

Akt. Kurs (27.08.2019, 16:09, Xetra): 80,70 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **92,00 (90,00) EUR**

**Branche:** Sonst. Konsumgüter (Foto)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005403901  
**Reuters:** CWCG.DE  
**Bloomberg:** CWC:GR

## Kurzportrait

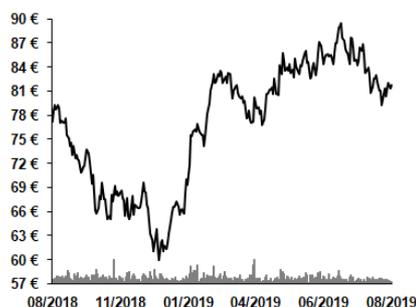
Die im SDAX notierte CEWE Stiftung & Co. KGaA ist europäischer Marktführer im Geschäft mit Fotoprodukten, dem sogenannten Fotofinishing. In diesem Geschäftsfeld ist das CEWE FOTOBUCH das wichtigste Mehrwertprodukt. Im Einzelhandel vertreibt das Unternehmen über einen Multi-Channel-Ansatz Foto-Hardware 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>	90,80 €	59,50 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	80,70 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.400.020	
<b>Streubesitz:</b>	65,5%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	597,2 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Zum ersten Halbjahr 2019 gut auf Kurs

Nach der zwischenzeitlich erfolgten Erteilung der kartellrechtlichen Genehmigung wird der im April 2019 erworbene Wandbildspezialist WhiteWall (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 20.05.2019) wie geplant seit dem 01. Juni konsolidiert. Zudem hat CEWE die Beteiligung futalis zum Verkauf gestellt. Daher fließt diese mit Wirkung gemäß IFRS 5 ab den jüngst veröffentlichten Halbjahreszahlen nicht mehr unmittelbar in die GuV ein, sondern unterhalb des Nachsteuerergebnisses als Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich. Die Vorjahreswerte wurden entsprechend angepasst.



Auf dieser Basis konnten die Oldenburger in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2019 den Umsatz um 7,6 Prozent auf 272,0 (Vj. 252,7) Mio. Euro ausweiten. Dabei verbesserte sich das EBIT im traditionell schwachen ersten Halbjahr trotz der mit der WhiteWall-Übernahme verbundenen Transaktionskosten deutlich auf minus 0,9 (-3,0) Mio. Euro. Auch das Nachsteuerergebnis aus den fortgeführten Aktivitäten erhöhte sich nennenswert auf minus 0,4 (-1,9) Mio. Euro bzw. minus 0,05 (-0,26) Euro je Aktie. Nach einem Verlust aus dem aufgegebenen Geschäftsbereich von 0,6 (0,8) Mio. Euro stand beim Periodenergebnis nach Steuern schließlich eine Verbesserung auf minus 1,0 (-2,7) Mio. Euro entsprechend minus 0,14 (-0,38) Euro je Aktie in den Büchern.

## Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
<b>Umsatz</b>	599,4	653,3	703,0	741,0
<i>bisher</i>	---	---	686,0	710,0
<b>EBIT</b>	49,2	53,7	58,3	63,4
<i>bisher</i>	---	---	57,7	60,3
<b>Jahresüb.</b>	32,8	36,3	37,9	41,7
<i>bisher</i>	---	---	38,7	40,4
<b>Erg./Aktie</b>	4,59	5,06	5,30	5,82
<i>bisher</i>	---	---	5,39	5,64
<b>Dividende</b>	1,85	1,95	2,05	2,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	17,6	15,9	15,2	13,9
<b>Div.rendite</b>	2,3%	2,4%	2,5%	2,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

### Positive Entwicklung abermals vom starken Fotofinishing getragen

Im Stammgeschäftsfeld Fotofinishing erhöhte sich der Umsatzzuwachs nach bereits 9,6 Prozent im Auftaktquartal nochmals in den Monaten April bis Juni auf stattliche 13,3 Prozent, womit die eigenen Planungen sogar übertroffen werden konnten. Insgesamt kletterten die Erlöse damit im ersten Halbjahr um 11,3 Prozent auf 200,8 (Vj. 180,3) Mio. Euro. Neben gewissen Akquisitionseffekten aus der erst seit Februar 2018 konsolidierten Cheerz sowie der seit Juni 2019 in das Zahlenwerk einfließenden WhiteWall wuchs der Bereich vor allem auch organisch kräftig.

Hauptumsatztreiber war dabei wieder einmal das CEWE FOTOBUCH, dessen Absatz nach 6,9 Prozent in den ersten drei Monaten weiter um 9,9 Prozent im zweiten Quartal anstieg. Auf Halbjahresbasis wurde mit einem Plus von 8,3 Prozent auf 2,57 (2,37) Millionen verkaufte Exemplare eine neue Rekordmarke erreicht. Aber auch die anderen Mehrwertprodukte wie CEWE CARDS, CEWE KALENDER, CEWE WANDBILDER oder individualisierte Smartphone-Hüllen sowie die an den CEWE-Fotostationen ausgedruckten CEWE SO-FORTFOTOS erzielten zum Teil deutlich zweistellige Zuwachsraten.

## Analysten:

Jens Nielsen, Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[a.langhorst@gsc-research.de](mailto:a.langhorst@gsc-research.de)

In Summe resultierte daraus ein Anstieg der produzierten Fotos um über den eigenen Erwartungen liegende 6,8 Prozent. Gleichzeitig kletterte auch der Umsatz pro Foto weiter um 4,3 Prozent von 20,07 auf 20,93 Cent. Hier wirkte sich der seit Jahren anhaltende Trend von „Masse zu Klasse“, also von einfachen Fotoabzügen zu margenstarken Mehrwertprodukten, weiterhin positiv aus. Auf dieser Basis verbesserte sich trotz der Transaktionskosten für die WhiteWall-Übernahme auch das Segment-EBIT deutlich von minus 0,4 auf plus 1,8 Mio. Euro, womit es sich ebenfalls über der Unternehmensplanung bewegte. Bereinigt um PPA-Abschreibungen bei DeinDesign und Cheerz belief es sich sogar auf 3,0 (0,7) Mio. Euro.

Der in Polen, der Slowakei, Tschechien, Norwegen und Schweden betriebene Einzelhandel (CEWE RETAIL) dient neben dem Vertrieb von Foto-Hardware vor allem als Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Da CEWE dabei bewusst auf unprofitables Hardwaregeschäft verzichtet, entwickeln sich die Erlöse hier seit Jahren rückläufig, während das EBIT jedoch in etwa stabil bleibt. Dieser Trend setzte sich auch in den ersten sechs Monaten 2019 mit einem Umsatzrückgang um 9,7 Prozent auf 21,0 (23,3) Mio. Euro fort, während jedoch gleichzeitig die Erlöse mit Fotofinishing-Produkten weiter zulegten. Dabei verharrte das Segment-EBIT im saisonal bedingt traditionell schwachen ersten Halbjahr bei minus 0,7 Mio. Euro.

Im Kommerziellen Online-Druck belasten nach wie vor Währungs- und Nachfrageverluste in UK aufgrund des anstehenden Brexits sowie der Preisdruck in Deutschland, der vor allem die im etwas höherpreisigen Segment positionierte LASERLINE trifft. Dennoch konnte der Bereich ein leichtes Umsatzwachstum um 2,4 Prozent von 49,1 auf 50,2 Mio. Euro erwirtschaften. Dabei verbesserte sich das Segment-EBIT auf minus 1,4 (-1,8) Mio. Euro. Bereinigt um PPA-Abschreibungen bei SAXOPRINT und LASERLINE von 0,3 (0,5) Mio. Euro sowie vorjährige LASERLINE-Integrationskosten von 0,5 Mio. Euro gab es allerdings leicht auf minus 1,1 (-0,9) Mio. Euro nach.

### **CEWE Photo Award avanciert zum weltweit größten Fotowettbewerb**

Wie bereits in unserem letzten Research vom 20. Mai 2019 ausgeführt, erhielt CEWE in diesem Jahr zum zweiten Mal in Folge und insgesamt zum dritten Mal den „TIPA World Award“ des Fotopresseverbands TIPA (Technical Image Press Association) in der Kategorie „Best Photo Print Service“. Zusammen mit den beiden TIPA Awards von WhiteWall hat die Gruppe somit nunmehr bereits fünf Mal diese weltweit begehrteste Auszeichnung für Foto- und Imaging-Produkte gewonnen.

Darüber hinaus hatte CEWE in 2010 mit „Europe is beautiful“ auch den ersten eigenen internationalen Fotowettbewerb initiiert. Dieses Event hat sich seitdem kontinuierlich weiterentwickelt und erfreut sich einer wachsenden Aufmerksamkeit in der Foto-Community. In diesem Jahr konnte der CEWE Photo Award „Our world is beautiful“ nunmehr mit über 448.000 eingereichten Bildern einen neuen Rekord markieren und zugleich auch zum weltweit größten Fotowettbewerb aufsteigen.

Eine hochkarätig besetzte Jury um den französischen Star-Fotografen Yann Arthus-Bertrand wird die Sieger küren, die Preisverleihung erfolgt am 26. September 2019 in Wien. Mit Hilfe dieses Wettbewerbs, der Jahr für Jahr mehr fotobegeisterte Menschen aus der ganzen Welt zusammenführt, soll die Positionierung der Marke CEWE als Synonym für Fotografie weiter ausgebaut werden. Zudem dient der Award auch einem guten Zweck: Für jedes eingereichte Foto spendet CEWE 10 Cent an die SOS-Kinderdörfer.

### **GSC-Schätzungen angepasst**

Im Rahmen der Vorlage der Halbjahreszahlen hat CEWE die zuletzt bereits hinsichtlich der Effekte aus der WhiteWall-Übernahme angepasste Guidance für 2019 bestätigt. Konkret rechnet der Vorstand mit einem Umsatzwachstum von 3 bis 9 Prozent auf 675 bis 710 Mio. Euro. Nach in diesem Jahr noch anfallenden Belastungen aus der Akquisition in Höhe von rund 1 Mio. Euro infolge von Transaktionskosten und PPA-Abschreibungen wird für das EBIT eine Bandbreite von 51 bis 58 Mio. Euro angepeilt. Beim Vorsteuerergebnis liegt der Zielkorridor zwischen 50,5 und 57,5 Mio. Euro und beim Jahresüberschuss nach Steuern bei 35 bis 39 Mio. Euro entsprechend 4,74 bis 5,40 Euro je Aktie.

Nach der zwischenzeitlich erfolgten kartellrechtlichen Genehmigung der WhiteWall-Übernahme haben wir unsere Prognosen nunmehr angepasst. Dabei haben wir zum einen die erwarteten Effekte aus der Akquisition einfließen lassen. Zum anderen haben wir die Umgliederung der Umsatz- und Ergebnisbeiträge von futalis in der GuV gemäß IFRS 5 berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir angesichts der erfreulichen Entwicklung in den ersten sechs Monaten sowie des bislang im Vergleich zum Vorjahr weniger bestellunfreundlichen Wetters im dritten Quartal auch unsere operativen Schätzungen leicht angehoben.

Insgesamt sehen wir auf dieser Basis jetzt in 2019 bei Erlösen von 703 Mio. Euro den Jahresüberschuss nach Steuern und Ergebnis des aufgegebenen Geschäftsbereichs bei 37,9 Mio. Euro bzw. 5,30 Euro je Aktie. In 2020 prognostizieren wir bei Umsätzen von 741 Mio. Euro ein Nachsteuerergebnis von 41,7 Mio. Euro bzw. 5,82 Euro je Anteilschein. Dabei erwarten wir unverändert eine für 2019 auf 2,05 Euro und für 2020 auf 2,15 Euro je Aktie steigende Dividende.

### **Bewertung und Fazit**

Nach dem starken Jahresauftakt setzte sich der positive Geschäftsverlauf bei der CEWE Stiftung & Co. KGaA auch im zweiten Quartal 2019 fort. Dabei profitierte das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, von dem die erfreuliche Entwicklung getragen wurde, neben dem deutlichen organischen Umsatzwachstum auch von der seit Anfang Juni in das Zahlenwerk einfließenden WhiteWall. Zwar resultiert in diesem Jahr aus der Akquisition noch eine EBIT-Belastung von rund 1 Mio. Euro, perspektivisch sind aber auch hier positive Ergebnisbeiträge zu erwarten. Zudem dürfte der renommierte Wandbildspezialist die Marktpositionierung von CEWE als Premium-Anbieter weiter stärken.

Nach dem Verlauf der ersten sechs Monate sind wir zuversichtlich, dass die Gesellschaft auch in diesem Jahr wieder alle Unternehmensziele erreichen kann. Dabei dürfte sich im Fotofinishing auch das im Vorjahresvergleich bislang weniger bestellunfreundliche Wetter im dritten Quartal positiv auswirken. Entscheidend wird allerdings in allen drei Geschäftsfeldern letztlich wie immer das Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft sein, in dem CEWE zuletzt den kompletten Jahresgewinn erwirtschaftete.

Bedingt durch eine deutliche Bilanzverlängerung infolge des neuen Bilanzierungsstandards IFRS 16 sowie der WhiteWall-Übernahme ging die Konzerneigenkapitalquote zwar zum 30. Juni auf 46,4 Prozent zurück, bewegt sich damit aber immer noch auf einem soliden Niveau (Anstieg vorjahresvergleichbare Eigenkapitalquote bereinigt um IFRS 16 von 52,8 auf 53,3 Prozent). Die erwartete Dividendenrendite der CEWE-Aktie liegt aktuell bei ordentlichen 2,5 Prozent. Angesichts der erwarteten Effekte aus der Akquisition haben wir unsere Schätzungen zwar für 2019 etwas zurückgenommen, aber für 2020 angehoben. Auf dieser Basis erhöhen wir unser Kursziel leicht auf 92 Euro und stufen den Anteilschein des Oldenburger Fotospezialisten auf dem derzeitigen Kursniveau weiterhin als gute Halteposition ein.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>CEWE Stiftung &amp; Co. KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
<b>Umsatzerlöse</b>	593,1	100,0%	599,4	99,8%	653,3	99,9%	703,0	99,9%	741,0	99,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		9,0%		7,6%		5,4%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,3	0,0%	1,0	0,2%	1,0	0,1%	1,0	0,1%	1,0	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			238,7%		-3,5%		4,8%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	593,4	100,0%	600,4	100,0%	654,2	100,0%	704,0	100,0%	742,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,2%		9,0%		7,6%		5,4%	
Materialaufwand	168,6	28,4%	168,4	28,1%	178,7	27,3%	189,7	27,0%	199,6	26,9%
Veränderung zum Vorjahr			-0,1%		6,1%		6,2%		5,2%	
Personalaufwand	153,4	25,8%	160,3	26,7%	178,1	27,2%	192,1	27,3%	205,1	27,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,5%		11,1%		7,8%		6,7%	
Sonstiges Ergebnis	-181,1	-30,5%	-182,4	-30,4%	-203,5	-31,1%	-209,8	-29,8%	-220,4	-29,7%
Veränderung zum Vorjahr			-0,7%		-11,6%		-3,1%		-5,0%	
<b>EBITDA</b>	90,3	15,2%	89,3	14,9%	93,9	14,4%	112,3	16,0%	116,9	15,8%
Veränderung zum Vorjahr			-1,1%		5,2%		19,6%		4,1%	
Abschreibungen	43,3	7,3%	40,1	6,7%	40,2	6,1%	54,0	7,7%	53,5	7,2%
Veränderung zum Vorjahr			-7,4%		0,3%		34,3%		-0,9%	
<b>EBIT</b>	47,0	7,9%	49,2	8,2%	53,7	8,2%	58,3	8,3%	63,4	8,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,7%		9,2%		8,6%		8,8%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	-0,4	-0,1%	-0,4	-0,1%	-0,6	-0,1%	-0,5	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			56,0%		-10,8%		-37,8%		9,1%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	46,2	7,8%	48,9	8,1%	53,3	8,2%	57,8	8,2%	62,9	8,5%
Steuerquote	34,3%		32,8%		31,9%		32,5%		32,5%	
Ertragssteuern	15,8	2,7%	16,0	2,7%	17,0	2,6%	18,8	2,7%	20,5	2,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	30,4	5,1%	32,8	5,5%	36,3	5,5%	39,0	5,5%	42,5	5,7%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		10,6%		7,4%		8,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,0		0,0		0,0		-1,1		-0,8	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	30,4	5,1%	32,8	5,5%	36,3	5,5%	37,9	5,4%	41,7	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		10,6%		4,5%		9,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,146		7,144		7,167		7,166		7,166	
<b>Gewinn je Aktie</b>	4,25		4,59		5,06		5,30		5,82	

## **Aktionärsstruktur**

Erbengemeinschaft nach Herrn Senator h.c. Heinz Neumüller, Oldenburg	27,3%
Union Investment Privatfonds GmbH	5,1%
Management	0,8%
Eigene Aktien	1,3%
Streubesitz	65,5%

## **Termine**

12.11.2019                      Zahlen drittes Quartal 2019

## **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
20.05.2019	84,10 €	Halten	90,00 €
11.04.2019	77,40 €	Kaufen	90,00 €
13.02.2019	78,60 €	Kaufen	90,00 €
04.12.2018	68,30 €	Kaufen	90,00 €
20.11.2018	67,10 €	Kaufen	90,00 €
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 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,7%	53,3%
Halten	50,8%	46,7%
Verkaufen	1,5%	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.