

Akt. Kurs (23.08.2018, 14:16, Xetra): 77,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **94,00 (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 €	70,69 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	77,00 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	68,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	569,8 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Nach sechs Monaten auf Kurs

Die jüngst von CEWE veröffentlichten Zahlen zum ersten Halbjahr 2018 fielen insgesamt im Rahmen der Erwartungen aus. Nach dem kräftigen Erlösplus von 10,1 Prozent im Auftaktquartal ging die Wachstumsrate im zweiten Quartal auf 6,8 Prozent zurück. Dabei wurde die fortwährende saisonale Umsatzverschiebung in das Schlussquartal im größten und wichtigsten Geschäftsfeld Fotofinishing durch das seit Ende April anhaltende ungewöhnlich warme Wetter sowie die Fußballweltmeisterschaft im Juni noch verstärkt. Denn so nutzen die Konsumenten ihre Freizeit eher für anderweitige Aktivitäten als für die Erstellung von Fotobüchern und anderen Mehrwertprodukten.



Trotzdem stiegen die Umsätze im Fotofinishing wie auch im Kommerziellen Online-Druck neben den Beiträgen der neuen Akquisitionen Cheerz und LASERLINE auch auf organischer Ebene. So kletterten die Konzernenerlöse in den ersten sechs Monaten insgesamt um 8,5 Prozent von 234,6 auf 254,5 Mio. Euro. Von dem Zuwachs entfielen nach unserer Schätzung rund 5,4 Mio. Euro bzw. 2,3 Prozent auf organisches Wachstum und 14,5 Mio. Euro entsprechend 6,2 Prozent auf die seit Januar (LASERLINE) bzw. Februar (Cheerz) konsolidierten Zukäufe.

Auf der Ertragsseite wurden allerdings nun die – so auch geplanten – noch negativen Effekte aus den beiden Beteiligungen sichtbar. So reduzierte sich das EBIT auf minus 3,4 (Vj. -0,4) Mio. Euro. Auf bereinigter Basis fiel das organische EBIT aber nahezu unverändert aus. Bei einem etwas verschlechterten Finanzergebnis und einer gegenüber dem Vorjahreswert deutlich erhöhten Steuergutschrift lag das Periodenergebnis schließlich bei minus 2,5 (-0,3) Mio. Euro bzw. minus 0,35 (-0,05) Euro je Aktie.

### Profitabilität des Stammgeschäfts im Fotofinishing gesteigert

Das mit Abstand größte Geschäftsfeld Fotofinishing erzielte im ersten Halbjahr 2018 eine Erlössteigerung um 7,5 Prozent von 167,7 auf 180,3 Mio. Euro. Dabei entfiel über die Hälfte des Wachstums auf den seit Februar konsolidierten und inzwischen erfolgreich integrierten französischen Foto-App-Spezialisten Cheerz. Aber auch organisch kam CEWE trotz der geschilderten ungünstigen Rahmenbedingungen im zweiten Quartal weiter voran.

So stieg der Absatz des CEWE FOTOBUCHS – sicherlich auch infolge weiterer Investitionen in die Markenbekanntheit – um 3,9 Prozent, womit das Jahresziel eines Zuwachses um 1 bis 2 Prozent zum Halbjahr getoppt werden

## Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	593,1	599,4	660,0	680,0
<i>bisher</i>	---	---	663,0	683,0
<b>EBIT</b>	47,0	49,2	53,5	58,8
<i>bisher</i>	---	---	53,9	59,3
<b>Jahresüb.</b>	30,4	33,6	35,9	39,9
<i>bisher</i>	---	---	36,0	---
<b>Erg./Aktie</b>	4,25	4,70	5,02	5,57
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	1,80	1,85	1,90	2,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	18,1	16,4	15,3	13,8
<b>Div.rendite</b>	2,3%	2,4%	2,5%	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)

konnte. Aber auch die Absatzzahlen der übrigen Mehrwertprodukte wie CEWE WANDBILDER, CEWE KALENDER, CEWE CARDS, Handyhüllen und anderer Fotogeschenke sowie der in den Geschäften ausgedruckten CEWE SOFORTFOTOS legten teilweise sogar im saisontypisch eher schwächeren zweiten Quartal zu.

In der Folge erhöhte sich auch die Anzahl der abgesetzten Fotos um 4,2 Prozent, womit die Unternehmensplanung, die einen Rückgang um 2 bis 3 Prozent beinhaltet, nach sechs Monaten deutlich übertrifft wurde. Bedingt durch die weiterhin anhaltenden Verschiebung von einfachen Fotoabzügen zu den höherwertigen Mehrwertprodukten kletterte der Umsatz pro Foto ebenfalls weiter um 3,2 Prozent auf 20,07 (19,46) Cent.

Aufgrund der planmäßigen Anlaufverluste bei Cheerz reduzierte sich jedoch das Segment-EBIT auf 0,4 (1,6) Mio. Euro bzw. bereinigt um Sondereffekte auf 0,6 (1,3) Mio. Euro. Dabei fiel der Rückgang aber insgesamt geringer als der auf Cheerz entfallende negative Ergebnisbeitrag aus. Somit konnte die operative Profitabilität des Stammgeschäfts im Fotofinishing weiter verbessert werden.

### **Übrige Geschäftsfelder (noch) mit negativen Ergebnisbeiträgen**

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.

Im zweiten Quartal drückte nun zusätzlich auch hier das extrem warme Wetter vor allem in Skandinavien auf die Geschäftsentwicklung. Vor diesem Hintergrund sanken die Erlöse nach sechs Monaten weiter um 7,0 Prozent von 25,0 auf 23,3 Mio. Euro. Dabei gab das Segment-EBIT im traditionell schwachen ersten Halbjahr auf minus 0,7 (-0,4) Mio. Euro nach. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass auch das Geschäft mit Foto-Hardware schwerpunktmäßig auf das Schlussquartal mit dem Weihnachtsgeschäft entfällt.

Im Bereich Kommerzieller Online-Druck wuchs der Umsatz vor allem durch die seit Januar erfolgte Konsolidierung des Berliner Online-Druck-Anbieters LASERLINE, aber auch organisch kräftig um 21,3 Prozent auf 49,1 (40,5) Mio. Euro. Dabei litt das organische Geschäft allerdings weiterhin unter dem seit dem Brexit-Votum der Briten von Währungs- und Nachfrageverlusten geprägten Geschäft in Großbritannien sowie einem anhaltenden Preisdruck im Inland.

Zudem belasteten erhöhte Papierpreise und Logistikkosten die Ertragsseite. So verschlechterte sich das Segment-EBIT nach Integrationskosten für LASERLINE von 0,5 Mio. Euro und Sonderbelastungen aus der – in diesem Jahr letztmalig anfallenden – Kaufpreisallokation für die Saxoprint-Gruppe von 0,3 Mio. Euro auf minus 2,1 (-0,2) Mio. Euro. Und auch bereinigt um diese Sondereffekte gab das EBIT von plus 0,2 auf minus 1,3 Mio. Euro nach.

Das Geschäftsfeld Sonstiges, in dem Immobilienbesitz, die Beteiligung futalis sowie Struktur- und Gesellschaftskosten abgebildet werden, wies bei ausschließlich auf futalis entfallenden Erlösen von 1,8 (1,4) Mio. Euro ein von minus 1,4 auf minus 1,0 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 minimal angepasst**

Anlässlich der Vorlage der Halbjahreszahlen hat das CEWE-Management die bisherige Guidance für 2018 erneut bekräftigt. Demgemäß wird bei Umsätzen von 630 bis 665 Mio. Euro und in diesem Jahr noch negativen Ergebnisbeiträgen der beiden Akquisitionen das EBIT in einem Korridor von 48 bis 54 Mio. Euro erwartet. Das Vorsteuerergebnis soll zwischen 47,5 bis 53,5 Mio. Euro liegen. Für den Jahresüberschuss nach Steuern wird eine Range zwischen 33 und 37 Mio. Euro entsprechend 4,55 bis 5,13 Euro je Aktie anvisiert.

Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen liegt CEWE beim Umsatz mit 619,3 Mio. Euro, beim EBIT mit 46,3 Mio. Euro, beim EBT mit 45,9 Mio. Euro und beim Nachsteuerergebnis mit 31,3 Mio. Euro derzeit jeweils etwas unterhalb der angepeilten Bandbreiten. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die beiden Akquisitionen erst seit zwei Quartalen in den rollierenden Werten enthalten sind. Darüber hinaus sind die aus den Übernahmen für das Gesamtjahr 2018 erwarteten Belastungen von etwa 4 Mio. Euro mit einem Betrag in Höhe von 3,0 Mio. Euro bereits zu einem Großteil in den Halbjahreszahlen verbucht.

Vor diesem Hintergrund haben wir die Schätzungen aus unserem letzten Research vom 18. Mai nur marginal adjustiert. Demgemäß sehen wir jetzt in 2018 bei Umsätzen von 660 Mio. Euro das EBIT bei 53,5 Mio. Euro. Das Vorsteuerergebnis prognostizieren wir auf 52,1 Mio. Euro und den Gewinn nach Steuern auf 35,9 Mio. Euro. Bei einem erwarteten Ergebnis je Aktie von 5,02 Euro gehen wir von einer erneuten Dividendenanhebung auf 1,90 Euro aus. In 2019 schätzen wir weitere Zuwächse bei den Erlösen auf 680 Mio. Euro sowie beim EBIT auf 58,8 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss sehen wir nach Steuern bei 39,9 Mio. Euro bzw. 5,57 Euro je Aktie. Dabei prognostizieren wir einen Anstieg der Dividende auf 2,00 Euro.

### **Bewertung und Fazit**

Die Halbjahreszahlen der CEWE Stiftung & Co. KGaA beinhalteten insgesamt keine großen Überraschungen. Als sehr erfreulich werten wir dabei, dass der Absatz des CEWE FOTOBÜCHS wie auch anderer margenstarker Mehrwertprodukte trotz des für das Fotofinishing ungünstigen, ungewöhnlich warmen Wetters im saisontypisch ohnehin eher schwächeren zweiten Quartal weiter gesteigert werden konnte. Zwar machten sich auf der Ertragsseite nun wie geplant die noch negativen Effekte aus den Anfang des Jahres übernommenen Beteiligungen LASERLINE und Cheerz bemerkbar, operativ bewegte sich das EBIT aber auf dem Niveau des Vorjahres.

Auf dieser Basis sind wir weiterhin positiv gestimmt, dass die Gesellschaft die Unternehmensziele auch in diesem Jahr gut erreichen kann. Entscheidend wird hier wie immer das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft sein, in dem CEWE nahezu den kompletten Jahresgewinn erwirtschaftet. Zudem können wir uns vorstellen, dass der Auftritt auf der diesjährigen Foto-Leitmesse photokina, die vom 26. bis 29. September in Köln stattfindet, neue Impulse liefert. Hier will der Konzern als einer der größten Aussteller zahlreiche Innovationen vor allem in der mobilen Fotowelt präsentieren.

Mit einer Eigenkapitalquote von 54,9 Prozent zum Halbjahresende bleibt CEWE auch weiterhin sehr solide aufgestellt. Zudem gelten die Oldenburger als verlässlicher Dividendenzahler. Bei Ansatz unserer Schätzungen beläuft sich die aktuelle Dividendenrendite auf attraktive 2,5 Prozent. Insgesamt bekräftigen wir daher unser Kursziel von 94 Euro für die CEWE-Aktie, setzen jedoch die Einstufung auf dem derzeitigen Kursniveau wieder von „Halten“ auf „Kaufen“ herauf.

## 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>660,0</b>	<b>99,8%</b>	<b>680,0</b>	<b>99,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		1,1%		10,1%		3,0%	
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>661,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>681,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			6,8%		1,2%		10,1%		3,0%	
Materialaufwand	162,2	29,2%	168,6	28,4%	168,4	28,1%	186,4	28,2%	192,0	28,2%
Veränderung zum Vorjahr			3,9%		-0,1%		10,7%		3,0%	
Personalaufwand	143,7	25,9%	153,4	25,8%	160,3	26,7%	177,1	26,8%	185,2	27,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		4,5%		10,5%		4,6%	
Sonstiges Ergebnis	-174,4	-31,4%	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-199,0	-30,1%	-201,9	-29,7%
Veränderung zum Vorjahr			-3,9%		-0,7%		-9,1%		-1,5%	
<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>98,5</b>	<b>14,9%</b>	<b>101,8</b>	<b>15,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		-1,1%		10,3%		3,4%	
Abschreibungen	38,7	7,0%	43,3	7,3%	40,1	6,7%	45,0	6,8%	43,0	6,3%
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>53,5</b>	<b>8,1%</b>	<b>58,8</b>	<b>8,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			29,2%		4,7%		8,7%		9,9%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,3	-0,1%	-1,4	-0,2%	-1,0	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-78,2%		59,3%		-320,4%		28,6%	
<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>52,1</b>	<b>7,9%</b>	<b>57,8</b>	<b>8,5%</b>
Steuerquote	37,5%		34,3%		31,3%		31,0%		31,0%	
Ertragssteuern	13,5	2,4%	15,8	2,7%	15,3	2,6%	16,1	2,4%	17,9	2,6%
<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>35,9</b>	<b>5,4%</b>	<b>39,9</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		7,1%		11,0%	
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>33,6</b>	<b>5,6%</b>	<b>35,9</b>	<b>5,4%</b>	<b>39,9</b>	<b>5,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			35,2%		10,5%		7,1%		11,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,133		7,146		7,144		7,164		7,164	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>3,15</b>		<b>4,25</b>		<b>4,70</b>		<b>5,02</b>		<b>5,57</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	3,0%
Eigene Aktien	1,7%
Streubesitz	68,0%

## **Termine**

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
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 €
15.11.2016	78,78 €	Halten	80,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	38,2%	61,1%
Halten	55,9%	33,3%
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.