

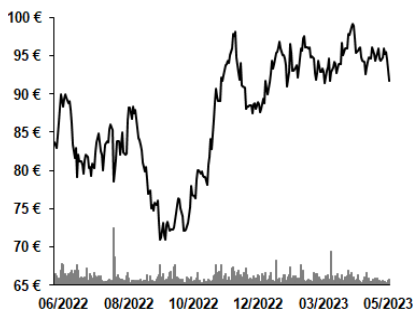
Akt. Kurs (24.05.2023, 17:35, Xetra): 91,70 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **120,00 (117,00) EUR**

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 FOTO-BUCH, 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.:	100,60 €	69,90 €
Aktueller Kurs:	91,70 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	61,4%	
Marktkapitalis.:	682,4 Mio. €	



Anlagekriterien

Starker Jahresauftakt 2023

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2023 konnte CEWE die Konzernenerlöse kräftig um 13,5 Prozent auf 157,7 (Vj. 138,9) Mio. Euro ausweiten. Mit diesem von allen Geschäftsfeldern getragenen Wachstum wurde der bisher höchste Umsatzwert eines Auftaktquartals in der Unternehmensgeschichte erzielt.

Auch infolge einer Verschiebung im Umsatzmix von Fotofinishing und Einzelhandel zum KOD kletterte die Materialaufwandsquote um 2,1 Prozentpunkte, während die Personalaufwandsquote im gleichen Umfang sank. Der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen an den Erlösen ging jedoch trotz gesteigerter Vertriebs- und Verwaltungskosten sowie der inflationsbedingten allgemeinen Kostensteigerungen insbesondere bei Energie um 1,1 Prozentpunkte zurück.

In Verbindung mit der erhöhten Umsatzbasis und etwas geringeren Abschreibungen resultierte daraus deutlich mehr als eine Verdoppelung des EBIT von 2,1 auf 5,1 Mio. Euro. So stand bei einem leicht verbesserten Finanzergebnis nach Steuern schließlich ein fast verdreifachter Periodengewinn von 3,3 (1,2) Mio. Euro in den Büchern. Im Gleichklang sprang auch das Ergebnis je Aktie von 0,17 auf 0,47 Euro.

Fotofinishing mit Umsatz und EBIT über Zielbandbreiten

Das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing profitierte im ersten Quartal weiterhin von der Corona-Normalisierung, mit der einhergehend wieder vermehrt Reiseaktivitäten sowie Veranstaltungen, Feste und Feiern stattfanden. Das bei diesen klassischen Fotoanlässen entstandene neue Bildmaterial führte in allen Produktkategorien zu einer gestiegenen Nachfrage. Dies spiegelte sich deutlich beim Absatz des klassischen Multi-Foto-Produkts CEWE FOTOBUCH wider, der erfreulich um 9,9 Prozent auf 1,26 (Vj. 1,14) Millionen Exemplare zulegen konnte.

Noch etwas stärker wuchs die Anzahl der insgesamt produzierten Bilder um 10,5 Prozent. Dabei normalisierte sich der zu Corona-Zeiten durch einen höheren Anteil umsatzstarker Ein-Foto-Produkte wie Wandbilder oder Puzzles geprägte Produktmix wieder hin zu mehr einzelnen, vergleichsweise umsatzschwachen Fotoabzügen. Trotzdem stieg der Umsatz pro Foto jedoch auch aufgrund kostenbedingt notwendiger Preiserhöhungen leicht von 24,10 auf 24,42 Cent.

Kennzahlen

	2021	2022	2023e	2024e
Umsatz	692,8	741,0	771,0	802,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	72,2	75,6	78,4	82,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	48,9	51,1	52,8	55,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	6,77	7,20	7,34	7,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	2,35	2,45	2,55	2,65
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
KGV	13,6	12,7	12,5	11,9

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

In Summe resultierte daraus eine Umsatzausweitung um 12,0 Prozent auf 126,1 (112,6) Mio. Euro, womit das Fotofinishing ebenfalls den historisch höchsten Wert eines ersten Quartals erreichte. Dabei entfielen rund 5 Prozentpunkte des Wachstums auf Preis- und etwa 7 Prozent auf Absatzeffekte. Dabei führte die bereits während der „Corona-Sonderkonjunktur“ im ersten Quartal 2021 deutlich sichtbar gewordene Skalierung beim Segment-EBIT zu mehr als einer Verdoppelung auf 5,2 (2,5) Mio. Euro.

CEWE RETAIL und KOD ebenfalls mit Umsatz- und Ergebnissteigerungen

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient neben dem Vertrieb hochwertiger Foto-Hardware vor allem als Marketing- und Absatzkanal für den Verkauf von Fotoprodukten, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge aber im Fotofinishing abgebildet werden. Dabei fokussiert sich CEWE auf das Fotofinishing- und Online-Geschäft und verzichtet in diesem Rahmen bewusst auf margenschwache Hardwareumsätze. Zudem wurde vor dem Hintergrund der Corona-Auswirkungen in 2020 eine rund 30-prozentige Straffung des Filialnetzes auf aktuell 101 Standorte beschlossen. Wie bereits im Vorjahreszeitraum profitierte der Bereich auch im Berichtsquartal mit der optimierten Filialstruktur weiterhin von der Corona-Normalisierung, so dass die früher planmäßig um jährlich etwa 10 Prozent rückläufigen Umsätze um 3,3 Prozent von 6,5 auf 6,7 Mio. Euro stiegen. Dabei verbesserte sich das saisonal bedingt im ersten Quartal traditionell negative Segment-EBIT ebenfalls leicht auf minus 0,2 (Vj. -0,3) Mio. Euro.

Auch im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck wirkte sich die Corona-Normalisierung anhaltend positiv auf die Nachfrage nach Werbe- und Geschäftsdrucksachen aus. Zudem profitierte der KOD auch weiterhin von der „Bestpreisgarantie“ bei SAXOPRINT. So konnte der Bereich seine Erlöse erneut kräftig um 26,6 Prozent auf 22,6 (17,8) Mio. Euro steigern. Die höhere Umsatzbasis führte in Verbindung mit der optimierten Kostenstruktur und -effizienz dazu, dass das Segment nun im Berichtszeitraum mit 0,4 (-0,3) Mio. Euro erstmals in einem ersten Quartal ein positives EBIT ausweisen konnte.

Im Geschäftsfeld Sonstiges werden Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen abgebildet. Hier legte der ausschließlich auf die Beteiligung futalis, einen Online-Anbieter von Premium-Hundefutter, entfallende Umsatz um 16,3 Prozent auf 2,3 (2,0) Mio. Euro zu. Dabei gab das Segment-EBIT aufgrund geringerer Beiträge aus dem Immobilienbesitz sowie von futalis auf minus 0,3 (0,1) Mio. Euro nach.

CEWE gewinnt weiteren TIPA-Award

Im April 2023 wurde CEWE nunmehr bereits zum achten Mal und dabei zum sechsten Mal in Folge mit dem „TIPA World Award“ des Medienverbands TIPA (Technical Image Press Association) ausgezeichnet. Insgesamt erhielt die CEWE-Gruppe einschließlich WhiteWall den zu den renommiertesten Branchen-Titeln zählenden Preis damit mittlerweile schon zum zwölften Mal. Prämiert wurde in diesem Jahr eine Variante des CEWE FOTOBUCHs mit 100-prozentig recyceltem Digitaldruckpapier im Innenteil, womit die Nachhaltigkeitsbestrebungen des Oldenburger Unternehmens gewürdigt wurden.

Guidance bekräftigt

Angesichts der positiven Entwicklung im Auftaktquartal sieht der Vorstand CEWE gut auf Kurs zur Erreichung der Jahresziele und hat daher seinen Ausblick für 2023 bekräftigt. Dieser beinhaltet bei Konzernumsätzen zwischen 720 und 780 Mio. Euro ein EBIT im Bereich von 70 bis 82 Mio. Euro.

Dabei wird nach Steuern ein Jahresüberschuss von 47 bis 55 Mio. Euro entsprechend 6,58 bis 7,73 Euro je Aktie erwartet. Auf Basis rollierender Zwölfmonatszahlen bewegte sich CEWE mit Erlösen von 759,8 Mio. Euro, einem EBIT von 78,7 Mio. Euro und einem Nachsteuerergebnis von 53,2 Mio. Euro nach dem ersten Quartal umsatzseitig in der Mitte und bei den Ergebniskennzahlen im oberen Bereich der jeweiligen Prognosekorridore. Dabei sind bisher nach wie vor keine nennenswerten Auswirkungen der hohen Inflation auf das Bestellverhalten der Kunden erkennbar.

GSC-Schätzungen leicht adjustiert

Auf Basis der Dreimonatszahlen und unter Berücksichtigung der hohen Saisonalität mit dem Schwerpunkt auf dem Schlussquartal mit dem wichtigen Weihnachtsgeschäft haben wir bei unseren Prognosen lediglich vereinzelte Aufwands- und Ertragspositionen geringfügig angepasst. Dabei resultierten daraus in Summe aber keine Änderungen bei den relevanten Kennziffern.

Somit erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2023 weiterhin bei Konzern Erlösen von 771 Mio. Euro ein EBIT von 78,4 Mio. Euro sowie ein Nachsteuerergebnis von 52,8 Mio. Euro bzw. 7,34 Euro je Aktie. Dabei gehen wir von einer erneuten Dividendenanhebung auf 2,55 Euro je Anteilsschein aus.

Für das Geschäftsjahr 2024 prognostizieren wir dann bei Umsätzen von 802 Mio. Euro ein EBIT von 82,2 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach Steuern von 55,4 Mio. Euro bzw. 7,70 Euro je Aktie. Dabei halten wir eine weitere Erhöhung der Dividende auf 2,65 Euro je Aktie für realistisch.

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 13,9 (bisher 13,2) ergibt in Verbindung mit dem von uns für 2023 geschätzten Gewinn je CEWE-Aktie von 7,34 Euro einen Wert von 102,02 (96,62) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dabei resultiert dieser im Vergleich zu unserem letzten Ansatz höhere Wert bei einer unveränderten EPS-Schätzung ausschließlich aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Aus unserem DCF-Modell (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 0 %, Beta aufgrund der nachhaltig unter Beweis gestellten Resilienz 0,90, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~69 Mio. Euro) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 137,37 (138,16) Euro. Dabei resultiert dieser geringfügig unter dem vorherigen Ansatz liegende Wert aus der seit unserem letzten Update etwas gestiegenen Umlaufrendite.

Als Mittelwert aus beiden Bewertungsansätzen errechnet sich ein fairer Wert von 119,70 (117,39) Euro für die CEWE-Aktie, weshalb wir unser gerundetes Kursziel von 117 auf 120 Euro heraufsetzen. Auf dieser Basis ergäbe sich bei einer ergänzenden Betrachtung anhand eines EBIT-Multiples bei geschätzten 78,4 Mio. Euro für 2023 ein Faktor von 11,4, der damit am oberen Rand der aktuell von FINANCE für Large-Caps der Branche Handel und E-Commerce publizierten Bandbreite von 8,8 bis 11,4 läge.

Fazit

Die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2023 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA mit einem neuen Rekordumsatz für ein Auftaktquartal und einem deutlich mehr als verdoppelten EBIT hervorragend abschließen. Zu der sehr erfreulichen Entwicklung, die auch von der anhaltenden Corona-Normalisierung profitierte, trugen alle drei operativen Geschäftsfelder bei. Die maßgebliche Ertragssäule bildete jedoch das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, auf das rund 80 Prozent der Konzern Erlöse entfielen. Dabei stellten sich auch die Bilanzverhältnisse der Oldenburger mit einer Konzerneigenkapitalquote von gut 67 Prozent zum Quartalsende unverändert sehr solide dar.

Wie der Vorstand sehen auch wir die Gesellschaft nach dem vielversprechenden Start sehr gut für einen weiterhin erfolgreichen Jahresverlauf und ein Erreichen – oder gar Übertreffen – der Unternehmensziele aufgestellt. Entscheidend hierfür wird jedoch vor allem im geschenkorientierten Fotofinishing, aber auch in den anderen Geschäftsfeldern wie immer letztendlich das Schlussquartal mit dem wichtigen (Vor-)Weihnachtsgeschäft, in dem CEWE in den letzten Jahren regelmäßig 43 Prozent der Erlöse und quasi das gesamte Ergebnis erwirtschaftete.

Vorbehaltlich der Zustimmung der am 7. Juni 2023 in Oldenburg stattfindenden Hauptversammlung dürfen sich die Anteilseigner auf die 14. Dividenden-erhöhung in Folge, die auf dem derzeitigen Kursniveau eine ordentliche Ausschüttungsrendite von 2,7 Prozent bedeutet, freuen. Damit belegt CEWE gemäß der „Dividendenstudie Deutschland 2023“ von Dividenden Adel, isf Institute for Strategic Finance der FOM Hochschule und DSW Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. den dritten Platz unter 644 deutschen börsennotierten Unternehmen, die seit Jahren kontinuierlich steigende Dividenden zahlen. Wir gehen fest davon aus, dass die Gesellschaft diese Position auch künftig zumindest halten will.

Bei Ansatz unseres auf 120 Euro erhöhten Kursziels weist die CEWE-Aktie aktuell ein Upside-Potenzial von über 30 Prozent auf. Daher bekräftigen wir unsere Empfehlung, den Anteilsschein auf dem unseres Erachtens sehr günstigen Kursniveau zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022		2023e		2024e	
Umsatzerlöse	727,3	100,0%	692,8	100,0%	741,0	100,0%	771,0	100,0%	802,0	100,0%
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%	3,0	0,4%	3,1	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			67,3%		81,8%		5,9%		3,3%	
Gesamtleistung	728,2	100,1%	694,3	100,2%	743,8	100,4%	774,0	100,4%	805,1	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-4,7%		7,1%		4,1%		4,0%	
Materialaufwand	171,1	23,5%	160,7	23,2%	183,5	24,8%	192,8	25,0%	200,9	25,1%
Veränderung zum Vorjahr			-6,1%		14,2%		5,1%		4,2%	
Personalaufwand	196,1	27,0%	194,9	28,1%	204,8	27,6%	215,0	27,9%	224,6	28,0%
Veränderung zum Vorjahr			-0,6%		5,1%		5,0%		4,5%	
Sonstiges Ergebnis	-225,9	-31,1%	-214,1	-30,9%	-226,3	-30,5%	-233,2	-30,3%	-241,8	-30,2%
Veränderung zum Vorjahr			5,3%		-5,7%		-3,1%		-3,7%	
EBITDA	135,1	18,6%	124,6	18,0%	129,2	17,4%	132,9	17,2%	137,7	17,2%
Veränderung zum Vorjahr			-7,7%		3,7%		2,9%		3,6%	
Abschreibungen	55,4	7,6%	52,4	7,6%	53,6	7,2%	54,5	7,1%	55,5	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-5,3%		2,2%		1,7%		1,8%	
EBIT	79,7	11,0%	72,2	10,4%	75,6	10,2%	78,4	10,2%	82,2	10,3%
Veränderung zum Vorjahr			-9,4%		4,8%		3,7%		4,8%	
Finanzergebnis	-3,3	-0,5%	0,5	0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%	-0,8	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			116,2%		-249,3%		0,7%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	76,4	10,5%	72,7	10,5%	74,8	10,1%	77,6	10,1%	81,4	10,2%
Steuerquote	32,0%		32,8%		31,7%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	24,4	3,4%	23,8	3,4%	23,7	3,2%	24,8	3,2%	26,1	3,2%
Jahresüberschuss	51,9	7,1%	48,9	7,1%	51,1	6,9%	52,8	6,8%	55,4	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		3,4%		4,9%	
Saldo Bereinigungsposition	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	7,1%	51,1	6,9%	52,8	6,8%	55,4	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		4,4%		3,4%		4,9%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,212		7,227		7,089		7,191		7,191	
Gewinn je Aktie	7,20		6,77		7,20		7,34		7,70	

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	3,4%
Streubesitz	61,4%

Termine

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
14.04.2023	99,00 €	Kaufen	117,00 €
17.02.2023	96,50 €	Kaufen	125,00 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	71,4%	89,5%
Halten	26,6%	10,5%
Verkaufen	2,0%	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.