

Akt. Kurs (04.04.2018, 09:26, Xetra): 78,10 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **94,00 (88,00) EUR**

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

## Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel (CEWE RETAIL) vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware wie z. B. Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Im noch relativ jungen Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden Werbeprodukte produziert und vermarktet.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	93,30 €	70,69 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	78,10 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	71,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	577,9 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Sämtliche Unternehmensziele in 2017 erreicht

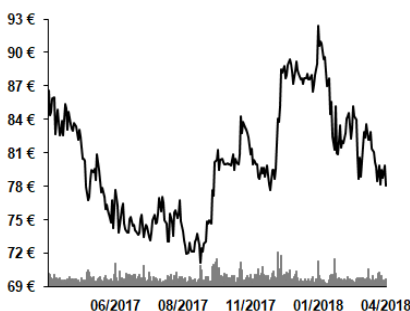
Die am 22. März von CEWE vorgelegten endgültigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2017 haben die bereits im Februar veröffentlichten vorläufigen Daten (siehe hierzu auch unser Research vom 12.03.2018) bestätigt. Diese beinhalteten einen Umsatzzuwachs von 1,1 Prozent auf 599,4 (Vj. 593,1) Mio. Euro und ein um 4,7 Prozent auf 49,2 (47,0) Mio. Euro verbessertes EBIT. Dabei erhöhte sich die EBIT-Marge von 7,9 auf 8,2 Prozent. Bereinigt um Sondereffekte in Höhe von saldiert minus 5,2 (-6,9) Mio. Euro kletterte das EBIT auf 54,5 (53,9) Mio. Euro entsprechend einer operativen EBIT-Marge auf dem Vorjahresniveau von 9,1 Prozent.

Das Vorsteuerergebnis stieg um 5,8 Prozent auf 48,9 (46,2) Mio. Euro. Aufgrund der geringer als von uns erwartet ausgefallenen Steuerquote lag der Jahresüberschuss nach Steuern mit 33,6 (30,4) Mio. Euro bzw. 4,70 (4,25) Euro je Aktie schließlich sogar noch ein Stück über unserer letzten Schätzung. Die der am 06. Juni in Oldenburg tagenden Hauptversammlung vorgeschlagene neunte Dividendenerhöhung in Folge auf 1,85 (1,80) Euro je Aktie entspricht einer leicht von 42,4 auf 39,4 Prozent verringerten Ausschüttungsquote.

### Alle drei Geschäftsfelder mit positiven Ergebnisbeiträgen

Im größten Geschäftsfeld Fotofinishing zahlten sich die im Jahresverlauf getätigten Marketinginvestitionen spürbar aus. So legte die ungestützte Markenbekanntheit im Jahresvergleich kräftig um 7 Prozentpunkte von 50 auf 57 Prozent zu. Für das Ankerprodukt CEWE FOTOBUCH wurde sogar eine gestützte Markenbekanntheit von 75 Prozent ermittelt. In der Folge stiegen in der zweiten Jahreshälfte auch die Absatzzahlen des CEWE FOTOBUCHs, die im ersten Semester noch unter strukturellen Basiseffekten sowie der Mehrwertsteuererhöhung auf Fotobücher in Deutschland gelitten hatten, wieder an.

Aber auch der Absatz der anderen Mehrwertprodukte wie CEWE WANDBILDER, CEWE KALENDER, CEWE CARDS und andere Fotogeschenke entwickelte sich deutlich positiv. Infolge der unverändert anhaltenden Umsatzverschiebung von einfachen Fotoabzügen zu höherwertigen Produkten ging zwar die Anzahl der abgesetzten Fotos planmäßig um 2,6 Prozent zurück. Der weiter gestiegene Anteil der Mehrwertprodukte ließ den Umsatz pro Foto aber um 4,3 Prozent von 20,25 auf 21,12 Cent ansteigen, sodass das Geschäftsfeld Fotofinishing schließlich ein Erlöswachstum von 1,6 Prozent auf 459,3 (Vj. 452,0) Mio. Euro ausweisen konnte. Dabei kletterte das Segment-EBIT überproportional um 3,7 Prozent auf 53,9 (52,0) Mio. Euro.



## Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	593,1	599,4	659,0	676,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	47,0	49,2	53,6	58,9
<i>bisher</i>	---	---	50,8	56,9
<b>Jahresüb.</b>	30,4	33,6	36,0	39,7
<i>bisher</i>	---	33,0	33,5	37,7
<b>Erg./Aktie</b>	4,25	4,70	5,03	5,54
<i>bisher</i>	---	4,62	4,68	5,27
<b>Dividende</b>	1,80	1,85	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	18,4	16,6	15,5	14,1
<b>Div.rendite</b>	2,3%	2,4%	2,4%	2,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analysten:

J. Nielsen und A. Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

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

Im Geschäftsfeld Einzelhandel scheint die durch die Reduktion margin-schwacher Umsätze seit längerem rückläufige Erlösentwicklung zwar in der zweiten Jahreshälfte einen Boden erreicht zu haben, im Gesamtjahr sank der Umsatz jedoch nochmals um 3,5 Prozent auf 53,0 (54,9) Mio. Euro. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die im Einzelhandel erzielten Fotoumsätze im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Das Segment-EBIT halbierte sich von 0,6 auf 0,3 Mio. Euro, blieb aber immerhin im positiven Bereich.

Das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck litt in Großbritannien trotz des im Juli 2017 geäußerten Brexit-Votums weiterhin unter Währungs- und Nachfrageverlusten. Zudem sah sich CEWE im deutschen Markt mit einem aggressiven Preiskampf seitens des Wettbewerbs konfrontiert, dem man angesichts des eigenen Fokus auf profitables Wachstum nicht folgen wollte. Trotz dieser Belastungen konnten die Erlöse hier mit 84,0 Mio. Euro konstant gehalten werden. Dabei wurde beim Segment-EBIT sogar noch eine geringfügige Steigerung von 1,60 auf 1,64 Mio. Euro erzielt.

### **Guidance sieht weiteres Wachstum**

Die im Rahmen der Vorlage des Geschäftsberichts 2017 publizierte Unternehmensprognose sieht für das laufende Geschäftsjahr weiteres Umsatzwachstum. Dieses soll neben den beiden Akquisitionen LASERLINE (Kommerzieller Online-Druck) und Stardust bzw. Cheerz (Fotofinishing) auch auf organischer Ebene vor allem durch eine Reihe von Produktinnovationen im Geschäftsfeld Fotofinishing erzielt werden. Dabei wird mit einer Fortsetzung des Trends „von Masse zu Klasse“, also rückläufigen Zahlen bei den abgesetzten Fotos zugunsten weiter steigender Absätze bei den Mehrwertprodukten einschließlich des Bestsellers CEWE FOTOBUCH, gerechnet.

Konkret werden für 2018 Konzern Erlöse in einem Korridor zwischen 630 und 665 Mio. Euro angepeilt. Dies entspricht einem geplanten Zuwachs von 5 bis 11 Prozent. Das EBIT soll bei in diesem Jahr noch erwarteten negativen Ergebnisbeiträgen der beiden Akquisitionen in einer Bandbreite von 48 bis 54 Mio. Euro ausfallen. Für das Vorsteuerergebnis liegt die Zielgröße bei 47,5 bis 53,5 Mio. Euro und für den Jahresüberschuss nach Steuern bei 33 bis 37 Mio. Euro. Dies entspräche einem Ergebnis je Aktie von 4,55 bis 5,13 Euro.

### **GSC-Schätzungen ergebnisseitig angehoben**

Unseres Erachtens ist der Unternehmensausblick hinsichtlich der jeweiligen unteren Werte der Prognosebandbreiten recht konservativ formuliert. So dürfte ohne Berücksichtigung von organischem Wachstum schon alleine aus den beiden Akquisitionen ein Umsatzplus von etwa 44 auf rund 643 Mio. Euro resultieren. Auf dieser Basis erscheinen uns auch die jeweils unteren Enden der Ergebniszielkorridore, die unter den Vorjahreswerten liegen, trotz der in diesem Jahr noch wirkenden Belastungen aus den Übernahmen von rund 4 Mio. Euro eher vorsichtig angesetzt.

Vor diesem Hintergrund bewegen sich unsere adjustierten Schätzungen jeweils im oberen Bereich der Unternehmensguidance. Auf der Umsatzseite prognostizieren wir für 2018 unverändert ein Wachstum um knapp 10 Prozent auf 659 Mio. Euro. Ergebnisseitig sind wir nun wieder deutlich positiver gestimmt und sehen das EBIT jetzt trotz der Einmalbelastungen aus den Übernahmen um fast 9 Prozent auf 53,6 Mio. Euro klettern. Auf dieser Basis erwarten wir das Vorsteuerergebnis bei 53,0 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf 36,0 Mio. bzw. 5,03 Euro je Aktie. Dabei gehen wir von einer erneuten Dividendenanhebung auf 1,90 Euro aus.

In 2019 sehen wir unverändert ein Umsatzplus von 2,6 Prozent auf 676 Mio. Euro. Dabei sollte sich das EBIT nach dem weitgehenden Fortfall der Sonderbelastungen aus den Übernahmen überproportional um knapp 10 Prozent auf 58,9 Mio. Euro verbessern. Dann dürfte auch die EBIT-Marge mit 8,7 Prozent wieder an die bisherige positive Entwicklung mit einer Marge von zuletzt 8,2 Prozent in 2017 anknüpfen. Beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir im Gleichklang einen Zuwachs auf 39,7 Mio. Euro entsprechend 5,54 Euro je Aktie. In diesem Rahmen sollte die Dividende dann auf mindestens 2,00 Euro je Aktie ansteigen.

### **Bewertung und Fazit**

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA wiederum alle Unternehmensziele erreichen. Zwar litt der Kommerzielle Online-Druck unverändert unter dem Brexit-Votum der Briten sowie zusätzlich unter einem starken Preisdruck in Deutschland. Und der Einzelhandel war weiter durch die Reduktion margenschwacher Umsätze geprägt, wobei hier aber nunmehr scheinbar ein Boden gefunden wurde. Der anhaltend wachsende Anteil margenstarker Mehrwertprodukte im größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing ließ jedoch auf Konzernebene die Erlöse erneut steigen und die EBIT-Marge weiter von 7,9 auf 8,2 Prozent klettern.

Als besonders erfreulich werten wir dabei, dass der Absatz des CEWE FOTOBÜCHS nach einer kleinen Delle im ersten Halbjahr bereits in der zweiten Jahreshälfte trotz der seit 2017 gültigen erhöhten Mehrwertsteuer auf Fotobücher in Deutschland wieder über den Vorjahreswerten lag. Dies bestätigt unseres Erachtens, dass die auf Qualität fokussierten CEWE-Kunden deutlich weniger preissensitiv sind als bei einigen Wettbewerbern, die geringere Qualität zu günstigeren Preisen anbieten. Sehr positiv sehen wir auch den erfolgten weiteren kräftigen Ausbau der Markenbekanntheit, der die Absatzzahlen des CEWE FOTOBÜCHS und auch der anderen Mehrwertprodukte ebenfalls deutlich gefördert haben dürfte.

Angesichts der starken Positionierung und Innovationsdynamik insbesondere im Bereich Fotofinishing sollte der CEWE-Konzern seine Marktstellung auch in Zukunft weiter ausbauen können. Hierzu dürften im laufenden Geschäftsjahr neben dem von uns erwarteten organischen Wachstum auch die beiden gut positionierten Akquisitionen LASERLINE und Cheerz beitragen. Zwar belasten die Übernahmen zunächst noch temporär die Ergebniskennziffern, mittel- und langfristig dürften sie sich aber ebenfalls positiv auf der Ertragsseite auswirken.

Vor diesen Hintergründen bewerten wir die Gesellschaft und das Geschäftsmodell unverändert positiv. Zudem ist CEWE mit einer Eigenkapitalquote von 56,0 Prozent zum Jahresultimo 2017 weiterhin sehr komfortabel aufgestellt und gilt als verlässlicher Dividendenzahler. Auf Basis der für 2017 vorgeschlagenen neunten Dividendenanhebung in Folge auf 1,85 Euro beläuft sich die Rendite aktuell auf ordentliche 2,4 Prozent.

Nachdem wir unsere Schätzungen in Anlehnung an die Guidance, die wir jedoch hinsichtlich der jeweiligen unteren Werte der Prognosebandbreiten als eher konservativ ansehen, angehoben haben, setzen wir das Kursziel für die CEWE-Aktie von 88 auf 94 Euro herauf und erhöhen auf dem derzeitigen Kursniveau auch unsere Einstufung von „Halten“ auf „Kaufen“.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2015		2016		2017		2018e		2019e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>554,2</b>	<b>99,8%</b>	<b>593,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>599,4</b>	<b>99,8%</b>	<b>659,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>676,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		1,1%		9,9%		2,6%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,3	0,2%	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-76,8%		238,7%		1,1%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>555,4</b>	<b>100%</b>	<b>593,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>600,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>660,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>677,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		1,2%		9,9%		2,6%	
Materialaufwand	162,2	29,2%	168,6	28,4%	168,4	28,1%	184,8	28,0%	189,2	28,0%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		-0,1%		9,7%		2,4%	
Personalaufwand	143,7	25,9%	153,4	25,8%	160,3	26,7%	176,9	26,8%	184,1	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		4,5%		10,4%		4,1%	
Sonstiges Ergebnis	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-199,7	-30,3%	-201,7	-29,8%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-0,7%		-9,5%		-1,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>75,1</b>	<b>13,5%</b>	<b>90,3</b>	<b>15,2%</b>	<b>89,3</b>	<b>14,9%</b>	<b>98,6</b>	<b>14,9%</b>	<b>101,9</b>	<b>15,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		-1,1%		10,4%		3,3%	
Abschreibungen	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,1	6,7%	45,0	6,8%	43,0	6,4%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		-7,4%		12,3%		-4,4%	
<b>EBIT</b>	<b>36,4</b>	<b>6,6%</b>	<b>47,0</b>	<b>7,9%</b>	<b>49,2</b>	<b>8,2%</b>	<b>53,6</b>	<b>8,1%</b>	<b>58,9</b>	<b>8,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			29,2%		4,7%		8,9%		9,9%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-0,7	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-78,2%		59,3%		-95,2%		15,4%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>35,9</b>	<b>6,5%</b>	<b>46,2</b>	<b>7,8%</b>	<b>48,9</b>	<b>8,1%</b>	<b>53,0</b>	<b>8,0%</b>	<b>58,3</b>	<b>8,6%</b>
Steuerquote	37,5%		34,3%		31,3%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,3	2,6%	16,7	2,5%	18,4	2,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>22,5</b>	<b>4,0%</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>36,3</b>	<b>5,5%</b>	<b>40,0</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		8,1%		10,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,3		0,3	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>22,5</b>	<b>4,0%</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>36,0</b>	<b>5,5%</b>	<b>39,7</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		7,2%		10,2%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,133		7,146		7,144		7,160		7,160	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>3,15</b>		<b>4,25</b>		<b>4,70</b>		<b>5,03</b>		<b>5,54</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Eigene Aktien	1,7%
Streubesitz	71,0%

## **Termine**

14.05.2018	Zahlen erstes Quartal 2018
06.06.2018	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
09.08.2018	Halbjahreszahlen 2018
13.11.2018	Zahlen drittes Quartal 2018

## **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 „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
12.03.2018	83,70 €	Halten	88,00 €
30.11.2017	79,47 €	Halten	88,00 €
23.11.2017	79,73 €	Halten	88,00 €
21.08.2017	74,65 €	Kaufen	86,00 €
16.06.2017	74,90 €	Kaufen	90,00 €
25.04.2017	85,00 €	Halten	90,00 €
28.02.2017	77,98 €	Halten	83,00 €
30.11.2016	82,70 €	Halten	83,00 €
15.11.2016	78,78 €	Halten	80,00 €
17.05.2016	55,80 €	Kaufen	65,00 €
12.04.2016	58,97 €	Halten	65,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	30,9%	50,0%
Halten	63,2%	44,4%
Verkaufen	5,9%	5,6%

## Mögliche Interessenskonflikte 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.