

Akt. Kurs (17.02.2023, 12:54, Xetra): 96,50 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **125,00 (115,00) EUR**

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

Kurzportrait

Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist mit dem CEWE FOTOBUCH, Fotokalendern, Wandbildern, Grußkarten, CEWE SOFORTFOTOS und weiteren Fotoprodukten der führende europäische Omni-Channel-Fotoanbieter. Neben diesem als Fotofinishing bezeichneten Kerngeschäftsfeld vertreibt das Unternehmen im Segment Einzelhandel (CEWE RETAIL) Foto-Hardware wie Kameras und Objektive sowie auch Fotoprodukte, die aber im Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden Werbetrucksachen produziert und vermarktet. Insgesamt ist CEWE mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 europäischen Ländern präsent.

| | Hoch | Tief |
|-------------------------|--------------|---------|
| Kurs 12 Mon.: | 105,20 € | 69,90 € |
| Aktueller Kurs: | 96,50 € | |
| Aktienzahl ges.: | 7.442.003 | |
| Streubesitz: | 61,2% | |
| Marktkapitalis.: | 718,2 Mio. € | |

Anlagekriterien

Vorläufige Zahlen für 2022 im Rahmen unserer Erwartungen

Jüngst hat CEWE die vorläufigen, noch untestierten Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 publiziert. Wie vom Vorstand und auch von uns erwartet, konnte die Gesellschaft auf ein gutes Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft zurückblicken.

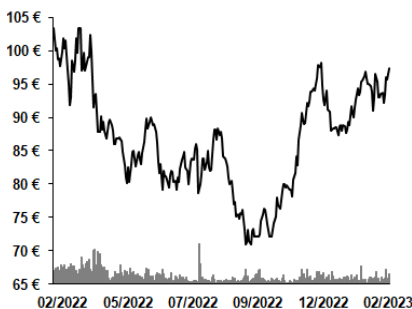
Dabei profitierte vor allem das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzernenerlöse entfallen, von der zunehmenden Corona-Normalisierung im Laufe des vergangenen Jahres. Denn bei der wieder gestiegenen Anzahl klassischer Fotoanlässe wie Veranstaltungen, privaten Feiern und (Fern-)Reisen wurden wieder vermehrt neue Bilder aufgenommen. Diese standen den Konsumenten dann im geschenkorientierten Weihnachtsgeschäft zur Gestaltung individueller Präsente wie dem CEWE FOTOBUCH, Kalendern und zahlreichen weiteren hochwertigen Fotoprodukten zur Verfügung.

In Summe kletterte der Konzernumsatz im vierten Quartal um 7,0 Prozent auf 318,7 (Vj. 297,8) Mio. Euro, womit er wie im Vorjahr 43 Prozent der Jahreserlöse ausmachte. Das EBIT legte von Oktober bis Dezember leicht unterproportional um 6,8 Prozent von 72,1 auf 77,0 Mio. Euro zu.

Für das Gesamtjahr 2022 vermeldete CEWE ein Umsatzwachstum von ebenfalls 7,0 Prozent auf 741,0 (692,8) Mio. Euro. Damit konnten die Oldenburger den eigenen Prognosekorridor von 680 bis 740 Mio. Euro übertreffen und auch unsere letzte Schätzung von 740 Mio. Euro noch leicht toppen.

Das EBIT stieg um 4,8 Prozent von 72,2 auf 75,6 Mio. Euro, womit es in der oberen Hälfte der Zielbandbreite von 65 bis 80 Mio. Euro lag. Bereinigt um einen negativen Effekt von 0,4 Mio. Euro aus der finalen Kaufpreisallokation der zum 1. Juni 2022 übernommenen Hertz Systemtechnik GmbH (zu näheren Einzelheiten siehe unser Research vom 15.08.2022) hätten wir mit unserer letzten EBIT-Prognose von 76,0 Mio. Euro eine Punktlandung erreicht. Die EBIT-Marge bewegte sich mit 10,2 (10,4) Prozent weiterhin auf einem hohen Niveau.

Im Fotofinishing führten dabei die geschilderten positiven Effekte aus der Corona-Normalisierung zu Steigerungen bei der Anzahl der produzierten Bilder um 4,4 Prozent auf 2,28 (2,18) Milliarden Stück sowie beim Absatz des Bestsellers CEWE-FOTOBUCH um 3,6 Prozent auf 5,85 (5,65) Millionen Exemplare. In den Geschäftsfeldern CEWE RETAIL und KOD resultierte nach vorläufigen Berechnungen aus den in den letzten Jahren umgesetzten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen ein erneut profitableres Wachstum.



Kennzahlen

| | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 727,3 | 692,8 | 741,0 | 771,0 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 740,0 | 769,0 |
| EBIT | 79,7 | 72,2 | 75,6 | 79,7 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 76,0 | --- |
| Jahresüb. | 51,9 | 48,9 | 50,5 | 53,0 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 50,7 | --- |
| Erg./Akte | 7,20 | 6,77 | 7,07 | 7,39 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | 7,10 | --- |
| Dividende | 2,30 | 2,35 | 2,45 | 2,55 |
| <i>bisher</i> | --- | --- | --- | --- |
| Div.-Rend. | 2,4% | 2,4% | 2,5% | 2,6% |
| KGV | 13,4 | 14,3 | 13,7 | 13,1 |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Akte und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

GSC-Schätzungen adjustiert

Das endgültige Zahlenwerk wird CEWE im Rahmen der für den 30. März 2023 anberaumten Bilanzpresse- und Analystenkonferenz veröffentlichen. Im Zuge dessen wird die Gesellschaft dann auch wie üblich den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr publizieren. Daher haben wir bei unseren Schätzungen neben marginalen Anpassungen an die gemeldeten vorläufigen Zahlen für 2022 zunächst auch für die Folgejahre nur leichte Adjustierungen einzelner Positionen vorgenommen.

Konkret erwarten wir auf Basis der vorläufigen Zahlen nun für 2022 einen Jahresüberschuss nach Steuern von 50,5 Mio. Euro entsprechend 7,07 Euro je Aktie. Dabei prognostizieren wir unverändert eine Dividendenerhöhung um 10 Cent auf 2,45 Euro.

Im angelaufenen Geschäftsjahr 2023 sehen wir bei einer aufgrund des vorjährigen Basiseffekts geringfügig auf 771 Mio. Euro erhöhten Umsatzschätzung das EBIT weiterhin bei 79,7 Mio. Euro. Dies würde eine leicht auf 10,3 Prozent steigende Marge bedeuten. Dabei verorten wir den Nachsteuergewinn wie bisher bei 53,0 Mio. Euro bzw. 7,39 Euro je Aktie. Auf dieser Grundlage halten wir eine weitere Anhebung der Dividende um wiederum 10 Cent auf dann 2,55 Euro für realistisch.

In 2024 sollte dann bei Konzern Erlösen von 802 Mio. Euro die EBIT-Marge weiter auf 10,4 Prozent zulegen können, was einem absoluten Wert von 83,8 Mio. Euro entsprechen würde. Darauf aufbauend prognostizieren wir nach Steuern einen Jahresüberschuss von 55,8 Mio. Euro bzw. 7,78 Euro je Aktie.

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.

Das 2023er-KGV dieser Peer-Group von 15,4 (bisher 12,3) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2023 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,39 Euro einen Wert von 113,88 (90,74) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Ansatz deutlich höhere Wert bei einer unveränderten EPS-Schätzung allein aus dem seither massiv gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~73 Mio. Euro, Beta 1,00) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 135,36 (138,95) Euro. Da wir hierbei nun den zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum um ein Jahr verschoben haben, ist dieses Ergebnis nicht mit dem vorherigen Wert vergleichbar. Allerdings wirkte sich der Anstieg der Umlaufrendite seit unserem letzten Update um knapp 60 Basispunkte negativ aus.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 124,62 (114,85) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel deutlich von 115 auf 125 Euro heraufsetzen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 79,7 Mio. Euro für 2023 ein Faktor von 11,7, der damit im oberen Bereich der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 9,2 bis 12,0 läge.

Fazit

Die jüngst vermeldeten vorläufigen Zahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 bewegten sich im Rahmen unserer letzten Schätzungen. Dabei konnten alle Geschäftsfelder die Herausforderungen infolge der hohen Inflation sowie im Bereich der Lieferketten sehr gut bewältigen.

Wie erwartet, profitierte das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 85 Prozent der Konzern Erlöse entfallen, im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft von der mit der anhaltenden Corona-Entspannung verbundenen Normalisierung der Veranstaltungs-, Fest- und (Fern-)Reiseaktivitäten.

Im Zuge der damit einhergehend wieder gestiegenen Anzahl klassischer Fotoanlässe entstand im vergangenen Jahr viel „frisches Bildmaterial“, das die Kunden zum Weihnachtsfest zur Erstellung individueller Fotogeschenke nutzten. Dies spiegelte sich auch beim Bestseller, dem CEWE FOTOBUCH, in einer Absatzsteigerung um 3,6 Prozent auf 5,85 Millionen Exemplare wider.

Positiv wirkt sich unverändert auch die starke Marken- und Marktpositionierung von CEWE als Premium-Anbieter im Fotofinishing aus. Diese basiert neben einer guten Markenkommunikation maßgeblich auf dem Fokus auf nachhaltige Qualität und Kundenorientierung. Dabei konnte die Kundenzufriedenheit im vergangenen Jahr erfreulicherweise nochmals deutlich gesteigert werden.

Zudem punkten die Fotospezialisten insbesondere zum Weihnachtsgeschäft regelmäßig mit der Einführung innovativen Produktneuheiten und -varianten. Im Rahmen der Innovationskultur des Unternehmens trafen sich kürzlich auch wieder rund 1.000 Beschäftigte der gesamten CEWE-Gruppe aus ganz Europa zu den alljährlichen „Innovation Days“ in Oldenburg zur Entwicklung und Präsentation neuer Produktideen.

Seit unserem letzten Research hat sich das Bewertungsniveau der Vergleichsaktien unserer Peer-Group kräftig erhöht. Hauptsächlich vor diesem Hintergrund setzen wir unser Kursziel für den CEWE-Anteilsschein bei nur leichten Anpassungen unserer Schätzungen nunmehr wieder deutlich von 115 auf 125 Euro herauf. Auf dieser Basis bietet der Titel trotz der zwischenzeitlich gestiegenen Notierung aktuell ein Kurspotenzial von fast 30 Prozent. Zudem weist das Papier bei Ansatz unserer Schätzungen derzeit eine ordentliche Dividendenrendite von 2,5 Prozent auf, die zukünftig weiter steigen dürfte.

Insgesamt bekräftigen wir daher einmal mehr unsere Empfehlung, die CEWE-Aktie auf dem unserer Meinung nach momentan immer noch sehr günstigen Niveau zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

| CEWE Stiftung & Co. KGaA | | | | | | | | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12. | 2020 | | 2021 | | 2022e | | 2023e | | 2024e | |
| Umsatzerlöse | 727,3 | 99,9% | 692,8 | 99,8% | 741,0 | 99,6% | 771,0 | 99,6% | 802,0 | 99,6% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -4,7% | | 7,0% | | 4,0% | | 4,0% | |
| Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl. | 0,9 | 0,1% | 1,6 | 0,2% | 2,8 | 0,4% | 3,4 | 0,4% | 3,5 | 0,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 67,3% | | 79,7% | | 21,4% | | 2,9% | |
| Gesamtleistung | 728,2 | 100,0% | 694,3 | 100,0% | 743,8 | 100,0% | 774,4 | 100,0% | 805,5 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -4,7% | | 7,1% | | 4,1% | | 4,0% | |
| Materialaufwand | 171,1 | 23,5% | 160,7 | 23,1% | 178,5 | 24,0% | 184,3 | 23,8% | 190,9 | 23,7% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -6,1% | | 11,1% | | 3,2% | | 3,6% | |
| Personalaufwand | 196,1 | 26,9% | 194,9 | 28,1% | 203,6 | 27,4% | 213,8 | 27,6% | 223,5 | 27,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -0,6% | | 4,4% | | 5,0% | | 4,5% | |
| Sonstiges Ergebnis | -225,9 | -31,0% | -214,1 | -30,8% | -232,1 | -31,2% | -241,6 | -31,2% | -251,3 | -31,2% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 5,3% | | -8,4% | | -4,1% | | -4,0% | |
| EBITDA | 135,1 | 18,5% | 124,6 | 17,9% | 129,6 | 17,4% | 134,7 | 17,4% | 139,8 | 17,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -7,7% | | 4,0% | | 3,9% | | 3,8% | |
| Abschreibungen | 55,4 | 7,6% | 52,4 | 7,6% | 54,0 | 7,3% | 55,0 | 7,1% | 56,0 | 7,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -5,3% | | 3,0% | | 1,9% | | 1,8% | |
| EBIT | 79,7 | 10,9% | 72,2 | 10,4% | 75,6 | 10,2% | 79,7 | 10,3% | 83,8 | 10,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -9,4% | | 4,8% | | 5,3% | | 5,1% | |
| Finanzergebnis | -3,3 | -0,5% | 0,5 | 0,1% | -0,9 | -0,1% | -1,2 | -0,2% | -1,1 | -0,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 116,2% | | -266,7% | | -33,3% | | 8,3% | |
| Ergebnis vor Steuern | 76,4 | 10,5% | 72,7 | 10,5% | 74,7 | 10,0% | 78,5 | 10,1% | 82,7 | 10,3% |
| Steuerquote | 32,0% | | 32,8% | | 32,5% | | 32,5% | | 32,5% | |
| Ertragssteuern | 24,4 | 3,4% | 23,8 | 3,4% | 24,3 | 3,3% | 25,5 | 3,3% | 26,9 | 3,3% |
| Jahresüberschuss | 51,9 | 7,1% | 48,9 | 7,0% | 50,5 | 6,8% | 53,0 | 6,8% | 55,8 | 6,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -5,8% | | 3,2% | | 5,0% | | 5,3% | |
| Saldo Bereinigungsposition | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Anteile Dritter | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Bereinigter Jahresüberschuss | 51,9 | 7,1% | 48,9 | 7,0% | 50,5 | 6,8% | 53,0 | 6,8% | 55,8 | 6,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -5,8% | | 3,2% | | 5,0% | | 5,3% | |
| Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf | 7,212 | | 7,227 | | 7,137 | | 7,172 | | 7,172 | |
| Gewinn je Aktie | 7,20 | | 6,77 | | 7,07 | | 7,39 | | 7,78 | |

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

| | |
|--|-------|
| Erben des Firmengründers Heinz Neumüller: Alexander Neumüller (AN Assets GmbH & Co. KG) und Dr. Caroline Neumüller (CN Assets GmbH & Co. KG) | 27,1% |
| Union Investment Privatfonds GmbH | 5,1% |
| Lupus alpha Investment GmbH | 3,0% |
| Eigene Aktien | 3,6% |
| Streubesitz | 61,2% |

Termine

| | |
|------------|---|
| 30.03.2023 | Geschäftsbericht 2022 |
| 11.05.2023 | Zahlen erstes Quartal 2023 |
| 07.06.2023 | Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg |
| 11.08.2023 | Halbjahreszahlen 2023 |
| 10.11.2023 | Zahlen drittes Quartal 2023 |

Kontaktadresse

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

E-Mail: info@cewe.de
Internet: company.cewe.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Axel Weber

Tel.: +49 (0) 441 / 404 - 2288
Fax: +49 (0) 441 / 404 - 421
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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 19.12.2022 | 88,40 € | Kaufen | 115,00 € |
| 18.11.2022 | 89,00 € | Kaufen | 115,00 € |
| 15.08.2022 | 87,10 € | Kaufen | 122,00 € |
| 20.05.2022 | 82,60 € | Kaufen | 119,00 € |
| 06.04.2022 | 90,80 € | Kaufen | 120,00 € |
| 10.02.2022 | 107,60 € | Kaufen | 130,00 € |
| 17.12.2021 | 126,00 € | Halten | 143,00 € |
| 02.12.2021 | 123,60 € | Kaufen | 143,00 € |
| 16.08.2021 | 120,80 € | Kaufen | 141,00 € |
| 21.05.2021 | 132,00 € | Halten | 146,00 € |
| 23.04.2021 | 132,20 € | Halten | 144,00 € |
| 26.02.2021 | 108,00 € | Halten | 120,00 € |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2022):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen | 70,0% | 89,5% |
| Halten | 26,0% | 10,5% |
| Verkaufen | 4,0% | 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 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.