

Akt. Kurs (20.11.2018, 12:36, Xetra): 67,10 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **90,00 (94,00) 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 Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	93,30 €	63,20 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	67,10 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	65,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	496,5 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Neunmonatszahlen insgesamt im Plan

Auch in den ersten neun Monaten 2018 hielt der seit Jahren im größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing zu beobachtende Trend der saisonalen Umsatzverschiebung in das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft an. Dabei wurde dieser Effekt in diesem Jahr durch das sehr fotografierfreundliche, aber entsprechend bestellungsfreundliche Wetter infolge des ungewöhnlich langen und heißen Sommers noch verstärkt. Dass CEWE dennoch im dritten Quartal einen Erlöszuwachs von 5,3 Prozent erwirtschaftete, resultierte vor allem aus den Umsatzbeiträgen der seit Jahresbeginn konsolidierten Akquisitionen Cheerz und LASERLINE.



## Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	593,1	599,4	660,0	680,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	47,0	49,2	51,3	56,8
<i>bisher</i>	---	---	53,5	58,8
<b>Jahresüb.</b>	30,4	33,6	34,8	38,9
<i>bisher</i>	---	---	35,9	39,9
<b>Erg./Akte</b>	4,25	4,70	4,85	5,42
<i>bisher</i>	---	---	5,02	5,57
<b>Dividende</b>	1,80	1,85	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	15,8	14,3	13,8	12,4
<b>Div.rendite</b>	2,7%	2,8%	2,8%	3,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte 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)

## Wachstum von Fotofinishing und Kommerziellem Online-Druck getragen

In dem mit Abstand größten Stammgeschäftsfeld Fotofinishing stiegen die Erlöse trotz der anhaltenden Saisonverschiebung ins vierte Quartal sowie des bestellungsfreundlichen Wetters vor allem infolge der Erstkonsolidierung des französischen Foto-App-Spezialisten Cheerz, aber auch durch organisches Wachstum nach drei Quartalen um 6,4 Prozent auf 280,8 (Vj. 264,0) Mio. Euro. Dabei ging der Absatz des CEWE FOTOBUCHs zwar im dritten Quartal saison- und wetterbedingt um 2,8 Prozent zurück, im Neunmonatszeitraum bewegte er sich aber mit einem Zuwachs von 1,4 Prozent nahezu in der Mitte der Jahreszielbandbreite von plus 1 bis 2 Prozent.

Auch die Anzahl der abgesetzten Fotos stieg um 1,3 Prozent, womit die Unternehmensplanung, die auf Jahressicht einen Rückgang um 2 bis 3 Prozent beinhaltet, in den ersten neun Monaten übertroffen wurde. Dabei erhöhte sich der Umsatz pro Foto um 5,0 Prozent auf 19,88 (18,94) Cent. Hier spiegelte sich einmal mehr die anhaltende Verschiebung von einfachen Fotoabzügen zu den höherwertigen Mehrwertprodukten wie CEWE WANDBILDERN, CEWE KALENDERN, CEWE CARDS, Handyhüllen und anderen Fotogeschenken wieder. Dabei entwickelten sich insbesondere die Absatzzahlen bei den CEWE WANDBILDERN und CEWE KALENDERN im dritten Quartal erfreulich.

Vor allem aufgrund der planmäßigen Anlaufverluste bei Cheerz ging das Segment-EBIT nach neun Monaten von 5,7 auf 3,5 Mio. Euro zurück. Hierin enthalten sind Sondereffekte von saldiert minus 0,4 (+0,2) Mio. Euro. Im Einzelnen standen den Kosten für den Auftritt auf der Branchenleitmesse photokina von 1,3 Mio. Euro sowie PPA-Abschreibungen bei DeinDesign von 0,3 Mio. Euro Erträge aus einem Immobilienverkauf von 1,2 Mio. Euro gegenüber. Bereinigt um Sondereffekte belief sich das Segment-EBIT auf 3,9 nach 5,5 Mio. Euro.

Die Sparte Einzelhandel dient neben dem Vertrieb von Foto-Hardware auch als wichtiger Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Geschäftsfeld Fotofinishing ausgewiesen werden. Dabei wird im Hardwarebereich bewusst auf margenschwache Umsätze verzichtet, wodurch die Erlöse bereits in der Vergangenheit kontinuierlich zurückgegangen sind.

Zusätzlich drückte in den ersten neun Monaten 2018 das extrem warme Wetter auf die Kundenfrequenz. Darüber hinaus belasteten auch Abwarteeffekte im Vorfeld der photokina. So reduzierten sich die Umsätze erneut um 7,8 Prozent auf 35,1 (Vj. 38,0) Mio. Euro. Infolgedessen sowie aufgrund leicht höherer Wertberichtigungen auf Warenbestände sank das traditionell im Neunmonatszeitraum negative Segment-EBIT auf minus 0,8 (-0,4) Mio. Euro. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass auch das Geschäft mit Foto-Hardware schwerpunktmäßig auf das vierte Quartal mit dem Weihnachtsgeschäft entfällt.

Der Kommerzielle Online-Druck profitierte umsatzseitig vor allem von der seit Januar erfolgenden Konsolidierung des Online-Druck-Anbieters LASERLINE. Daneben fiel aber auch ein leichtes organisches Wachstum an. Insgesamt legten die Erlöse kräftig um 20,2 Prozent auf 73,0 (60,7) Mio. Euro zu. Ertragsseitig litt der Bereich unverändert unter dem brexitbedingt rückläufigen Geschäft in Großbritannien und einem anhaltenden Preisdruck im Inland. Zusätzlich drückten höhere Papierpreise auf die Rohmarge. Darüber hinaus belasteten auch gestiegene Personal- und Logistikkosten das Ergebnis.

In Summe verschlechterte sich das Segment-EBIT nach Integrationskosten für LASERLINE von 0,8 Mio. Euro und Sonderbelastungen aus der – in diesem Jahr letztmalig anfallenden – Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Gruppe von 0,5 (0,5) Mio. Euro auf minus 3,0 (+0,2) Mio. Euro. Allerdings weist auch der Kommerzielle Online-Druck eine Auftragsspitze im Schlussquartal auf, da die gewerblichen Kunden dann verstärkt Werbetrucksachen im Zusammenhang mit ihrem Weihnachtsgeschäft ordern.

Das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Immobilienbesitz, die Beteiligung futalis sowie Struktur- und Gesellschaftskosten abgebildet werden, wies bei ausschließlich auf futalis entfallenden Erlösen von 2,8 (2,2) Mio. Euro ein von minus 2,3 auf minus 1,7 Mio. Euro verbessertes EBIT aus. Dabei resultierte die EBIT-Verbesserung vor allem aus Mieterträgen aus der im zweiten Halbjahr 2017 erworbenen Dresdner Saxoprint-Immobilie.

### **GSC-Schätzungen leicht zurückgenommen**

Im Rahmen der Neunmonatszahlen hat CEWE die bisherige Guidance für das Gesamtjahr abermals bestätigt. Demgemäß sieht der Vorstand bei Umsätzen von 630 bis 665 Mio. Euro und noch negativen Ergebnisbeiträgen von Cheerz und LASERLINE das EBIT in einer Bandbreite zwischen 48 und 54 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis soll sich auf 47,5 bis 53,5 Mio. Euro belaufen und der Jahresüberschuss nach Steuern soll zwischen 33 und 37 Mio. Euro entsprechend 4,55 bis 5,13 Euro je Aktie ausfallen.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt die Gesellschaft mit Erlösen von 626,2 Mio. Euro, einem EBIT von 44,2 Mio. Euro, einem EBT von 43,3 Mio. Euro und einem Nachsteuerergebnis von 29,8 Mio. Euro momentan unterhalb der angepeilten Bandbreiten. Umsatzseitig dürfte der Zielkorridor aber aufgrund der im vierten Quartal 2017 noch nicht enthaltenen Akquisitionen problemlos erreicht werden.

Auf EBIT-Ebene muss zur Erfüllung der Guidance im Schlussquartal ein Wert von 49,9 bis 55,9 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Dies würde gegenüber dem EBIT des Vorjahresquartals von 46,1 Mio. Euro eine Verbesserung um 3,8 bis 9,8 Mio. Euro bedeuten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass CEWE in den vergangenen fünf Jahren im vierten Quartal im Durchschnitt eine operative EBIT-Steigerung von 4,1 Mio. Euro erzielt hat. Zudem werden im Vorjahr verbuchte PPA-Anschreibungen von 3,6 Mio. Euro in 2018 nicht mehr in dieser Höhe anfallen. Auf dieser Basis sowie angesichts einer angabegemäß positiven Geschäftsentwicklung im Oktober ist der Vorstand zuversichtlich, die Unternehmensziele auch in diesem Jahr zu erreichen.

Unter Berücksichtigung der bestätigten Guidance sowie von uns erwarteter Nachholeffekte im Schlussquartal und positiver Impulse aus dem erfolgreichen photokina-Auftritt (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 01.10.2018) haben wir unsere Ertragsschätzungen etwas zurückgenommen. So prognostizieren wir jetzt in 2018 bei einer unveränderten Umsatzerwartung von 660 Mio. Euro ein EBIT von 51,3 Mio. Euro, ein Ergebnis vor Steuern von 50,4 Mio. Euro und ein Nachsteuerergebnis von 34,8 Mio. Euro bzw. 4,85 Euro je Aktie. Dabei rechnen wir nach wie vor mit einer Dividendenanhebung auf 1,90 Euro. In 2019 sehen wir bei Erlösen von 680 Mio. Euro beim EBIT wieder eine deutliche Verbesserung auf 56,8 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern verorten wir bei 38,9 Mio. Euro entsprechend 5,42 Euro je Aktie. Dabei erwarten wir eine erneute Dividendenerhöhung auf 2,00 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2018 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA trotz der insbesondere für das Hauptgeschäftsfeld Fotofinishing ungünstigen Wetterbedingungen weiteres Umsatzwachstum generieren. Dieses resultierte allerdings vor allem aus den neuen Beteiligungen Cheerz und LASERLINE. Wie von uns erwartet, fiel das Zahlenwerk hingegen ertragsseitig – auch aufgrund der wie geplant noch negativen Ergebnisbeiträge der beiden Akquisitionen – etwas schwächer aus. Gleichwohl hat der Vorstand auch angesichts der positiven Geschäftsentwicklung im Oktober die bisherige Guidance abermals bestätigt.

Wenngleich wir unsere Schätzungen etwas zurückgenommen haben, sind auch wir optimistisch, dass CEWE die Unternehmensziele in diesem Jahr erneut erreichen kann. Dabei erwarten wir im Schlussquartal, in dem die Gesellschaft regelmäßig nahezu den kompletten Jahresgewinn erwirtschaftet, zusätzlich zum wichtigen Weihnachtsgeschäft auch noch gewisse Nachholeffekte. Zudem erhoffen wir uns positive Impulse aus dem Auftritt auf der Branchenleitmesse photokina, wo die Gesellschaft unter anderem vielversprechende Produktinnovationen im Bereich „Smart Solutions“ sowie die neuen, frei kombinierbaren sechseckigen Fotokacheln „hexxas“ präsentiert hat.

Mit einer Eigenkapitalquote von 54,8 Prozent ist CEWE zum 30. September unverändert grundsolide aufgestellt. Zudem stellt sich die erwartete Dividendenrendite aktuell auf attraktive 2,8 Prozent. Angesichts unserer leicht reduzierten Gewinnprognosen nehmen wir unser Kursziel für die CEWE-Aktie zwar von 94 auf 90 Euro zurück, bekräftigen aber unsere „Kaufen“-Einstufung.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018e		2019e		2020e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>593,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>599,4</b>	<b>99,8%</b>	<b>660,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>680,0</b>	<b>99,9%</b>	<b>697,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		10,1%		3,0%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			238,7%		1,1%		0,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>593,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>600,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>661,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>681,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>698,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,2%		10,1%		3,0%		2,5%	
Materialaufwand	168,6	28,4%	168,4	28,1%	186,4	28,2%	192,0	28,2%	196,8	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			-0,1%		10,7%		3,0%		2,5%	
Personalaufwand	153,4	25,8%	160,3	26,7%	178,3	27,0%	186,2	27,3%	193,7	27,8%
Veränderung zum Vorjahr			4,5%		11,2%		4,5%		4,0%	
Sonstiges Ergebnis	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-199,0	-30,1%	-201,9	-29,7%	-204,9	-29,4%
Veränderung zum Vorjahr			-0,7%		-9,1%		-1,5%		-1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>90,3</b>	<b>15,2%</b>	<b>89,3</b>	<b>14,9%</b>	<b>97,3</b>	<b>14,7%</b>	<b>100,8</b>	<b>14,8%</b>	<b>102,6</b>	<b>14,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		9,0%		3,6%		1,8%	
Abschreibungen	43,3	7,3%	40,1	6,7%	46,0	7,0%	44,0	6,5%	42,5	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		14,8%		-4,3%		-3,4%	
<b>EBIT</b>	<b>47,0</b>	<b>7,9%</b>	<b>49,2</b>	<b>8,2%</b>	<b>51,3</b>	<b>7,8%</b>	<b>56,8</b>	<b>8,3%</b>	<b>60,1</b>	<b>8,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		4,2%		10,8%		5,8%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-0,9	-0,1%	-0,5	-0,1%	-0,2	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			59,3%		-170,3%		44,4%		60,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>46,2</b>	<b>7,8%</b>	<b>48,9</b>	<b>8,1%</b>	<b>50,4</b>	<b>7,6%</b>	<b>56,3</b>	<b>8,3%</b>	<b>59,9</b>	<b>8,6%</b>
Steuerquote	34,3%		31,3%		31,0%		31,0%		31,0%	
Ertragssteuern	15,8	2,7%	15,3	2,6%	15,6	2,4%	17,5	2,6%	18,6	2,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>34,8</b>	<b>5,3%</b>	<b>38,9</b>	<b>5,7%</b>	<b>41,3</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		3,6%		11,8%		6,4%	
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>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>34,8</b>	<b>5,3%</b>	<b>38,9</b>	<b>5,7%</b>	<b>41,3</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		3,6%		11,8%		6,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,146		7,144		7,164		7,164		7,164	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>4,25</b>		<b>4,70</b>		<b>4,85</b>		<b>5,42</b>		<b>5,77</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Eigene Aktien	1,7%
Streubesitz	65,9%

## **Termine**

28.03.2019                      Geschäftsbericht 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
01.10.2018	71,60 €	Kaufen	94,00 €
23.08.2018	77,00 €	Kaufen	94,00 €
18.05.2018	90,00 €	Halten	94,00 €
04.04.2018	78,10 €	Kaufen	94,00 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	66,7%
Halten	48,5%	33,3%
Verkaufen	5,9%	0,0%

## 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.