

Akt. Kurs (18.05.2016, 17:18, Xetra): 40,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **42,00 (42,00) EUR**

**Branche:** Getränke (Wein)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0006042708  
**Reuters:** HAWG.DE  
**Bloomberg:** HAW:GR

## Kurzportrait

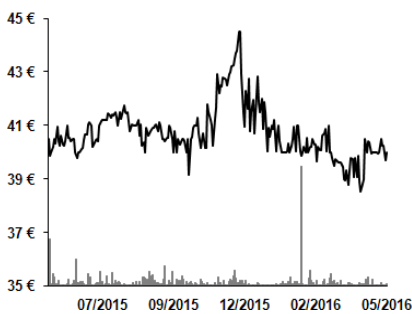
Der Hawesko-Konzern ist führender Anbieter von hochwertigen Weinen und Champagnern in Deutschland. Mit starken Händlermarken, die sowohl im Facheinzel- und Distanzhandel als auch im Großhandel/Distribution sowie im Distanzhandel etabliert sind, verfügt die Hawesko Holding AG über einen breit aufgestellten Vertrieb.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	44,54 €	38,40 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	40,00 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	8.983.403	
<b>Streubesitz:</b>	21,8%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	359,3 Mio. €	

## Anlagekriterien

### 2015 durch Sondereffekte belastet

Die endgültigen Zahlen, die die Hawesko Holding AG Ende April berichtete, bestätigten weitgehend die vorläufigen Kennzahlen und unsere Schätzungen. So stieg der Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr um 0,8 Prozent auf 476,8 (Vj. 472,8) Mio. Euro. Bei einem Wachstum von 2,0 Prozent auf dem deutschen Heimatmarkt entfielen rund 90 Prozent der Erlöse auf Deutschland. Bezogen auf das reine Kerngeschäft belief sich das Umsatzplus auf 1,7 Prozent.



Durch eine Bestandsbereinigung im Segment Großhandel und einen höheren Anteil von Verkaufserlösen mit niedrigerer Marge gab die Rohertragsmarge im Konzern von 41,9 auf 41,6 Prozent nach. In Folge des Umsatzwachstums legte der Rohertrag in absoluten Zahlen aber leicht auf 198,4 (198,0) Mio. Euro zu. Der Personalaufwand erhöhte sich von 52,4 auf 59,4 Mio. Euro, was hauptsächlich an der Rückstellungsbildung zur Erfüllung von Verpflichtungen aus dem Vertrag des ausgeschiedenen ehemaligen Vorstandsvorsitzenden Alexander Margaritoff lag. Die Werbeaufwendungen reduzierten sich hingegen auf 39,0 (41,5) Mio. Euro. Durch eine gesteigerte Effizienz konnten auch die Versandkosten auf 21,1 (21,4) Mio. Euro gesenkt werden.

## Kennzahlen

	2014	2015	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	472,8	476,8	477,6	485,8
<i>bisher</i>	---	476,6	---	---
<b>EBIT</b>	20,1	20,1	28,2	29,2
<i>bisher</i>	---	19,1	26,9	29,1
<b>Jahresüb.</b>	14,8	12,2	18,6	19,4
<i>bisher</i>	---	12,3	17,7	19,2
<b>Erg./Aktie</b>	1,65	1,36	2,07	2,15
<i>bisher</i>	---	1,37	1,97	2,14
<b>Dividende</b>	1,30	1,30	1,30	1,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	24,2	29,4	19,4	18,6
<b>Div.rendite</b>	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Im Segment Stationärer Weinfacheinzelhandel stieg der Umsatz um 2,3 Prozent auf 140,9 (137,8) Mio. Euro. Die Anzahl der Weindepots erhöhte sich von 287 auf 293, wobei in der Vorjahreszahl noch zwei Standorte in Österreich enthalten waren. Trotz des Jubiläums in 2014 gelang es, das EBIT in diesem Segment noch einmal um 3,3 Prozent auf 15,7 (15,2) Mio. Euro zu steigern.

Der Bereich Großhandel/Distribution verzeichnete ein Umsatzplus von 2,0 Prozent auf 181,2 (177,7) Mio. Euro. Durch die starke Inlandsnachfrage konnte das rückläufige Geschäft im Ausland mehr als kompensiert werden. Neben dem guten Geschäft in Deutschland sorgte auch der Wegfall der Einmalbelastungen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Château Classic für einen Anstieg beim EBIT von 5,1 auf 5,9 Mio. Euro.

Aufgrund des 50-jährigen Jubiläums im Vorjahr gingen die Erlöse im Distanzhandel mit 154,6 (157,3) Mio. Euro um 1,7 Prozent zurück. Eine verbesserte Kundenqualität und die Fokussierung auf rentablere Umsätze bescherten dem Segment aber einen Anstieg beim EBIT auf 11,5 (9,0) Mio. Euro.

Auf Konzernebene blieb das EBIT mit 20,1 Mio. Euro jedoch nahezu unverändert. Gründe hierfür waren neben den Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Ausscheiden von Herrn Margaritoff auch Kosten im Rahmen des Kontrollwechsels. Diese Aufwendungen beliefen sich in Summe auf 6,7 Mio. Euro. Beim Finanzergebnis kam es im Zusammenhang mit der Folgebewertung einer finanziellen Verbindlichkeit zu einem Aufwand von 1,1 Mio. Euro nach einem Ertrag von 1,3 Mio. Euro im Vorjahr.

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[t.renner@gsc-research.de](mailto:t.renner@gsc-research.de)

Diese Folgebewertung führte dann auch noch zu einer höheren Steuerquote von 34,6 (Vj. 30,6) Prozent. Dadurch sank dann auch das Ergebnis nach Steuern und Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter überproportional um knapp 18 Prozent auf 12,2 (14,8) Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 1,36 (1,65) Euro. Daraus sollen die Aktionäre eine unveränderte Dividende von 1,30 Euro erhalten.

### **Erfreulicher Jahresauftakt 2016**

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2016 verzeichnete Hawesko einen leichten Umsatzrückgang um 1,0 Prozent auf 104,8 (Vj. 105,8) Mio. Euro. Während die Erlöse im Ausland durch die Neuausrichtung in der Schweiz und den Basiseffekt von Château Classic um 11,7 Prozent nachgaben, verzeichnete die Gesellschaft im Inland einen leichten Zuwachs von 0,4 Prozent.

In den einzelnen Segmenten zeigte sich eine unterschiedliche Entwicklung. Der Umsatz im Bereich Stationärer Weinfacheinzelhandel erhöhte sich um 3,6 Prozent auf 31,9 (30,8) Mio. Euro. Auf vergleichbarer Basis stiegen die Erlöse um 3,1 Prozent. Das EBIT verbesserte sich in diesem Segment überproportional um 4,6 Prozent auf 2,8 (2,7) Mio. Euro.

Der Umsatz im Segment Großhandel/Distribution ging um 4,5 Prozent von 38,1 auf 36,4 Mio. Euro zurück. Negativ wirkte sich hier neben Anpassungen im Lieferantenportfolio und dem Basiseffekt von Château Classic auch die Schließung der unprofitablen Wein-Bars in der Schweiz aus. In Folge des niedrigeren Umsatzvolumens halbierte sich das Segment-EBIT von 0,6 auf 0,3 Mio. Euro.

Die Erlöse im Distanzhandel gaben dagegen nur um leicht um 1,1 Prozent von 36,9 auf 36,5 Mio. Euro nach. Hier machte sich ein zunehmender Wettbewerbsdruck bemerkbar. Die Umsätze über das Internet stiegen jedoch um 5,8 Prozent und machten bereits 49 Prozent der Gesamterlöse des Segments aus. Profitablere Umsätze und eine höhere Kosteneffizienz ließen das EBIT von 2,1 auf 3,0 Mio. Euro ansteigen.

Auf Konzernebene verbesserte sich der Rohertrag auf 44,9 (44,7) Mio. Euro. Auf der Kostenseite sanken die Personalaufwendungen vor allem aufgrund des Wegfalls der im Vorjahresvergleichswert enthaltenen Rückstellungsbildung für Herrn Margaritoff um 6,9 auf 12,5 (19,4) Mio. Euro. Aber auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen mit 30,2 (31,8) Mio. Euro deutlich niedriger aus. Beim EBIT kam es zu einem Anstieg von minus 2,6 auf plus 4,8 Mio. Euro. Auch um Einmalbelastungen bereinigt verbesserte sich das EBIT von 4,2 auf 4,8 Mio. Euro. Dadurch stieg die EBIT-Marge von 3,9 auf 4,6 Prozent.

Bei einem Finanzergebnis von minus 0,1 (-0,3) Mio. Euro wies Hawesko nach Steuern und Anteilen Dritter einen Quartalsüberschuss von 3,0 Mio. Euro aus. Vor Jahresfrist war noch ein Verlust von 2,0 Mio. Euro angefallen. Entsprechend verbesserte sich das Periodenergebnis je Aktie von minus 0,22 auf plus 0,33 Euro.

### **GSC-Schätzungen sehen leichtes operatives Umsatzwachstum**

In 2015 erfüllte Hawesko mit einem Umsatz von 476,8 Mio. Euro unsere letzte Schätzung von 476,6 Mio. Euro fast punktgenau. Auch unsere Ergebniserwartung lag mit 1,37 Euro lediglich einen Cent über den tatsächlichen Zahlen. Für das laufende Jahr sehen wir auf der Erlösseite allenfalls ein leichtes Wachstum. Dementsprechend prognostizieren wir für 2016 einen geringfügigen Umsatzanstieg um 0,2 Prozent auf 477,6 Mio. Euro.

Durch den Wegfall der Sonderbelastungen und die Fokussierung auf profitable Umsätze rechnen wir jedoch mit einer kräftigen Ergebnissteigerung. So sehen wir das EBIT jetzt bei 28,2 Mio. Euro und damit gut 40 Prozent über dem Vorjahreswert. Beim Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter gehen wir nun von einem Plus von 52 Prozent auf 18,6 Mio. Euro aus. Das Ergebnis je Aktie erwarten wir dementsprechend bei 2,07 Euro. Unter der Prämisse, dass sich Hawesko der angestrebten Ausschüttungsquote nur allmählich annähert (siehe auch unser Research vom 16.02.2016), erwarten wir auch für 2016 eine Dividendenzahlung von 1,30 Euro.

In 2017 gehen wir weiterhin von einem Umsatzplus um 1,7 Prozent auf 485,8 Mio. Euro aus. Für die Ergebnisentwicklung sind wir unverändert positiv gestimmt und prognostizieren deshalb einen EBIT-Anstieg auf 29,2 Mio. Euro. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir dementsprechend bei 19,4 Mio. Euro bzw. 2,15 Euro je Aktie. Dabei rechnen wir weiterhin mit einer Ausschüttung in Höhe von 1,30 Euro je Aktie.

### **Bewertung und Fazit**

Die Hawesko Holding AG schloss das Geschäftsjahr 2015 wie erwartet ab. Dabei verbesserte sich die Entwicklung nach einem verhaltenen Auftakt im Jahresverlauf. Hierbei spielte sicher eine Rolle, dass die Unruhe im Unternehmen nun überwunden ist und sich alle Beteiligten wieder auf das operative Geschäft konzentrieren können.

Rein operativ kam die Gesellschaft auch schon wieder voran, die Sonderbelastungen verhinderten aber noch einen Ergebnisanstieg. Der Start in das Geschäftsjahr 2016 fiel ebenfalls erfreulich aus. Trotz eines leichten Umsatzrückgangs konnte das operative Ergebnis kräftig gesteigert werden, auch auf bereinigter Basis.

Mit dem erwarteten Ergebnisanstieg knüpft der Weinspezialist an frühere Erfolge an. Die Konzentration auf profitable Umsätze halten wir für den richtigen Schritt, um mittelfristig eine 7-prozentige EBIT-Marge zu erreichen. Wir können uns aber auch noch eine stärkere Internationalisierung vorstellen, um neues Umsatzpotenzial zu erschließen.

Bei einem für 2016 prognostizierten Ergebnis von 2,07 Euro je Aktie beläuft sich das KGV aktuell auf 19,4 und bewegt sich damit unterhalb des entsprechenden KGVs unserer Peer-Group Getränke/Tabak von derzeit 20,2. Bei einer ergänzenden Bewertung anhand eines EBIT-Multiples ergibt sich bei geschätzten 28,2 Mio. Euro für 2016 ein Faktor von 12,7, der etwas oberhalb des Rahmens der aktuell im Markt verfügbaren Multiples-Bandbreite von 9,4 bis 12,3 bei Large-Cap-Unternehmen der Branche Nahrungs- und Genussmittel liegt.

Wir gehen auch für das laufende Jahr von einer unveränderten Ausschüttung in Höhe von 1,30 Euro aus. Damit bietet die Hawesko-Aktie eine attraktive Dividendenrendite von 3,3 Prozent. Vor diesen Hintergründen bekräftigen wir unsere „Halten“-Empfehlung für das Papier bei einem unveränderten Kursziel von 42 Euro.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Hawesko Holding AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2013		2014		2015		2016e		2017e	
<b>Umsatzerlöse (netto ohne MwSt.)</b>	<b>465,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>472,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>476,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>477,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>485,8</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,6%		0,8%		0,2%		1,7%	
Aufwand für bezogene Waren	274,7	59,1%	274,8	58,1%	278,3	58,4%	277,4	58,1%	281,3	57,9%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		1,3%		-0,3%		1,4%	
<b>Rohertrag</b>	<b>190,5</b>	<b>40,9%</b>	<b>198,0</b>	<b>41,9%</b>	<b>198,4</b>	<b>41,6%</b>	<b>200,2</b>	<b>41,9%</b>	<b>204,5</b>	<b>42,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			4,0%		0,2%		0,9%		2,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,0	0,0%	0,7	0,2%	0,9	0,2%	0,7	0,1%	0,8	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			2316,7%		24,3%		-22,3%		7,1%	
Personalaufwand	51,9	11,1%	52,4	11,1%	59,4	12,5%	53,0	11,1%	54,5	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		13,4%		-10,7%		2,7%	
Sonstiges Ergebnis (inkl. sonst. Steuern)	-109,2	-23,5%	-119,5	-25,3%	-112,5	-23,6%	-112,7	-23,6%	-114,5	-23,6%
Veränderung zum Vorjahr			-9,4%		5,8%		-0,2%		-1,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>29,4</b>	<b>6,3%</b>	<b>26,9</b>	<b>5,7%</b>	<b>27,4</b>	<b>5,7%</b>	<b>35,2</b>	<b>7,4%</b>	<b>36,3</b>	<b>7,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,5%		1,9%		28,3%		3,2%	
Abschreibungen	6,8	1,5%	6,8	1,4%	7,3	1,5%	7,0	1,5%	7,1	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			0,2%		6,4%		-4,2%		1,7%	
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>4,8%</b>	<b>20,1</b>	<b>4,2%</b>	<b>20,1</b>	<b>4,2%</b>	<b>28,2</b>	<b>5,9%</b>	<b>29,2</b>	<b>6,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-11,1%		0,4%		40,1%		3,6%	
Finanzergebnis	2,7	0,6%	1,3	0,3%	-1,1	-0,2%	-1,0	-0,2%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-52,0%		-183,7%		8,4%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>25,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>21,4</b>	<b>4,5%</b>	<b>19,0</b>	<b>4,0%</b>	<b>27,2</b>	<b>5,7%</b>	<b>28,2</b>	<b>5,8%</b>
Steuerquote	35,4%		30,6%		34,6%		30,3%		30,0%	
Ertragssteuern	9,0	1,9%	6,5	1,4%	6,6	1,4%	8,2	1,7%	8,5	1,7%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>16,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>12,5</b>	<b>2,6%</b>	<b>19,0</b>	<b>4,0%</b>	<b>19,8</b>	<b>4,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-9,2%		-16,0%		52,3%		4,2%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,0 *		0,2		0,4		0,4	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>16,2</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,8</b>	<b>3,1%</b>	<b>12,2</b>	<b>2,6%</b>	<b>18,6</b>	<b>3,9%</b>	<b>19,4</b>	<b>4,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,5%		-17,7%		52,0%		4,2%	
Gewichtete durchschnittl. Aktienanzahl	8,983		8,983		8,983		8,983		8,983	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>1,80</b>		<b>1,65</b>		<b>1,36</b>		<b>2,07</b>		<b>2,15</b>	

\* = Anteile Dritter bestehen, liegen aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €

## **Aktionärsstruktur**

Tocos Beteiligung GmbH	72,6%
Augendum Vermögensverwaltung	5,6%
Streubesitz	21,8%

## **Termine**

13.06.2016	Ordentliche Hauptversammlung in Hamburg
04.08.2016	Halbjahreszahlen 2016
03.11.2016	Zahlen drittes Quartal 2016

## **Kontaktadresse**

Hawesko Holding AG  
Hamburger Straße 14-20  
D-25436 Tornesch

Email: [email@hawesko.de](mailto:email@hawesko.de)

Internet: [www.hawesko-holding.com](http://www.hawesko-holding.com) (Unternehmen) und [www.hawesko.de](http://www.hawesko.de) (Produkte)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Thomas Hutchinson

Tel.: +49 (0) 40 / 303 921 - 00

Fax: +49 (0) 40 / 303 921 - 05

Email: [ir@hawesko-holding.com](mailto:ir@hawesko-holding.com)

## 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 12 Monaten:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
16.02.2016	40,54 €	Halten	42,00 €
21.12.2015	42,00 €	Halten	42,00 €
02.12.2015	41,45 €	Halten	42,00 €
19.08.2015	40,56 €	Halten	42,00 €
04.08.2015	41,75 €	Halten	42,00 €
12.06.2015	40,43 €	Halten	41,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2016):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	53,5%	60,0%
Halten	34,9%	40,0%
Verkaufen	11,6%	0,0%

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

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Hawesko Holding AG	1, 5, 7

- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- 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.