

Akt. Kurs (23.11.2017, 14:16, Xetra): 79,73 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **88,00 (86,00) 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>	88,00 €	70,69 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	79,73 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	70,7%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	590,0 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Geschäftsentwicklung im dritten Quartal 2017 über den Erwartungen

Angesichts des seit Jahren anhaltenden Trends der saisonalen Umsatzverschiebung vom dritten in das vierte Quartal hatte das CEWE-Management hier zuletzt mit einer etwas schwächeren Geschäftsentwicklung gerechnet. Als umso erfreulicher erachten wir es, dass der Konzern nun für den Zeitraum Juli bis September 2017 in allen Segmenten Umsatzzuwächse vermelden konnte.

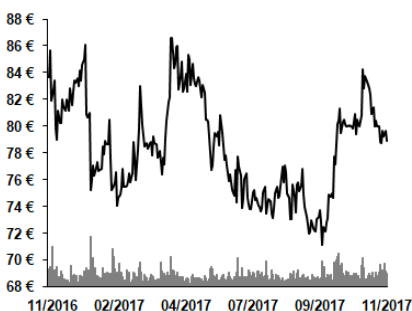
Dabei verzeichnete das größte Geschäftsfeld Fotofinishing sowohl beim CEWE FOTOBUCH als auch bei den anderen Mehrwertprodukten sowie der Anzahl der Fotos wieder steigende Absatzzahlen. Zudem wurde mit dem Produkt CEWE FOTOBUCH Pure die Möglichkeit zur Erstellung von Fotobüchern mittels einer App von mobilen Endgeräten eingeführt.

So reduzierte sich das Absatzminus beim CEWE FOTOBUCH auf Neunmonatsbasis auf 5,0 Prozent. Dabei ist zu berücksichtigen, dass vor allem das erste Halbjahr 2016 hier besonders stark ausgefallen war, was wahrscheinlich auch aus der Ende 2015 erfolgten Auszeichnung des CEWE FOTOBUCHS als Sieger bei Fotobüchern durch die Stiftung Warentest resultierte.

Zudem wirkte sich im laufenden Geschäftsjahr die Einstellung der Belieferung eines Handelspartners, mit dem nur schwache Margen erzielt werden konnten, negativ aus. Darüber hinaus war in den Vorjahreszahlen noch die im ersten Quartal 2016 veräußerte „Smilebooks“ enthalten. Außerdem wirkte sich bisher auch die seit dem 01. Januar 2017 geltende Umsatzsteuererhöhung für Fotobücher in Deutschland bremsend auf den Absatz aus.

Infolge verstärkter Marketingaktivitäten konnte neben einer Erhöhung der Markenbekanntheit auch der Absatz der übrigen Mehrwertprodukte wie z. B. CEWE WANDBILDER, CEWE KALENDER, CEWE CARDS und anderer Fotogeschenke im dritten Quartal teils zweistellige Wachstumsraten verbuchen. Da diese Markenprodukte aber überwiegend nur als je ein Bild in die Statistik einfließen, während bei den Fotobüchern jeweils die Anzahl der darin enthaltenen Bilder erfasst wird, ging die Anzahl der abgesetzten Fotos nach neun Monaten trotzdem noch um 4,1 Prozent zurück.

Der weiter gewachsene Anteil der Mehrwertprodukte ließ den Umsatz pro Foto jedoch um 6,4 Prozent von 17,80 auf 18,94 Cent ansteigen, sodass das Geschäftsfeld Fotofinishing im Neunmonatszeitraum ein Umsatzwachstum von 0,8 Prozent auf 264,0 (Vj. 262,0) Mio. Euro erzielte. Dabei ging das Segment-EBIT zwar von 6,1 auf 5,7 Mio. Euro zurück, bereinigt um diverse Sondereffekte ergab sich jedoch auch hier ein Plus um 0,8 auf 5,5 (4,7) Mio. Euro.



## Kennzahlen

	2015	2016	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	554,2	593,1	600,0	630,0
<i>bisher</i>	---	---	---	615,0
<b>EBIT</b>	36,4	47,0	49,6	53,1
<i>bisher</i>	---	---	49,5	52,7
<b>Jahresüb.</b>	22,5	30,4	33,1	35,4
<i>bisher</i>	---	---	---	35,2
<b>Erg./Aktie</b>	3,15	4,25	4,63	4,95
<i>bisher</i>	---	---	---	4,93
<b>Dividende</b>	1,60	1,80	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	25,3	18,8	17,2	16,1
<b>Div.rendite</b>	2,0%	2,3%	2,4%	2,5%

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 marginenschwacher Umsätze seit längerem rückläufige Erlösentwicklung nunmehr einen Boden zu erreichen, im dritten Quartal 2017 fiel auch hier ein kleines Umsatzplus an. Auf Neunmonatsbasis gingen die Erlöse jedoch um 5,5 Prozent auf 38,0 (40,2) Mio. Euro zurück, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass die im Einzelhandel erzielten Fotoumsätze im Segment Fotofinishing abgebildet werden. Das Segment-EBIT bewegte sich mit minus 0,45 Mio. Euro geringfügig unterhalb des Vorjahreswertes von minus 0,37 Mio. Euro.

Das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck litt zwar trotz des mittlerweile gejährten Brexit-Votums der Briten auch im dritten Quartal weiter unter Währungs- und Nachfrageverlusten in Großbritannien, konnte aber dennoch ein Umsatzwachstum von 2,6 Prozent erzielen. Dadurch fiel der Erlösrückgang nach neun Monaten nur noch minimal aus, zum 30. September stand ein Umsatzvolumen von 60,7 nach 60,8 Mio. Euro in den Büchern. Dabei sank das Segment-EBIT auf 0,2 (0,5) Mio. Euro. Bereinigt um die Sondereffekte aus der Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Gruppe fiel der Rückgang mit 0,7 (1,7) Mio. Euro sogar noch stärker aus. Allerdings wies das Segment im dritten Quartal auf bereinigter Basis einen EBIT-Zuwachs von 0,4 Mio. Euro aus. Zur Standortsicherung hat CEWE gegen Ende des dritten Quartals die Dresdner Betriebsimmobilie der Saxoprint für 27,4 Mio. Euro erworben.

#### **Auch nach neun Monaten weiter auf Kurs**

In Summe konnte der Umsatzzuwachs im Fotofinishing die Rückgänge in den beiden anderen Geschäftsfeldern nach neun Monaten nunmehr kompensieren, sodass die Erlöse auf Konzernebene leicht auf 364,9 (Vj. 364,6) Mio. Euro zulegten. Der durch Neueinstellungen und Tarifierhöhungen gestiegene Personalaufwand ließ das EBIT jedoch von 4,1 auf 3,2 Mio. Euro schrumpfen.

Bereinigt um Sondereffekte fiel das Minus allerdings mit 0,4 auf 3,9 (4,3) Mio. Euro deutlich geringer aus. Zudem ist zu beachten, dass sich das bereinigte EBIT im dritten Quartal mit einem kräftigen Plus von 3,1 auf 4,0 Mio. Euro sehr erfreulich entwickelte. Nach Steuern wies CEWE für den Neunmonatszeitraum ein Periodenergebnis von 2,1 (4,8) Mio. Euro bzw. 0,30 (0,67) Euro je Aktie aus.

Die Guidance für das Gesamtjahr hält der Vorstand unverändert aufrecht. Demgemäß wird ein Umsatz in einer Bandbreite von 585 bis 615 Mio. Euro sowie ein EBIT im Bereich zwischen 45 und 51 Mio. Euro angepeilt. Das Nachsteuerergebnis wird in einem Korridor von 30 bis 34 Mio. Euro erwartet, was einem Gewinn je Aktie von 4,23 bis 4,81 Euro entsprechen würde.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt CEWE umsatzseitig mit gut 593 Mio. Euro im unteren Drittel der Planungsbandbreite. Das rollierende EBIT bewegt sich mit 46,1 Mio. Euro ebenfalls im unteren Bereich der prognostizierten Spanne. Allerdings sind hier noch Impairment-Abschreibungen aus dem Schlussquartal 2016 von 6,9 Mio. Euro enthalten, sie sich in dieser Höhe nicht wiederholen sollten.

Im kommenden Jahr soll dann das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck durch die – vorbehaltlich der kartellrechtlichen Genehmigung – zum Jahresbeginn 2018 wirksame Übernahme der Berliner Online-Druckerei LASERLINE weiter ausgebaut werden. Der Kaufpreis beläuft sich auf rund 8 Mio. Euro. Für LASERLINE wird im kommenden Jahr bei einem Umsatz von rund 15 Mio. Euro integrationsbedingt zunächst noch mit einem leicht negativen EBIT-Beitrag gerechnet. Ab 2019 soll die Akquisition dann aber ein positives EBIT beisteuern.

### **GSC-Schätzungen berücksichtigen Immobilienerwerb und Akquisition**

Die vorgelegten Neunmonatszahlen bewegten sich insgesamt im Rahmen unserer Prognosen, deshalb haben wir lediglich die Effekte aus dem Erwerb der Saxoprint-Immobilie (wegfallende Mietaufwendungen von über 2 Mio. Euro jährlich, dagegen erhöhte Abschreibungen und Finanzierungszinsen) sowie der LASERLINE-Akquisition einschließlich angenommener Abschreibungen auf die entsprechende Kaufpreisallokation in unsere Schätzungen eingearbeitet. Zudem haben wir eine Zahlenreihe für 2019 neu aufgenommen.

Auf dieser Basis sehen wir in 2017 bei einer unveränderten Umsatzerwartung von 600 Mio. Euro das EBIT bei 49,6 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern bei 33,1 Mio. Euro entsprechend 4,63 Euro je Aktie. Dabei gehen wir von einer Dividendenerhöhung auf 1,90 Euro je Aktie aus.

In 2018 rechnen wir jetzt unter Berücksichtigung von LASERLINE mit einem Umsatzplus von 5,0 Prozent auf 630 Mio. Euro. Das EBIT sollte dabei trotz des erwarteten noch negativen Ergebnisbeitrags aus der Akquisition leicht überproportional um 7,1 Prozent auf 53,1 Mio. Euro zulegen und der Jahresüberschuss nach Steuern um 7,0 Prozent auf 35,4 Mio. Euro bzw. 4,95 Euro je Aktie. Auf dieser Basis können wir uns dann eine erneute Anhebung der Dividende auf 2,00 Euro je Aktie vorstellen.

Für 2019, wenn LASERLINE ein positives EBIT beisteuern soll, prognostizieren wir bei Erlösen von 646 Mio. Euro ein EBIT von 56,5 Mio. Euro und ein Ergebnis nach Steuern von 37,8 Mio. Euro bzw. 5,29 Euro je Aktie.

### **Bewertung und Fazit**

Im dritten Quartal 2017 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA in allen drei Geschäftsfeldern Erlössteigerungen vermelden. Dies werten wir insbesondere vor dem Hintergrund des anhaltenden Trends der saisonalen Umsatzverschiebung vom dritten in das vierte Quartal als sehr erfreulich. Dabei wurde nun im zweiten Jahr in Folge bereits nach neun Monaten ein positives EBIT erzielt. Zuvor war der Konzerngewinn in der Regel alleine im Schlussquartal mit dem Weihnachtsgeschäft erwirtschaftet worden.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegt sich CEWE derzeit im unteren Bereich der Guidance. Auch angesichts des erfolgten Ausbaus der Markenbekanntheit, die sich bereits im dritten Quartal positiv auswirkte, erachten wir die Gesellschaft aber als gut gerüstet, im Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft, in dem der Großteil der CEWE-FOTOBÜCHER und anderen Mehrwertprodukte umgesetzt wird, einen Umsatz über dem Vorjahreswert zu erzielen. Ergebnisseitig erwarten wir hier ebenfalls eine Steigerung, da das letzte Quartal 2016 durch negative Sondereffekte belastet war, die in dieser Höhe nicht wieder anfallen sollten.

Daher bekräftigen wir unsere unverändert positive Einschätzung zu der Gesellschaft und dem Geschäftsmodell. Zudem ist CEWE mit einer Eigenkapitalquote von 57,0 Prozent per 30. September 2017 weiterhin sehr komfortabel aufgestellt und obendrein ein verlässlicher Dividendenzahler. Auf Basis unserer Schätzungen beläuft sich die Rendite aktuell auf ordentliche 2,4 Prozent.

Vor dem Hintergrund unserer leicht angehobenen Prognosen setzen wir das Kursziel für die CEWE-Aktie von 86 auf 88 Euro herauf, nehmen jedoch die Einstufung angesichts des seit unserem letzten Research gestiegenen Kursniveaus von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2015		2016		2017e		2018e		2019e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>554,2</b>	<b>99,8%</b>	<b>593,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>600,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>630,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>646,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		1,2%		5,0%		2,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,3	0,2%	0,3	0,0%	0,2	0,0%	0,3	0,0%	0,3	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			-76,8%		-31,5%		50,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>555,4</b>	<b>100%</b>	<b>593,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>600,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>630,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>646,3</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		1,1%		5,0%		2,5%	
Materialaufwand	162,2	29,2%	168,6	28,4%	169,1	28,2%	177,7	28,2%	182,3	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		0,3%		5,1%		2,5%	
Personalaufwand	143,7	25,9%	153,4	25,8%	156,1	26,0%	163,2	25,9%	167,7	25,9%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		1,8%		4,6%		2,7%	
Sonstiges Ergebnis	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-184,7	-30,8%	-195,2	-31,0%	-199,1	-30,8%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-2,0%		-5,7%		-2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>75,1</b>	<b>13,5%</b>	<b>90,3</b>	<b>15,2%</b>	<b>90,4</b>	<b>15,1%</b>	<b>94,1</b>	<b>14,9%</b>	<b>97,3</b>	<b>15,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		0,1%		4,1%		3,4%	
Abschreibungen	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,8	6,8%	41,0	6,5%	40,8	6,3%
Veränderung zum Vorjahr			11,8%		-5,7%		0,5%		-0,5%	
<b>EBIT</b>	<b>36,4</b>	<b>6,6%</b>	<b>47,0</b>	<b>7,9%</b>	<b>49,6</b>	<b>8,3%</b>	<b>53,1</b>	<b>8,4%</b>	<b>56,5</b>	<b>8,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			29,2%		5,4%		7,1%		6,5%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,6	-0,1%	-0,7	-0,1%	-0,6	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-78,2%		26,7%		-16,7%		14,3%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>35,9</b>	<b>6,5%</b>	<b>46,2</b>	<b>7,8%</b>	<b>49,0</b>	<b>8,2%</b>	<b>52,4</b>	<b>8,3%</b>	<b>55,9</b>	<b>8,7%</b>
Steuerquote	37,5%		34,3%		32,5%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,9	2,7%	17,0	2,7%	18,2	2,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>22,5</b>	<b>4,0%</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,1</b>	<b>5,5%</b>	<b>35,4</b>	<b>5,6%</b>	<b>37,8</b>	<b>5,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		8,9%		7,0%		6,7%	
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>22,5</b>	<b>4,0%</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1%</b>	<b>33,1</b>	<b>5,5%</b>	<b>35,4</b>	<b>5,6%</b>	<b>37,8</b>	<b>5,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		8,9%		7,0%		6,7%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,133		7,146		7,143		7,143		7,143	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>3,15</b>		<b>4,25</b>		<b>4,63</b>		<b>4,95</b>		<b>5,29</b>	

## Aktionärsstruktur

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,4%
Eigene Aktien	1,9%
Streubesitz	70,7%

## Termine

Derzeit sind keine Termine bekannt.

## 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
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 €
03.03.2016	53,05 €	Kaufen	65,00 €
21.12.2015	55,02 €	Kaufen	65,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	31,4%	38,9%
Halten	67,2%	61,1%
Verkaufen	1,4%	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.