

Akt. Kurs (30.10.2018, 10:45 Uhr, Xetra): 9,40 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **10,00 (7,50) EUR**

Branche: Sport & Freizeit (Fußball)
Land: Deutschland
ISIN: DE0005493092
Reuters: BVB.DE
Bloomberg: BVB:GR

Kurzportrait

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt das Profifußballgeschäft des Bundesliga-Vereins Borussia Dortmund („BVB“). Daneben bestehen Aktivitäten in verwandten Bereichen wie Sportbekleidung, Medien, Reise- und Reha-Angebote.

| | Hoch | Tief |
|-------------------------|--------------|--------|
| Kurs 12 Mon.: | 9,49 € | 4,90 € |
| Aktueller Kurs: | 9,40 € | |
| Aktienzahl ges.: | 92.000.000 | |
| Streubesitz: | 60,0% | |
| Marktkapitalis.: | 864,8 Mio. € | |

Anlagekriterien

Neuer Umsatzrekord im Geschäftsjahr 2017/18

Borussia Dortmund verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18 (bis 30.06.) einen neuen Umsatzrekord, denn die Konzernerlöse legten um 32,1 Prozent auf 536,0 (Vj. 405,7) Mio. Euro zu. Dieser Anstieg wurde vor allem von höheren Transfererlösen getragen, die von 77,3 auf 222,7 Mio. Euro kletterten. Transferbereinigt ergab sich dagegen sogar ein leichter Umsatzrückgang von 4,6 Prozent auf 313,3 (328,4) Mio. Euro.



Bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb kam es zu einem leichten Minus der Einnahmen auf 42,3 (43,9) Mio. Euro. Als Folge des Ausscheidens in der dritten Runde des DFB-Pokals gingen die Erlöse aus nationalen Pokalwettbewerben zurück. Während die Einnahmen aus den internationalen Wettbewerben nahezu unverändert blieben, konnte Borussia Dortmund mit Freundschaftsspielen steigende Einnahmen realisieren.

Erfreulich gestaltete sich die Entwicklung bei den Werbeerlösen, die sich binnen Jahresfrist um 7,6 Prozent auf 94,0 (87,4) Mio. Euro erhöhten. Hier konnten mit bwin und der ROWE MINERALÖLWERK GmbH zwei weitere Champion-Partner gewonnen werden.

Kennzahlen (KGaA)

| | 16/17 | 17/18 | 18/19e | 19/20e |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| Umsatz | 405,7 | 536,0 | 447,3 | 475,8 |
| <i>bisher</i> | --- | 542,8 | --- | --- |
| EBIT | 10,7 | 36,1 | 13,7 | 21,1 |
| <i>bisher</i> | --- | 65,8 | 15,7 | --- |
| Jahresüb. | 8,2 | 28,5 | 10,1 | 16,2 |
| <i>bisher</i> | --- | 53,2 | 11,5 | --- |
| Erg./Aktie | 0,09 | 0,31 | 0,11 | 0,18 |
| <i>bisher</i> | --- | 0,58 | 0,12 | --- |
| Dividende | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| <i>bisher</i> | --- | 0,08 | 0,08 | --- |
| KGV | 105,3 | 30,4 | 85,2 | 53,4 |
| Div.rendite | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Die Erlöse aus der TV-Vermarktung sanken in der abgelaufenen Saison von 125,8 auf 122,3 Mio. Euro. Dabei zeigte sich eine gegensätzliche Entwicklung zwischen nationaler und internationaler Vermarktung. Durch den neuen TV-Vertrag der DFL sprangen die Umsätze aus der nationalen Vermarktung von 66,1 auf 88,0 Mio. Euro.

Dagegen fielen die Erlöse aus der internationalen TV-Vermarktung durch das schwache Abschneiden in der Champions League und den dadurch bedingten Abstieg in die Europa League. Letztlich stand hier ein Rückgang auf 31,8 (51,0) Mio. Euro in den Büchern. Auch die Einnahmen aus den nationalen Pokalwettbewerben gingen von 8,6 auf 2,6 Mio. Euro zurück.

Beim Merchandising kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr ebenfalls zu einem Umsatzrückgang auf 29,5 (39,5) Mio. Euro. Vor allem bedingt durch eine niedrigere Anzahl an Spielen im heimischen SIGNAL IDUNA PARK wies der Bereich Conference, Catering, Sonstige ein Umsatzminus auf 25,2 (31,9) Mio. Euro aus. Aber auch die sonstigen Erlöse und Einnahmen für die Abstellung von Nationalspielern fielen geringer aus.

Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

t.renner@gsc-research.de

Auf der Kostenseite verringerte sich der Materialaufwand auf 20,1 (25,9) Mio. Euro, was vor allem auf einen geringeren Wareneinsatz im Bereich Merchandising zurückzuführen war. Dagegen legte der Personalaufwand weiter auf 186,7 (177,9) Mio. Euro zu. Im Lizenzbereich kam es zu einem Anstieg um 3,2 Prozent, wobei das höhere Grundgehalt durch geringere Prämienzahlungen weitgehend kompensiert wurde.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es zu einem massiven Anstieg um 56,5 Prozent auf 206,5 (132,0) Mio. Euro. Dies basierte weitgehend auf dem Bereich Transfersgeschäfte, da hier die Aufwendungen von 31,5 auf 107,7 Mio. Euro kletterten. Der Posten erhält vor allem Abgänge der Restbuchwerte und verkaufsbedingte Kosten der transferierten Spieler.

Auf dieser Basis erwirtschaftete Borussia Dortmund ein EBITDA von 126,6 Mio. Euro nach 74,1 Mio. Euro im Vorjahr. Bei den Abschreibungen kam es auch zu einem deutlichen Anstieg von 63,4 auf 90,6 Mio. Euro. Die immateriellen Vermögenswerte, die vor allem die Spielerwerte betreffen, wurden um 59,0 (51,9) Mio. Euro abgeschrieben. Daneben kam es auch noch zu außerplanmäßigen Abschreibungen von 20,4 (0,0) Mio. Euro. Kaum Veränderungen gab es bei den Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen, die sich auf 11,2 (11,5) Mio. Euro beliefen.

Somit kletterte auch das EBIT gegenüber dem Vorjahr von 10,7 auf 36,1 Mio. Euro. Bei einem auf minus 4,3 (-1,5) Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnis wies Borussia Dortmund einen Jahresüberschuss nach Steuern von 28,5 Mio. Euro aus. Im Vorjahr hatte der Gewinn bei 8,2 Mio. Euro gelegen. Das Ergebnis je Aktie verbesserte sich entsprechend von 0,09 auf 0,31 Euro. Daraus sollen die Anteilseigner Ende November eine unveränderte Dividende von 0,06 Euro je Aktie erhalten.

Sportlich an die Spitze

Auf sportlicher Ebene läuft es in dieser Saison bisher blendend. Der hervorragende Saisonstart beschert Borussia Dortmund nach neun Spieltagen die Tabellenführung. Nach dem letzten Spiel gegen Hertha BSC Berlin, das 2:2 endete, hat der BVB aktuell 21 Punkte auf dem Konto und liegt damit zwei Punkte vor Bayern München.

Perfekt gestalteten sich bisher die Ergebnisse in der Champions League. Nach drei Spieltagen liegt die Mannschaft mit 9 Punkten unangefochten an der Tabellenspitze. Da Brügge und Monaco lediglich einen Punkt auf dem Konto haben, ist die Qualifikation für die nächste Runde in der Champions League schon fast in trockenen Tüchern. Auch im DFB-Pokal ist Borussia Dortmund weiter im Rennen und morgen bestehen gute Chancen, mit einem Heimsieg gegen Union Berlin in die nächste Runde einzuziehen.

GSC-Schätzungen sehen weiter profitable Entwicklung

Die sportliche Entwicklung verlief in dieser Saison bislang sehr erfolgreich. Trotz allem bleiben wir bei unseren Schätzungen zunächst einmal eher defensiv, auch was die Transfererlöse betrifft. Entsprechend prognostizieren wir für 2018/19 einen Rückgang des Konzernumsatzes um 16,6 Prozent auf 447,3 Mio. Euro. Das EBIT verorten wir derzeit bei 13,7 Mio. Euro und somit ebenfalls unter dem Vorjahreswert. Beim Jahresüberschuss nach Steuern erwarten wir 10,1 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,11 Euro. Auf dieser Grundlage sehen wir eine gleichbleibende Dividende von 0,06 Euro je Aktie.

In 2019/20 schätzen wir ein Umsatzplus von 6,4 Prozent auf 475,8 Mio. Euro. Auch hier haben wir uns für eine defensive Prognose entschieden. Beim EBIT rechnen wir dagegen mit einem deutlichen Plus auf 21,1 Mio. Euro. Auch dem Jahresüberschuss nach Steuern billigen wir einen Anstieg auf 16,2 Mio. Euro zu. Daraus resultiert ein erwartetes Ergebnis je Aktie von 0,18 Euro. Trotzdem gehen wir auch hier von einer unveränderten Ausschüttung von 0,06 Euro je Anteilschein aus.

Bewertung und Fazit

Die Kaufempfehlung für die Aktie von Borussia Dortmund aus unserem letzten Research vom 12. April hat sich als richtig erwiesen, immerhin legte der Kurs in den letzten Monaten deutlich zu. Getragen wurde der Kursanstieg vor allem auch von der hervorragenden sportlichen Entwicklung seit dem Saisonstart. Tabellenführung in der Bundesliga, ebenfalls in der Champions League und gute Chancen auf ein Weiterkommen im DFB-Pokal eröffnen die Hoffnung auf deutlich höhere Einnahmen aus dem sportlichen Bereich.

Nach dem erfolgreichen Auftakt befindet sich Borussia Dortmund auf einem guten Weg, sich wieder für die Champions League zu qualifizieren. Spätestens am 10. November beim Gipfel gegen Bayern München wird sich zeigen, ob die Mannschaft in diesem Jahr auch höhere Ziele verfolgen kann. In der diesjährigen Champions League steht der BVB bereits mit einem Bein im Achtelfinale.

Personell erscheint Borussia Dortmund im laufenden Jahr ebenfalls sehr gut aufgestellt. Der breite Kader ermöglicht bei einem anhaltenden Tanz auf drei Hochzeiten Rotationsmöglichkeiten. Ein „Schnäppchen“ könnte dem Verein mit dem Stürmer Alcacer gelungen sein. Der ausgeliehene Neuzugang agierte bisher mehr als erfolgreich. Hier besitzt Borussia Dortmund eine Kaufoption über 23 Mio. Euro.

Sehr positiv gestalten sich auch die Einnahmen aus der TV-Vermarktung. Daraus kann Borussia Dortmund in den kommenden Jahren höhere Einnahmen generieren. Die Transfererlöse, die wir bisher nur defensiv in unsere Schätzungen haben einfließen lassen, beinhalten ebenfalls großes Potenzial. Speziell die Vielzahl junger talentierter Spieler könnte hier noch für positive Überraschungen sorgen.

Angesichts der enormen Auswirkungen von Transfers sind unsere Prognosen entsprechend mit hohen Unsicherheiten verbunden. In Summe sehen wir hier aber für Borussia Dortmund auf der finanziellen Seite eher positive Ausreißer. Die Internetseite www.transfermarkt.de veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf gut 470 Mio. Euro. Vor dem Hintergrund der derzeitigen Ablösesummen halten wir diesen Wert für konservativ. Daneben gewinnt der generelle Markenwert von Borussia Dortmund zunehmend an Bedeutung.

Mit Blick auf den noch entwicklungsfähigen Kader und die hervorragende sportliche Entwicklung sind wir nach wie vor sehr positiv für die weitere Zukunft von Borussia Dortmund gestimmt. Der Markt hat in den vergangenen Monaten ebenfalls das Potenzial erkannt, was zu einem deutlichen Kursanstieg geführt hat. Angesichts der Kurssteigerung nehmen wir zwar unsere Einschätzung von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück, erhöhen dabei aber unser Kursziel auf 10,00 Euro.

Gewinn- und Verlustrechnung

| Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA | | | | | | | | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06. | 2015/16 | | 2016/17 | | 2017/18 | | 2018/19e | | 2019/20e | |
| Umsatzerlöse | 376,3 | 99,1% | 405,7 | 99,0% | 536,0 | 99,3% | 447,3 | 99,0% | 475,8 | 99,1% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 7,8% | | 32,1% | | -16,6% | | 6,4% | |
| Sonstige betriebliche Erträge | 3,5 | 0,9% | 4,2 | 1,0% | 3,9 | 0,7% | 4,5 | 1,0% | 4,5 | 0,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 21,0% | | -8,3% | | 15,6% | | 0,0% | |
| Gesamtleistung | 379,8 | 100,0% | 409,9 | 100,0% | 539,9 | 100,0% | 451,8 | 100,0% | 480,3 | 100,0% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 7,9% | | 31,7% | | -16,3% | | 6,3% | |
| Verwaltungskosten (Personalaufwand) | 140,2 | 36,9% | 177,9 | 43,4% | 186,7 | 34,6% | 202,8 | 44,9% | 212,8 | 44,3% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 26,9% | | 4,9% | | 8,6% | | 4,9% | |
| Materialaufwand / Sonst. betr. Aufwendg. | 152,9 | 40,3% | 157,9 | 38,5% | 226,6 | 42,0% | 160,3 | 35,5% | 167,2 | 34,8% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 3,3% | | 43,5% | | -29,3% | | 4,3% | |
| EBITDA | 86,7 | 22,8% | 74,1 | 18,1% | 126,6 | 23,5% | 88,7 | 19,6% | 100,3 | 20,9% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -14,5% | | 71,0% | | -30,0% | | 13,1% | |
| Abschreibungen | 50,2 | 13,2% | 63,4 | 15,5% | 90,6 | 16,8% | 75,0 | 16,6% | 79,2 | 16,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 26,2% | | 42,8% | | -17,2% | | 5,6% | |
| EBIT | 36,4 | 9,6% | 10,7 | 2,6% | 36,1 | 6,7% | 13,7 | 3,0% | 21,1 | 4,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -70,7% | | 238,5% | | -62,0% | | 54,0% | |
| Finanzergebnis | -2,1 | -0,6% | -1,5 | -0,4% | -4,3 | -0,8% | -2,3 | -0,5% | -2,6 | -0,5% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | 26,6% | | -180,9% | | 46,8% | | -13,0% | |
| Ergebnis vor Steuern | 34,3 | 9,0% | 9,1 | 2,2% | 31,8 | 5,9% | 11,4 | 2,5% | 18,5 | 3,9% |
| Steuerquote | 14,3% | | 10,0% | | 10,4% | | 11,0% | | 12,5% | |
| Ertragssteuern | 4,9 | 1,3% | 0,9 | 0,2% | 3,3 | 0,6% | 1,3 | 0,3% | 2,3 | 0,5% |
| Jahresüberschuss | 29,4 | 7,8% | 8,2 | 2,0% | 28,5 | 5,3% | 10,1 | 2,2% | 16,2 | 3,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -72,1% | | 246,7% | | -64,4% | | 59,5% | |
| Saldo Bereinigungsposition | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Anteile Dritter | 0,2 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | | 0,0 | |
| Bereinigter Jahresüberschuss | 29,2 | 7,7% | 8,2 | 2,0% | 28,5 | 5,3% | 10,1 | 2,2% | 16,2 | 3,4% |
| Veränderung zum Vorjahr | | | -71,9% | | 246,7% | | -64,4% | | 59,5% | |
| Anzahl der Aktien | 92,000 | | 92,000 | | 92,000 | | 92,000 | | 92,000 | |
| Gewinn je Aktie | 0,32 | | 0,09 | | 0,31 | | 0,11 | | 0,18 | |

Aktionärsstruktur

| | |
|---|--------|
| Evonik Industries AG | 14,78% |
| Herr Bernd Geske | 9,30% |
| BV Borussia 09 e.V. Dortmund | 5,53% |
| SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG | 5,43% |
| Puma SE | 5,00% |
| Streubesitz | 59,96% |

Termine

Finanztermine:

| | |
|------------|--|
| 14.11.2018 | Zahlen erstes Quartal 2018/19 |
| 26.11.2018 | Ordentliche Hauptversammlung in Dortmund |

Spieltermine:

Bundesliga Hinrunde Saison 2018/19 (Auszug):

| | | |
|-------------|--|----------------|
| 03.11.2018 | VfL Wolfsburg – Borussia Dortmund | (10. Spieltag) |
| 10.11.2018 | Borussia Dortmund – FC Bayern München | (11. Spieltag) |
| 24.11.2018 | 1. FSV Mainz 05 – Borussia Dortmund | (12. Spieltag) |
| 01.12.2018 | Borussia Dortmund – SC Freiburg | (13. Spieltag) |
| 08.12.2018 | FC Schalke 04 – Borussia Dortmund | (14. Spieltag) |
| 15.12.2018* | Borussia Dortmund – SV Werder Bremen | (15. Spieltag) |
| 19.12.2018* | Fortuna Düsseldorf – Borussia Dortmund | (16. Spieltag) |
| 22.12.2018* | Borussia Dortmund – Borussia Mönchengladbach | (17. Spieltag) |

*: noch nicht exakt terminiert

Champions League:

| | |
|------------|-------------------------------------|
| 06.11.2018 | Atlético Madrid – Borussia Dortmund |
| 28.11.2018 | Borussia Dortmund – Club Brügge |
| 11.12.2018 | AS Monaco – Borussia Dortmund |

DFB-Pokal:

| | |
|------------|----------------------------------|
| 31.10.2018 | Borussia Dortmund – Union Berlin |
|------------|----------------------------------|

Kontaktadresse

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA
Rheinlanddamm 207-209
D-44137 Dortmund

Internet: aktie.bvb.de (Unternehmen) und www.bvb.de (Verein)

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Robin Steden

Tel.: +49 (0) 231 / 9020 - 2745
Fax: +49 (0) 231 / 9020 - 85746
Email: aktie@bvb.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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 12.04.2018 | 5,14 € | Kaufen | 7,50 € |
| 05.12.2017 | 5,95 € | Kaufen | 7,50 € |
| 16.03.2017 | 5,39 € | Halten | 6,00 € |

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2018):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen | 45,6% | 66,7% |
| Halten | 48,5% | 33,3% |
| Verkaufen | 5,9% | 0,0% |

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

| Firma | Disclosure |
|-----------------------------------|------------|
| Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA | --- |

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.