-EBIT verbesserte sich inklusive der oben beschriebenen Sondereffekte um 5,3 auf 6,1 Mio. Euro.

Der Bereich Kommerzieller Online-Druck wuchs mit 10,6 Prozent auf 60,8 Mio. Euro noch etwas stärker. Nachdem hier bereits zum Halbjahr ein positives EBIT ausgewiesen werden konnte, lag auch das Ergebnis nach neun Monaten mit plus 0,5 Mio. Euro nach minus 2,5 Mio. Euro im Vorjahr erstmals nach drei Quartalen im positiven Bereich. Das dritte Quartal für sich genommen musste dabei saisonal bedingt jedoch ein leicht negatives EBIT von minus 0,3 (Vj. -0,4) Mio. Euro hinnehmen.

Das Einzelhandelsgeschäft verbuchte einen Umsatzrückgang um 7,6 Prozent auf 40,2 Mio. Euro, wobei dieses Minus zu gut der Hälfte auf Fremdwährungseffekte zurückzuführen war. Auch in dieser Sparte konnte eine deutliche EBIT-Verbesserung erzielt werden, nämlich von minus 1,4 auf nur noch minus 0,4 Mio. Euro.

### **Unternehmensausblick lediglich aufgrund der Sondereffekte angehoben**

Nach den positiven Neunmonatszahlen hat die Gesellschaft ihre Guidance für das Gesamtjahr 2016 angehoben, wobei zu beachten ist, dass die Veränderung unseres Erachtens ausschließlich auf die verschiedenen Sondereffekte zurückzuführen ist. Konkret erwartet der Konzern zwar unverändert einen Umsatz in einem Korridor von 555 bis 575 Mio. Euro, geht aber davon aus, dass die Erlöse auch höher als bislang angenommen ausfallen könnten.

Die Prognose-Bandbreite für das EBIT wurde mit 40 bis 46 Mio. Euro ebenso um 2 Mio. Euro angehoben wie für das Vorsteuerergebnis (39 bis 45 Mio. Euro) und den Konzernüberschuss (29 bis 33 Mio. Euro). Dementsprechend soll der Gewinn je Aktie nunmehr bei 4,00 bis 4,57 Euro statt bisher zwischen 3,81 und 4,38 Euro liegen.

### **Photokina 2016 mit mehr Evolution statt Revolution**

Auf der photokina, die Ende September 2016 stattgefunden hatte, konnte CEWE wieder das volle Produktspektrum sowie allerlei Neuheiten präsentieren. Hierbei standen unseres Erachtens jedoch mehr Weiterentwicklungen aus den bestehenden Markenwelten als revolutionäre Innovationen im Mittelpunkt, ohne dass dies von uns als negativ eingestuft wird.

Zu den vorgestellten Sortimentserweiterungen gehören beispielsweise neue Veredlungsformen und Designelemente beim wichtigsten Produkt CEWE FOTOBUCH sowie den CEWE CARDS oder neue Formate beim CEWE KALENDER. In der immer mehr vernetzten und digitalen Welt wurden zudem neue Apps und erweiterte Services für Smartphone-Nutzer präsentiert. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund wichtig, dass inzwischen schon rund ein Drittel aller Onlinebestellungen über mobile Endgeräte abgegeben wird.

### **GSC-Schätzungen für 2016 und 2017 erhöht**

Angesichts der sehr positiven Zahlen für die ersten neun Monate sowie der in Summe positiven Sondereffekte haben wir unsere Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr 2016 ebenso wie für 2017 angehoben. Darüber hinaus haben wir erstmals auch Ergebnisschätzungen für das Geschäftsjahr 2018 mit in unsere Prognose aufgenommen.

Bei Betrachtung der 2016er-Schätzungen ist der Blick auf die rollierenden Zwölfmonatszahlen interessant, wo der Konzern umsatzseitig mit rund 580 Mio. Euro bereits über der Planungsbandbreite liegt. Wir gehen davon aus, dass auch im vierten Quartal weiteres Wachstum zu sehen sein sollte, zumal wir auch aufgrund des beschriebenen Wettereffektes in 2016 mit einer leichten zusätzlichen Umsatzverschiebung über den seit Jahren festzustellenden saisonalen Trend hinaus aus dem dritten in das vierte Quartal rechnen.

Das rollierende EBIT erreichte auf Sicht der letzten zwölf Monate bereits einen Wert von über 45 Mio. Euro und liegt damit im oberen Bereich des Erwartungskorridors. Wir gehen hier davon aus, dass durch die steigenden Skaleneffekte trotz Ergebnisbelastungen aus den Start-ups im Schlussquartal ein weiterer Ergebniszuwachs gegenüber 2015 möglich ist.

Folglich erwarten wir nun einen Umsatzanstieg auf 587,5 Mio. Euro und ein EBIT von 45,9 Mio. Euro. Inklusive eines leicht positiven Finanzergebnisses aufgrund positiver Währungseffekte sowie des außerordentlichen Steuereffektes errechnen wir nun einen Gewinn je Aktie von 4,60 nach bisher 3,83 Euro und liegen damit leicht über der unternehmenseigenen Prognosebandbreite.

Aufgrund des gestiegenen Basiseffekts erhöhen wir auch unsere Schätzungen für 2017. Dabei erwarten wir eine Fortsetzung des Trends der letzten Jahre mit steigenden Umsätzen je Foto dank einer immer größeren Anzahl von Mehrwertprodukten sowie weiter zunehmender Skaleneffekte vor allem auch im Digitaldruck. Der Gewinn je Aktie dürfte mit 4,85 Euro allerdings weniger stark zulegen als das operative Ergebnis, da der steuerliche Sondereffekt aus 2016 entfällt.

Inwieweit die mögliche Umsatzsteuererhöhung auf Fotobücher in Deutschland ab 2017 zu Auswirkungen führen wird, bleibt ebenso abzuwarten wie deren tatsächliche Einführung, die bis dato immer noch nicht abschließend geklärt ist. Erfahrungen aus Österreich, wo die Erhöhung in 2016 wirksam wurde, zeigen nach Aussagen des Managements keine wesentlichen Auswirkungen auf CEWE. Bei einer Anwendung des höheren Umsatzsteuersatzes ab 2017 auch in Deutschland rechnet das Unternehmen mit einer EBIT-Belastung von maximal einem hohen einstelligen Mio.-Euro-Betrag.

Nachdem wir bei unseren bisherigen Prognosen aufgrund dieser Thematik noch vorsichtig waren, glauben wir nunmehr, dass CEWE selbst bei einer Einführung ab 2017 aufgrund der Premiumstellung im Markt nur unwesentlich betroffen sein wird und die Mehrkosten mehrheitlich an die Endkunden bzw. Vertriebspartner weitergeben kann. Für 2018 erwarten wir Umsätze in Höhe von 625 Mio. Euro und ein Ergebnis von 5,13 Euro je Aktie.

### **Bewertung und Fazit**

Die vorgelegten Neunmonatszahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA konnten einmal mehr überzeugen. Die Restrukturierung im Einzelhandel trägt Früchte, die höhere Umsatzbasis mit wieder gesteigerter Wachstumsdynamik im Online-Druck sorgt für ein nachhaltiges Überschreiten der Break-even-Schwelle in

diesem Bereich und das Kerngeschäft ist der gewohnt solide Gewinn- und Cash-Bringer, der zudem zuletzt auch mit nahezu zweistelligen Wachstumsraten aufwarten konnte. Die auf der photokina vorgestellten Produkterweiterungen und -neuheiten werden unseres Erachtens dazu beitragen, dass sich dieser Trend auch in den kommenden Perioden weiter fortsetzen wird.

Angesichts der bilanziell hervorragenden Aufstellung wird CEWE unserer Meinung nach auch weiter an der Dividendenpolitik stetig steigender Ausschüttungen festhalten. Wir würden uns hier jedoch wünschen, dass das Management über eine Erhöhung der Ausschüttungsquote bzw. des Anhebungsbetrages nachdenken würde. Bei Beibehaltung des Tempos der zuletzt gesehenen jährlichen Anhebungen um fünf Cent sinkt die Ausschüttungsquote aufgrund der steigenden Gewinne bei gleichzeitig immer weiter verbesserten Bilanzrelationen insbesondere mit Blick auf Verschuldung und Liquidität. Per 30. September verfügte der Konzern über eine Nettoliquidität von 4,5 Mio. Euro, nachdem zum Vorjahresstichtag noch eine Nettoverschuldung von 23,0 Mio. Euro bilanziert worden war.

Nachdem wir unsere Gewinnschätzungen für das laufende sowie das kommende Geschäftsjahr zwischen 20 und 22 Prozent angehoben und zudem unser Bewertungsmodell um 2018 erweitert haben, errechnen wir nunmehr einen neuen fairen Wert für das Unternehmen von 80,00 Euro je Aktie und erhöhen entsprechend unser Kursziel von zuletzt 65,00 Euro.

Seit unserem letzten Research vom 17. Mai 2016 konnten sich die CEWE-Aktionäre neben der Dividende von 1,60 Euro vor allem über einen außergewöhnlichen Kursanstieg von über 40 Prozent freuen. Damit hat die Aktie jedoch unser bisherigen Kursziel deutlich übertroffen und auch unseren neuen fairen Wert nahezu erreicht. Vor diesem Hintergrund nehmen wir unsere Empfehlung von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück. Auf Basis unserer 2018er-Schätzungen wäre das Papier bei Erreichen des neuen Kursziels mit einem KGV von 15,6 und einer Dividendenrendite von 2,1 Prozent bewertet.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2014		2015		2016e		2017e		2018e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>523,8</b>	<b>99,8%</b>	<b>554,2</b>	<b>99,8%</b>	<b>587,5</b>	<b>99,8%</b>	<b>610,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>625,0</b>	<b>99,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,0%		3,8%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,1	0,2%	1,3	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			16,4%		-20,4%		0,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>524,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>555,4</b>	<b>100%</b>	<b>588,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>611,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>626,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,0%		3,8%		2,5%	
Materialaufwand	162,7	31,0%	162,2	29,2%	177,7	30,2%	185,1	30,3%	190,9	30,5%
Veränderung zum Vorjahr			-0,3%		9,6%		4,2%		3,1%	
Personalaufwand	135,9	25,9%	143,7	25,9%	153,6	26,1%	158,9	26,0%	162,1	25,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,8%		6,9%		3,4%		2,1%	
Sonstiges Ergebnis	-160,3	-30,5%	-174,4	-31,4%	-174,8	-29,7%	-179,0	-29,3%	-182,4	-29,1%
Veränderung zum Vorjahr			-8,8%		-0,2%		-2,4%		-1,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>66,0</b>	<b>12,6%</b>	<b>75,1</b>	<b>13,5%</b>	<b>82,4</b>	<b>14,0%</b>	<b>88,0</b>	<b>14,4%</b>	<b>90,5</b>	<b>14,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		9,7%		6,8%		2,9%	
Abschreibungen	33,5	6,4%	38,4	6,9%	36,5	6,2%	36,7	6,0%	36,3	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			14,6%		-4,9%		0,5%		-1,0%	
<b>EBIT</b>	<b>32,6</b>	<b>6,2%</b>	<b>36,8</b>	<b>6,6%</b>	<b>45,9</b>	<b>7,8%</b>	<b>51,3</b>	<b>8,4%</b>	<b>54,2</b>	<b>8,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,0%		24,8%		11,8%		5,6%	
Finanzergebnis	-1,0	-0,2%	-0,5	-0,1%	0,4	0,1%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			55,7%		187,1%		-150,0%		5,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>31,5</b>	<b>6,0%</b>	<b>36,3</b>	<b>6,5%</b>	<b>46,3</b>	<b>7,9%</b>	<b>51,1</b>	<b>8,4%</b>	<b>54,0</b>	<b>8,6%</b>
Steuerquote	32,0%		37,4%		29,6%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	10,1	1,9%	13,6	2,4%	13,7	2,3%	16,9	2,8%	17,8	2,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>21,4</b>	<b>4,1%</b>	<b>22,7</b>	<b>4,1%</b>	<b>32,6</b>	<b>5,5%</b>	<b>34,3</b>	<b>5,6%</b>	<b>36,2</b>	<b>5,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,1%		43,4%		5,1%		5,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		-0,4		-0,7		-0,9		-1,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>21,4</b>	<b>4,1%</b>	<b>23,1</b>	<b>4,2%</b>	<b>33,3</b>	<b>5,7%</b>	<b>35,2</b>	<b>5,8%</b>	<b>37,2</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,8%		44,2%		5,6%		5,8%	
Anzahl der Aktien (ohne eigene Anteile)	6,962		7,133		7,245		7,245		7,245	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>3,08</b>		<b>3,24</b>		<b>4,60</b>		<b>4,85</b>		<b>5,13</b>	

## Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Old Mutual PLC, London	3,0%
Eigene Aktien	2,1%
Streubesitz	67,5%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. Old Mutual</i>	<i>70,5%)</i>

## Termine

23.03.2017	Geschäftsbericht 2016
11.05.2017	Zahlen erstes Quartal 2017
10.08.2017	Halbjahreszahlen 2017
10.11.2017	Zahlen drittes Quartal 2017

## Kontaktadresse

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

Email: [info@cewe.de](mailto:info@cewe.de)

Internet: [company.cewe.de](http://company.cewe.de) (Unternehmen) und [www.cewe.de](http://www.cewe.de) (Produkte)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288

Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421

Email: [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 „Kaufem“ 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 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
17.05.2016	55,80 €	Kaufen	65,00 €
12.04.2016	58,97 €	Halten	65,00 €
03.03.2016	53,05 €	Kaufen	65,00 €
21.12.2015	55,02 €	Kaufen	65,00 €
19.11.2015	54,85 €	Kaufen	65,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2016):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,3%	58,3%
Halten	48,1%	41,7%
Verkaufen	5,6%	0,0%

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

Firma	Disclosure
CEWE Stiftung & Co. KGaA	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 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.