

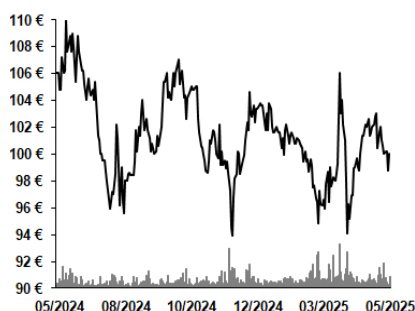
Akt. Kurs (26.05.2025, 17:35, Xetra): 100,00 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **143,00 (143,00) EUR**

Branche: Sonstige Konsumgüter
Land: Deutschland
ISIN: DE0005403901
Reuters: CWCG.DE
Bloomberg: CWC:GR

Kurzportrait

Die im SDAX notierte, mit rund 4.000 Beschäftigten in 21 Ländern präsente CEWE-Gruppe ist Europas führender Foto-Service und Online-Druck-Anbieter. Unter dem Dach der CEWE Stiftung & Co. KGaA werden im Kerngeschäftsfeld Fotofinishing über einen Omnichannel-Ansatz neben dem bekannten CEWE FOTOBUCH zahlreiche weitere personalisierte Fotoprodukte unter den Marken CEWE, Cheerz, DeinDesign, Pixum und WhiteWall vermarktet. Im Geschäftsfeld Einzelhandel (CEWE RETAIL) offeriert das Unternehmen Foto-Hardware wie Kameras und Zubehör sowie ebenfalls Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge jedoch im Fotofinishing abgebildet werden. Im Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) werden unter den Marken SAXOPRINT, LASERLINE und viaprinto Geschäftsdrucksachen produziert und vertrieben.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	110,40 €	92,30 €
Aktueller Kurs:	100,00 €	
Aktienzahl ges.:	7.442.003	
Streubesitz:	60,4%	
Marktkapitalis.:	744,2 Mio. €	



Erstes Quartal 2025 voll im Plan

In den ersten drei Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2025 konnte CEWE mit einem Umsatzwachstum von 4,8 Prozent auf 173,4 (Vj. 165,5) Mio. Euro abermals einen neuen Höchstwert für ein erstes Quartal erzielen. Dabei wurde die positive Entwicklung von allen drei Geschäftsfeldern getragen.

Infolge der anhaltenden Verschiebung im Umsatzmix zugunsten des weniger materialintensiven Kerngeschäftsfelds Fotofinishing reduzierte sich die Materialaufwandsquote im Berichtsquartal leicht auf 23,6 (23,8) Prozent. Demgegenüber führten Lohn- und Gehaltssteigerungen, die geschäftsbedingte Erhöhung der Beschäftigtenzahl im Fotofinishing sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Wechsel im Vorstand zu einem Anstieg der Personalaufwandsquote von 33,4 auf 34,7 Prozent. Der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen verändert sich im Verhältnis zum Umsatz nur geringfügig auf minus 31,0 (-30,9) Prozent. Die Abschreibungen bewegten sich minimal unter dem Vorjahresniveau.

Auf dieser Basis kam das EBIT mit 6,1 (7,9) Mio. Euro zum Ausweis, womit es im Rahmen der Unternehmenserwartungen lag. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahreswert ist dabei auf im nachfolgenden Kapitel erläuterte Effekte im Fotofinishing zurückzuführen. Bei einem niedrigeren Finanzergebnis und einer etwas geringeren Steuerquote belief sich der Quartalsüberschuss auf 4,1 (5,6) Mio. Euro bzw. 0,60 (0,81) Euro je Aktie.

Fotofinishing mit erfreulicher Absatzsteigerung beim CEWE FOTOBUCH

2024 waren die Osterfeiertage auf Ende März gefallen, in diesem Jahr dagegen auf Mitte April. Trotz der damit verbundenen Verschiebung des Ostergeschäfts vom ersten in das zweite Quartal konnte CEWE in der Berichtsperiode im Fotofinishing erneut ein deutliches Umsatzwachstum von 5,3 Prozent auf 144,8 (Vj. 137,6) Mio. Euro erwirtschaften. Damit wurde der Planungskorridor von 138,3 bis 144,1 Mio. Euro leicht übertroffen und auch hier eine neue Bestmarke für ein erstes Quartal erreicht.

Dabei setzten sich die beiden langjährigen Trends im Kerngeschäftsfeld, nämlich die grundsätzliche saisonale Umsatzverschiebung zugunsten des ersten Quartals sowie der Produktmixwandel zu höherwertigen, margenstärkeren Mehrwertprodukten, weiterhin fort. So wuchs die Anzahl der über alle Produktkategorien produzierten Fotos im Vorjahresvergleich um 4,7 Prozent auf 553 (528) Millionen Bilder.

Kennzahlen

	2023	2024	2025e	2026e
Umsatz	780,2	832,8	866,0	900,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	83,9	86,1	92,8	96,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	57,3	60,1	63,6	66,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	8,10	8,64	9,25	9,68
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	2,60	2,85	3,00	3,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,6%	2,9%	3,0%	3,2%
KGV	12,3	11,6	10,8	10,3

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

Dabei kletterte der Umsatz pro Foto weiter leicht auf 26,21 (26,07) Cent. Bei dem klassischen Multi-Foto-Produkt, dem CEWE FOTOBUCH, manifestierte sich die führende Marktstellung als beliebtestes Fotobuch in Europa in einer erfreulichen Absatzsteigerung um 5,1 Prozent auf 1,30 (1,24) Millionen Exemplare. Der anhaltende Trend zu höherwertigen Fotobüchern führte dabei zudem zu einer überproportionalen Erhöhung des Umsatzbeitrags des Best-sellers um 7,2 Prozent.

Unter anderem aufgrund eines Anstiegs der Marketingaufwendungen um 0,9 Mio. Euro blieb das Segment-EBIT allerdings mit 5,6 Mio. Euro um mehr als ein Viertel hinter dem sehr starken Vorjahreswert von 7,5 Mio. Euro zurück. Damit bewegte es sich aber immer noch innerhalb der unternehmensseitigen Zielbandbreite von 5,5 bis 6,5 Mio. Euro.

CEWE RETAIL und KOD weiterhin gut positioniert

Das Geschäftsfeld Einzelhandel dient vor allem als Vertriebskanal für Fotoprodukte, deren Umsatz- und Ergebnisbeiträge aber im Fotofinishing ausgewiesen werden. Lediglich die Erlöse und Erträge aus dem Verkauf hochwertiger Foto-Hardware werden im CEWE RETAIL abgebildet. Dabei verzichtet man dort bewusst auf margenschwaches Geschäft, weshalb sich die Umsätze in der Vergangenheit planmäßig tendenziell rückläufig entwickelten. In den ersten drei Monaten 2025 konnte jedoch eine leichte Erlössteigerung auf 6,7 (Vj. 6,6) Mio. Euro verbucht werden. Dabei stellte sich das saisonal bedingt im ersten Quartal traditionell negative Segment-EBIT mit einer Verringerung um 44 TEUR auf gerundet minus 0,2 (-0,1) Mio. Euro nahezu unverändert dar.

Das Geschäftsfeld Kommerzieller Online-Druck (KOD) konnte sich in einem konjunkturell bedingt schwachen und stark preiskompetitiven Branchenumfeld dank der Kosteneffizienz am hochautomatisierten Produktionsstandort Dresden und der dadurch möglichen „Bestpreisgarantie“ von SAXOPRINT mit einem Umsatzzuwachs von 3,0 Prozent auf 21,9 (21,3) Mio. Euro und einem stabilen Segment-EBIT von 0,7 Mio. Euro im Auftaktquartal ebenfalls gut schlagen.

Im Geschäftsfeld Sonstiges bildet CEWE Struktur- und Gesellschaftskosten sowie das Ergebnis aus Immobilienbesitz und Beteiligungen ab. Umsätze fallen hier nicht an. Höhere Mieterträge führten jedoch dazu, dass sich das EBIT im Vorjahresvergleich merklich von minus 0,2 auf plus 0,1 Mio. Euro verbesserte.

CEWE-Gruppe erneut mit gleich sechs „TIPA World Awards“ ausgezeichnet

Im April 2025 wurde die CEWE-Gruppe abermals mit sage und schreibe gleich sechs weiteren „World Awards“ des Medienverbands TIPA (Technical Image Press Association) ausgezeichnet. Insgesamt erhielt die Gruppe den renommierten Branchen-Preis damit mittlerweile bereits 21 Mal. Im Einzelnen wurden in diesem Jahr prämiert:

- Das CEWE FOTOBUCH mit doppelseitiger ausklappbarer Panoramaseite als „Best Photo Book“
- Die CEWE Passfoto App, mittels der mit Hilfe einer KI-basierten biometrischen Prüfung schnell und bequem behördlich anerkannte Passfotos in digitalem oder analogem Format erstellt werden können, als „Best Professional Printing App“
- Der CEWE FINELINE-Wandkalender mit wiederverwendbarer Metallleiste und jährlich neu gestaltbaren Kalenderblättern als „Best Photo Service“

- Das CEWE Smart Layout Konzept der Bestellsoftware, das die Gestaltung von Fotoprodukten unterstützt, als „Best Design & Technology“
- Die Pixum Smart Photobook Layout App, mittels der sich mit Hilfe KI-generierter Vorschläge schnell und einfach Fotobücher gestalten lassen, als „Best Photobook App“
- Der filigrane und minimalistische, 6 mm feine WhiteWall Basel-Rahmen als „Best Photo Frame Design“

Der CEWE Fineline-Wandkalender wurde darüber hinaus auch im Rahmen des zu den international wichtigsten Designwettbewerben zählenden „Red Dot Design Award“ mit dem „Red Dot Award: Product Design 2025“ ausgezeichnet.

Guidance bestätigt

Angesichts der Entwicklung im ersten Quartal sieht das Management CEWE gut auf Kurs, die publizierten Zielsetzungen auch in diesem Jahr wieder zu erreichen, und hat den Ausblick für 2025 daher bestätigt. Somit wird unverändert bei einem Konzernumsatz zwischen 835 und 865 Mio. Euro ein EBIT von 84 bis 92 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 83,5 bis 91,5 Mio. Euro und ein Nettoergebnis von 58 bis 63 Mio. Euro entsprechend 8,32 bis 9,12 Euro je Aktie erwartet. Dabei orientiert sich das Management jeweils an Zielwerten in der oberen Hälfte der genannten Bandbreiten, die unteren Bereiche reflektieren die exogenen, unternehmensseitig nicht beeinflussbaren Unsicherheiten.

GSC-Schätzungen unverändert

Vor dem Hintergrund der insgesamt im Rahmen der Erwartungen ausgefallenen Zahlen zum ersten Quartal 2025 haben wir unsere Schätzungen unverändert belassen. Somit erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr weiterhin bei einem Umsatzwachstum um 4,0 Prozent auf 866 Mio. Euro ein EBIT von 92,8 Mio. Euro, was eine EBIT-Marge von 10,7 Prozent bedeuten würde. Dabei veranschlagen wir den Jahresüberschuss nach Steuern auf 63,6 Mio. Euro entsprechend 9,25 Euro je Aktie.

Im Geschäftsjahr 2026 gehen wir unverändert bei einer Steigerung der Konzernerlöse auf 900 Mio. Euro von einer Erhöhung des EBIT auf 96,9 Mio. Euro aus, womit eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 10,8 Prozent einhergehen würde. Darauf basierend sehen wir auch beim Nachsteuerergebnis einen weiteren Anstieg auf 66,4 Mio. Euro bzw. 9,68 Euro je Anteilsschein. Nach wie vor halten wir dabei weiter auf mindestens 3,00 Euro für 2025 und 3,20 Euro für 2026 steigende Dividenden für realistisch.

Bewertung und Fazit

In den ersten drei Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2025 konnte die CEWE Stiftung & Co. KGaA in allen drei Geschäftsfeldern wachsen und damit beim Konzernumsatz abermals eine neue Bestmarke für ein erstes Quartal aufstellen.

Die maßgebliche Umsatz- und Ertragssäule bildet dabei weiterhin das Kerngeschäftsfeld Fotofinishing, das unverändert davon profitiert, dass individuelle Fotoprodukte aufgrund ihres hohen emotionalen Stellenwerts weitestgehend unabhängig von gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und allgemeiner Konsumstimmung nachgefragt werden. Hier konnten die Oldenburger insbesondere beim CEWE FOTOBUCH, dem beliebtesten Fotobuch in Europa, mit Steigerungen beim Absatz um 5,1 Prozent und beim Umsatz gar um 7,2 Prozent eine sehr erfreuliche Entwicklung vermelden.

Auch künftig sollte CEWE als europäischer Marktführer weiter von der hervorragenden Marken- und Marktpositionierung als Premium-Anbieter im Fotofinishing profitieren. Einen wichtigen Erfolgsfaktor stellt hierbei auch die Innovationsstärke der CEWE-Gruppe dar, die auch in diesem Jahr erneut und dabei gleich mit sage und schreibe sechs weiteren „World Awards“ des Branchenverbands TIPA prämiert wurde.

Die Geschäftsfelder Einzelhandel und Kommerzieller Online-Druck zeigen sich weiterhin solide aufgestellt. Wie der Vorstand sehen daher auch wir die Gesellschaft insgesamt gut auf Kurs, um die Unternehmensziele wie gewohnt auch 2025 wieder erreichen zu können. Dabei stellen sich die Bilanzverhältnisse des Konzerns mit einer Eigenkapitalquote von gut 68 Prozent, einer Barliquidität von knapp 110 Mio. Euro und nahezu keinen Bankverbindlichkeiten zum Quartalsende unverändert grundsolide dar.

Darüber hinaus wurde die CEWE Stiftung & Co. KGaA jüngst für ihre Exzellenz in den vier Kernbereichen Strategie, Produktivität und Innovation, Kultur und Commitment sowie Governance und Finanzen zum nunmehr insgesamt bereits vierten Mal mit dem „Best Managed Companies Award“ von Deloitte Private, UBS, der Frankfurter Allgemeinen Zeitung und dem Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) als hervorragend geführtes Unternehmen ausgezeichnet.

Insgesamt und auf Grundlage unserer unveränderten Schätzungen bekräftigen wir daher unser Kursziel von 143 Euro sowie unser „Kaufen“-Rating für die CEWE-Aktie. Dabei dürfen sich die Anteilseigner vorbehaltlich der Zustimmung der am 4. Juni 2025 in Oldenburg stattfindenden Hauptversammlung auf die mittlerweile 16. Dividendensteigerung in Folge freuen. Damit belegt CEWE gemäß der von DividendenAdel, dem isf Institute for Strategic Finance der FOM Hochschule und der DSW Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. veröffentlichten „Dividendenstudie Deutschland 2024“ den zweiten Platz unter den inländischen Gesellschaften, die seit Jahren kontinuierlich steigende Gewinnbeteiligungen ausschütten.

Wir gehen davon aus, dass das CEWE-Management diese herausragende Position auch zukünftig verteidigen will und erwarten daher, dass die sich auf Basis des Dividendenvorschlags ergebende Ausschüttungsrendite von aktuell immerhin 2,9 Prozent in den kommenden Jahren kontinuierlich weiter steigen wird.

Gewinn- und Verlustrechnung

CEWE Stiftung & Co. KGaA										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2022		2023		2024		2025e		2026e	
Umsatzerlöse	732,7	100,0%	780,2	100,0%	832,8	100,0%	866,0	100,0%	900,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,5%		6,7%		4,0%		3,9%	
Bestandsveränderungen / Akt. Eigenl.	2,8	0,4%	4,4	0,6%	5,1	0,6%	5,2	0,6%	5,4	0,6%
Veränderung zum Vorjahr			55,1%		16,3%		1,6%		3,9%	
Gesamtleistung	735,6	100,4%	784,6	100,6%	837,9	100,0%	871,2	100,0%	905,4	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		6,8%		4,0%		3,9%	
Materialaufwand	180,5	24,6%	187,4	24,0%	188,0	22,6%	191,4	22,1%	194,9	21,7%
Veränderung zum Vorjahr			3,8%		0,3%		1,8%		1,8%	
Personalaufwand	202,5	27,6%	218,9	28,1%	236,3	28,4%	250,7	29,0%	265,7	29,5%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		7,9%		6,1%		6,0%	
Sonstiges Ergebnis	-223,6	-30,5%	-240,6	-30,8%	-271,9	-32,7%	-282,3	-32,6%	-293,0	-32,6%
Veränderung zum Vorjahr			-7,6%		-13,0%		-3,8%		-3,8%	
EBITDA	128,8	17,6%	137,7	17,7%	141,7	17,0%	146,8	17,0%	151,9	16,9%
Veränderung zum Vorjahr			6,9%		2,9%		3,6%		3,5%	
Abschreibungen	53,2	7,3%	53,8	6,9%	55,6	6,7%	54,0	6,2%	55,0	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			1,1%		3,3%		-2,9%		1,9%	
EBIT	75,6	10,3%	83,9	10,8%	86,1	10,3%	92,8	10,7%	96,9	10,8%
Veränderung zum Vorjahr			11,0%		2,6%		7,8%		4,5%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,1%	4,0	0,5%	0,7	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			598,4%		-81,3%		-100,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	74,8	10,2%	87,9	11,3%	86,9	10,4%	92,8	10,7%	96,9	10,8%
Steuerquote	31,7%		32,2%		30,8%		31,5%		31,5%	
Ertragssteuern	23,7	3,2%	28,3	3,6%	26,8	3,2%	29,2	3,4%	30,5	3,4%
Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche	51,1	7,0%	59,6	7,6%	60,1	7,2%	63,6	7,3%	66,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			16,8%		0,8%		5,8%		4,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis aufgegebenen Geschäftsbereich	0,0 *		-2,3		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	51,1	7,0%	57,3	7,3%	60,1	7,2%	63,6	7,3%	66,4	7,4%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		4,8%		5,8%		4,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	7,089		7,071		6,951		6,874		6,861	
Gewinn je Aktie	7,20		8,10		8,64		9,25		9,68	
* = Ergebnis aus aufgegebenem Geschäftsbereich liegt unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €										
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%
Lazard Frères Gestion SAS	3,2%
Lazard Small Caps Euro	3,0%
Eigene Aktien	6,3%
Streubesitz	60,4%

Termine

04.06.2025	Ordentliche Hauptversammlung in Oldenburg
14.08.2025	Halbjahreszahlen 2025
13.11.2025	Zahlen drittes Quartal 2025

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
15.04.2025	98,70 €	Kaufen	143,00 €
27.02.2025	99,50 €	Kaufen	148,00 €
13.12.2024	101,00 €	Kaufen	148,00 €
09.12.2024	99,40 €	Kaufen	148,00 €
29.08.2024	102,20 €	Kaufen	148,00 €
24.05.2024	103,80 €	Kaufen	140,00 €
11.04.2024	103,80 €	Kaufen	137,00 €
21.02.2024	103,80 €	Kaufen	133,00 €
18.12.2023	101,00 €	Kaufen	131,00 €
28.11.2023	98,00 €	Kaufen	131,00 €
24.08.2023	87,10 €	Kaufen	124,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2025):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	88,5%	91,7%
Halten	11,5%	8,3%
Verkaufen	0,0%	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 Umplatizierung 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.