

Akt. Kurs (15.09.2020, 17:36, Xetra): 3,26 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,00 (4,00) EUR**

Branche: Spezialmaschinenbau
Land: Deutschland
ISIN: DE000FPH9000
Reuters: FPHG.DE
Bloomberg: FPH:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,27 €	2,65 €
Aktueller Kurs:	3,26 €	
Aktienzahl ges.:	16.301.456	
Streubesitz:	46,1%	
Marktkapitalis.:	53,1 Mio. €	



Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
Umsatz	204,2	209,1	197,0	210,0
<i>bisher</i>	---	---	191,0	204,0
EBIT	0,0	5,9	2,9	6,6
<i>bisher</i>	---	---	0,0	---
Jahresüb.	0,9	1,7	2,7	4,8
<i>bisher</i>	---	---	0,1	---
Erg./Aktie	0,06	0,11	0,17	0,30
<i>bisher</i>	---	---	0,01	---
Dividende	0,03	0,00	0,06	0,12
<i>bisher</i>	---	---	0,00	---
KGV	56,5	30,4	19,0	10,8
Div.rendite	0,9%	0,0%	1,8%	3,7%

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

Kurzportrait

Die auf eine rund 97-jährige Unternehmensgeschichte zurückblickende Francotyp-Postalia Holding AG (FP) ist Experte für sicheres Mail-Business und sichere digitale Kommunikationsprozesse. Der über Töchter und ein eigenes Händlernetz in 50 Ländern präsenzte Konzern bietet in den Produktbereichen Frankieren und Kuvertieren, Mail Services und Software/Digital Produkte und Dienstleistungen zur effizienten Postverarbeitung und Konsolidierung von Geschäftspost sowie digitale Lösungen für Unternehmen und Behörden an. Dabei ist FP im Bereich Frankiersysteme mit Marktanteilen von gut 43 Prozent in Deutschland, 53 Prozent in Österreich sowie gut 30 Prozent in Italien Marktführer und rangiert mit 12,4 Prozent weltweit an dritter Stelle. Zudem forciert die Gesellschaft den Ausbau digitaler Produkte und hier vor allem der Bereiche e-Signatur und sicheres (Industrielles) Internet der Dinge (IoT/IIoT).

Anlagekriterien

Wachstum im ersten Halbjahr 2020 robust, aber im zweiten Quartal durch Corona gebremst ...

Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2020 schlugen sich die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auch bei FP spürbar nieder. Auch aufgrund des guten Jahresauftakts (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 03.06.2020) fielen die Halbjahreszahlen dennoch vor allem ertragsseitig deutlich über den Vorjahreswerten aus. Hierzu trugen die durch das zentrale ACT-Projekt JUMP generierten zunehmenden wiederkehrenden Einsparungen maßgeblich bei.

Die Konzernenerlöse kletterten insgesamt leicht um 0,7 Prozent von 99,0 auf 99,7 Mio. Euro. Davon entfielen auf das Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren 62,3 (Vj. 64,0) Mio. Euro. Ursächlich für das Umsatzminus von 2,6 Prozent war dabei insbesondere ein coronabedingter Rückgang bei den Produktverkäufen um 15,5 Prozent. Dagegen hielten sich die mit Verbrauchsmaterialien und Teleporto erzielten Erlöse in etwa stabil. Und das Servicegeschäft legte sogar kräftig um 12,8 Prozent zu. Hier wirkten sich auch kostenpflichtige Software-Updates im Zusammenhang mit Portoerhöhungen vor allem in Österreich positiv aus. Dabei sind Umsätze aus solchen Updates Teil des FP-Geschäftsmodells und unterliegen aufgrund der breiten internationalen Präsenz des Konzerns einer gewissen Regelmäßigkeit.

In den Erlösen des Produktbereichs enthalten waren positive Effekte aus der seit Mitte Februar erfolgten Erstkonsolidierung der Hefter Systemform GmbH von 1,7 Mio. Euro, aus der Neueinschätzung der Nutzungsdauern vermieteter Erzeugnisse von 1,6 Mio. Euro sowie aus Wechselkursveränderungen von 0,4 Mio. Euro. Hierum bereinigt gingen die Umsätze im Stammgeschäft um 8,4 Prozent auf 58,6 Mio. Euro zurück. Dennoch schnitt FP damit einmal mehr deutlich besser als der Wettbewerb ab, wozu die im letzten Jahr durch die neue PostBase Vision erweiterte Familie der erfolgreichen PostBase-Frankiersysteme maßgeblich beigetragen haben dürfte.

So konnte FP die eigenen Marktanteile im ersten Halbjahr gegenüber 2019 in Deutschland weiter auf 43,2 (42,9) Prozent, in UK auf 11,9 (11,7) Prozent, in den USA auf 7,8 (7,5) Prozent und in Frankreich auf 5,5 (5,0) Prozent ausbauen. Auf dieser Basis legte der Weltmarktanteil von 12,1 auf 12,4 Prozent zu. Damit gewinnt die Gesellschaft entsprechend der Wachstumsstrategie ACT seit 2016 in einem schrumpfenden Gesamtmarkt kontinuierlich Marktanteile.

Im Produktbereich Mail Services führte die COVID-19-Pandemie im zweiten Quartal zu einem leichten Rückgang des verarbeiteten Briefvolumens. Allerdings resultierte aus der letztjährigen Portoerhöhung der Deutschen Post AG ein positiver Umsatzeffekt in Höhe von 3,0 Mio. Euro. So stand hier zum Halbjahr ein Erlöszuwachs von 11,8 Prozent auf 29,3 (Vj. 26,2) Mio. Euro in den Büchern. Als besonders erfreulich erachten wir dabei, dass der Bereich nun auch wieder einen deutlich positiven Ergebnisbeitrag erwirtschaftete. Hier zahlte sich die strategische Neuausrichtung mit Fokus auf profitables Geschäft weiterhin aus.

Der Produktbereich Software/Digital litt hingegen spürbar unter den Folgen der Pandemie. Neben geringeren Erlösen mit Hybrid-Mail Services schlugen sich hier die coronabedingten Kontakt- und Zugangsbeschränkungen sowie kundenseitige Projektverschiebungen aufgrund der allgemeinen Investitionszurückhaltung im IoT-Bereich nieder. Auch die Entwicklung bei der digitalen Signaturlösung FP Sign blieb weiter hinter den Erwartungen zurück. In Summe resultierte daraus ein Erlösrückgang um 8,5 Prozent auf 8,1 (8,9) Mio. Euro.

... und Profitabilität trotzdem deutlich gesteigert

Auf der Ertragsseite wirkte sich zum einen die erfreuliche Entwicklung bei den Mail Services positiv aus. Zum anderen werden auch die Effekte aus JUMP immer deutlicher sichtbar. So gingen die Aufwendungen für JUMP-Beratungsleistungen im Vorjahresvergleich von 2,1 auf 0,7 Mio. Euro zurück, während sich gleichzeitig die wiederkehrenden Einsparungen aus JUMP merklich auf 2,2 (0,5) Mio. Euro erhöhten. In der Folge kletterte das EBITDA kräftig um 11,7 Prozent von 11,7 auf 13,1 Mio. Euro. Die entsprach einer auf 13,1 (11,9) Prozent verbesserten Marge. Dabei spielten Währungseffekte auf EBITDA-Ebene keine nennenswerte Rolle.

Infolge nochmaliger Wertberichtigungen auf aktivierte Entwicklungskosten von FP Sign von 0,6 Mio. Euro erhöhten sich die Abschreibungen leicht auf 11,2 (10,9) Mio. Euro. Trotzdem kam es beim EBIT zu mehr als einer Verdoppelung von 0,8 auf 1,9 Mio. Euro. Bei einem verbesserten Finanzergebnis und einer gestiegenen Steuerbelastung verblieb schließlich zum Halbjahr beim Periodenüberschuss eine Verzweieinhalbfachung auf 1,8 (0,7) Mio. Euro entsprechend 0,11 (0,04) Euro je Aktie.

Guidance konkretisiert

Bereits mit Publikation der vorläufigen Halbjahreszahlen am 27. August hat der Vorstand den bisherigen qualitativen Ausblick auf explizite Bandbreiten konkretisiert. Demgemäß werden nun Konzern Erlöse zwischen 195 und 203 Mio. Euro sowie ein EBITDA von 24 bis 28 Mio. Euro bei wiederkehrenden JUMP-Einsparungen von über 4 Mio. Euro erwartet. Dies entspräche einer EBITDA-Marge von 11,8 bis 14,4 Prozent. Beim bereinigten Free Cashflow, der sich zum Halbjahr auf 9,9 (Vj. 4,0) Mio. Euro belief, wird ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Vorjahreswert von 12,4 Mio. Euro prognostiziert. Neben stabilen Wechselkursen geht die Guidance dabei davon aus, dass es nicht erneut zu deutlichen coronabedingten Einschnitten wie Lockdowns kommt.

Dabei wird im Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren, wo die installierte Basis seit dem Jahresende 2019 weltweit um rund 3 Prozent geschrumpft ist, nicht mit einer Normalisierung des Geschäfts vor dem vierten Quartal gerechnet. Positive Effekte könnten hier jedoch aus der derzeitigen Markteinführung der neuen PostBase Vision in Frankreich sowie dem danach geplanten Roll-out in Österreich und Schweden resultieren.

Während sich die Mail Services nach der erfolgten Neuausrichtung wieder auf Kurs befinden, werden bei Software/Digital die sich zuletzt unbefriedigend entwickelnden Bereiche Hybrid-Mail Services, FP Sign und IoT einer strategischen Überprüfung unterzogen. Dabei verzeichnet die Gesellschaft aber inzwischen wieder ein wachsendes Interesse an ihren digitalen Lösungen.

So wurden bereits im Juni im Bereich der Hybrid-Mail Services neue Partnerschaften mit der PROMOS consult GmbH, einem Software-Spezialisten für die Wohnungs-, Bau- und Immobilienwirtschaft, sowie mit der d.velop AG, einem Anbieter digitaler Dienste für Dokumentenmanagement und Geschäftsprozesse, geschlossen.

Bei FP Sign konnten in den letzten Monaten ebenfalls neue Kooperationen mit 5FSoftware und digitalbar bei Produkten für Steuerberater und Wirtschaftsprüfer sowie mit dem Immobilienverband Deutschland (IVD) vermeldet werden. Dabei sind in diesem Jahr auch keine weiteren Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungskosten von FP Sign mehr vorgesehen. Und angesichts der durch die Corona-Krise beschleunigten Digitalisierung der Wirtschaft stuft der Vorstand die Aussichten für die digitalen Produkte einschließlich IoT langfristig auch weiterhin als sehr vielversprechend ein.

GSC-Schätzungen für 2020 deutlich angehoben

Nachdem sowohl die Halbjahreszahlen als auch der konkretisierte Unternehmensausblick für 2020 über unseren Erwartungen ausgefallen sind, haben wir unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr vor allem ertragsseitig deutlich erhöht. Dabei bleiben wir jedoch angesichts der nach wie vor bestehenden hohen Unwägbarkeiten hinsichtlich der weiteren Entwicklung der COVID-19-Pandemie und ihrer Auswirkungen vorsichtig und haben deshalb unsere Schätzungen im unteren Bereich der Guidance angesetzt.

In Zahlen ausgedrückt sehen wir jetzt in 2020 bei Umsätzen von 197 Mio. Euro das EBITDA bei 25,0 Mio. Euro und das Nachsteuerergebnis bei 2,7 Mio. Euro entsprechend 0,17 Euro je Aktie. Dabei gehen wir nunmehr auch von einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung aus. Unter der Annahme, dass die Pandemie auch zum Zeitpunkt der Ausschüttung noch ein Thema sein wird, halten wir dabei im Sinne einer Schonung der Konzernliquidität eine Dividende von 0,06 Euro je Anteilsschein für wahrscheinlich.

Bei unseren Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2021 haben wir nur marginale Adjustierungen vorgenommen, die sich in Summe nicht auf die wesentlichen Ertragskennziffern ausgewirkt haben. Konkret prognostizieren wir nun bei Konzern Erlösen von 210 Mio. Euro weiterhin ein EBITDA von 27,6 Mio. Euro sowie einen Gewinn nach Steuern von 4,8 Mio. Euro bzw. 0,30 Euro je Aktie. Dabei sehen wir die Dividende unverändert bei 0,12 Euro je Anteilsschein.

Bewertung und Fazit

Die seit März aufgezugene Corona-Krise hat sich im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2020 auch bei der Francotyp-Postalia Holding AG (FP) deutlich bemerkbar gemacht. Wenngleich dadurch bedingt im ersten Halbjahr um Sonder- und Währungseffekte bereinigt ein leichter organischer Umsatzrückgang von 3 Prozent in den Büchern stand, konnten die Berliner ihre Profitabilität dennoch signifikant steigern. Dies resultierte zum einen aus der erfreulichen Entwicklung des Produktbereichs Mail Services, der nach der umfangreichen Neuausrichtung nun wieder profitabel arbeitet. Zum anderen entfaltet auch das zentrale ACT-Projekt JUMP immer mehr seine Wirkung.

Zudem erachten wir es als sehr positiv, dass FP im Kerngeschäft mit Frankier- und Kuvertiersystemen als Technologieführer weiterhin die großen Mitbewerber deutlich outperformen und so den eigenen Marktanteil selbst im zweiten „Corona-Quartal“ erneut um 0,3 Prozentpunkte auf mittlerweile 12,4 Prozent ausbauen konnte. Dies unterstreicht unserer Meinung nach, dass eine der Grundannahmen der ACT-Strategie, den eigenen Marktanteil im Stammgeschäft in einem schrumpfenden Branchenumfeld durch die richtige Adressierung des Marktes ausweiten zu können, aufgeht.

Mittelfristig verspricht auch der Produktbereich Software/Digital, dessen Entwicklung momentan hinter den Erwartungen zurückbleibt, weiterhin viel Potenzial. Dabei sollte sich auch der durch die Corona-Krise beschleunigte nachhaltige Digitalisierungsprozess der Wirtschaft positiv auswirken. Als Indikatoren hierfür sehen wir das inzwischen wieder gestiegene Interesse an den digitalen FP-Lösungen sowie die in diesem Zusammenhang in den letzten Monaten vermeldeten neuen Kooperationen in den Bereichen Hybrid-Mail Services und FP Sign.

Insgesamt konnte sich der Konzern bislang gut gegen die Corona-Krise stemmen. Dies belegt unseres Erachtens die Krisenresilienz des cashflow-starken Geschäftsmodells mit einem rund 80-prozentigen Anteil wiederkehrender und damit stabilisierend wirkender Erlöse. Darüber hinaus ist die Gesellschaft mit einer Barliquidität von mehr als 31 Mio. Euro und freien Kreditlinien von gut 112 Mio. Euro zum Halbjahresende auch finanziell solide aufgestellt, um weiterhin sicher durch die Krise steuern zu können.

Auf Basis unserer angepassten Schätzungen wird die FP-Aktie derzeit mit einem 2021er-KGV von lediglich 10,8 bewertet. Dabei könnte die erwartete Dividendenrendite von 1,8 Prozent für 2020 auf attraktive 3,7 Prozent für 2021 steigen. Zudem dürfte die Ausschüttung wie in der Vergangenheit aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit zunächst steuerfrei erfolgen. Auf dieser Basis bekräftigen wir unser Kursziel von 4,00 Euro und unsere Kaufempfehlung für den Anteilsschein des Experten für sicheres Mail-Business und sichere digitale Kommunikationsprozesse.

Gewinn- und Verlustrechnung

Francotyp-Postalia Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	206,3	100,0%	204,2	100,0%	209,1	100,0%	197,0	100,0%	210,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-1,0%		2,4%		-5,8%		6,6%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	11,4	5,5%	13,7	6,7%	18,6	8,9%	14,0	7,1%	14,0	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			21,0%		35,0%		-24,5%		0,0%	
Gesamtleistung	217,7	105,5%	218,0	106,7%	227,6	108,9%	211,0	107,1%	224,0	106,7%
Veränderung zum Vorjahr			0,1%		4,4%		-7,3%		6,2%	
Materialaufwand	102,9	49,9%	101,6	49,8%	101,6	48,6%	94,2	47,8%	101,6	48,4%
Veränderung zum Vorjahr			-1,2%		0,0%		-7,3%		7,8%	
Personalaufwand	59,2	28,7%	64,5	31,6%	60,2	28,8%	61,8	31,4%	63,1	30,1%
Veränderung zum Vorjahr			8,9%		-6,7%		2,7%		2,0%	
Sonstiges Ergebnis	-29,3	-14,2%	-34,5	-16,9%	-32,5	-15,5%	-30,0	-15,2%	-31,6	-15,1%
Veränderung zum Vorjahr			-17,9%		5,8%		7,8%		-5,5%	
EBITDA	26,3	12,8%	17,3	8,5%	33,3	15,9%	25,0	12,7%	27,6	13,2%
Veränderung zum Vorjahr			-34,3%		92,6%		-25,1%		10,8%	
Abschreibungen	19,1	9,2%	17,3	8,5%	27,4	13,1%	22,0	11,2%	21,0	10,0%
Veränderung zum Vorjahr			-9,0%		58,1%		-19,6%		-4,7%	
EBIT	7,3	3,5%	0,0	0,0%	5,9	2,8%	2,9	1,5%	6,6	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			-100,6%		14480%		-50,6%		128,2%	
Finanzergebnis / Ergebnis at-equity	-0,2	-0,1%	1,5	0,7%	0,0	0,0%	1,2	0,6%	0,6	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			891,4%		-96,7%		2400,0%		-50,0%	
Ergebnis vor Steuern	7,1	3,4%	1,4	0,7%	5,9	2,8%	4,1	2,1%	7,2	3,5%
Steuerquote	34,3%		35,9%		71,3%		33,5%		33,5%	
Ertragssteuern	2,4	1,2%	0,5	0,3%	4,2	2,0%	1,4	0,7%	2,4	1,2%
Jahresüberschuss	4,6	2,3%	0,9	0,4%	1,7	0,8%	2,7	1,4%	4,8	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			-80,3%		85,9%		60,4%		76,2%	
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	4,6	2,3%	0,9	0,4%	1,7	0,8%	2,7	1,4%	4,8	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			-80,3%		85,9%		60,4%		76,2%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	16,249		15,904		15,904		15,969		15,969	
Gewinn je Aktie	0,29		0,06		0,11		0,17		0,30	

Aktionärsstruktur

Obotritia Capital KGaA	28,01%
Active Ownership Fund	9,51%
SALTARAX GmbH	5,00%
Ludic GmbH	3,51%
Magallanes Value Investors	3,30%
Vorstand/Aufsichtsrat	2,20%
Eigene Anteile	2,40%
Streubesitz	46,07%

Termine

Erste Novemberhälfte 2020 16.11.2020	Ordentliche Hauptversammlung Zahlen drittes Quartal 2020
---	---

Kontaktadresse

Francotyp-Postalia Holding AG
Prenzlauer Promenade 28
D-13089 Berlin

Email: info@francotyp.com
Internet: www.fp-francotyp.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Maik Laske

Tel.: +49 (0) 30 / 220660 - 296
Fax: +49 (0)30 / 220660 - 425
Email: ir@francotyp.com

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
03.06.2020	3,30 €	Kaufen	4,00 €
09.04.2020	2,78 €	Kaufen	4,00 €
02.12.2019	3,42 €	Kaufen	4,20 €
10.09.2019	3,58 €	Halten	3,80 €
21.05.2019	3,44 €	Kaufen	4,00 €
12.03.2019	3,35 €	Kaufen	4,40 €
12.02.2019	3,50 €	Kaufen	4,40 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	68,8%
Halten	38,7%	25,0%
Verkaufen	9,3%	0,0%
Ausgesetzt	2,7%	6,2%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Francotyp-Postalia Holding AG	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.