

Akt. Kurs (21.05.2019, 14:18, Xetra): 3,44 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,00 (4,40) EUR**

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

**Kurs 12 Mon.:** 4,17 € **Tief** 2,87 €  
**Aktueller Kurs:** 3,44 €  
**Aktienzahl ges.:** 16.301.456  
**Streubesitz:** 53,4%  
**Marktkapitalis.:** 56,1 Mio. €



#### Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
<b>Umsatz</b>	206,3	204,2	220,0	240,0
<i>bisher</i>	---	---	221,0	241,0
<b>EBIT</b>	7,3	-0,3	5,2	15,3
<i>bisher</i>	---	---	9,0	18,4
<b>Jahresüb.</b>	4,6	0,9	3,6	10,2
<i>bisher</i>	---	---	6,0	12,2
<b>Erg./Aktie</b>	0,29	0,06	0,22	0,64
<i>bisher</i>	---	---	0,38	0,77
<b>Dividende</b>	0,12	0,03	0,12	0,24
<i>bisher</i>	---	---	0,16	---
<b>KGV</b>	12,0	61,1	15,3	5,4
<b>Div.rendite</b>	3,5%	0,9%	3,5%	7,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

#### Kurzportrait

Die auf eine über 95-jährige Unternehmensgeschichte zurückblickende und seit 2006 börsennotierte Francotyp-Postalia Holding AG (FP) ist Experte für sicheres Mail-Business und sichere digitale Kommunikationsprozesse. Das Angebot des mit rund 1.100 Mitarbeitern in 40 Ländern präsenten Unternehmens umfasst Frankier- und Kuvertiersysteme, Dienstleistungen, Softwarelösungen sowie die digitale Postverarbeitung. Dabei ist FP im Bereich Frankiersysteme mit Marktanteilen von 42,6 Prozent in Deutschland, über 40 Prozent in Österreich sowie gut 30 Prozent in Italien jeweils Marktführer und rangiert mit 11,7 Prozent weltweit an dritter Stelle. Zudem forciert der Konzern den Ausbau digitaler Produkte und hier vor allem der Bereiche e-Signatur und sicheres IIoT (Industrial Internet of Things – Industrielles Internet der Dinge).

#### Anlagekriterien

##### Endgültige Zahlen 2018 im Rahmen der Erwartungen

Das Ende März veröffentlichte endgültige Zahlenwerk zum vergangenen Geschäftsjahr 2018 entsprach den bereits zuvor publizierten vorläufigen Daten (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 12.03.2019). So legte der Umsatz währungsbereinigt leicht auf 206,9 (Vj. 206,3) Mio. Euro zu. Infolge negativer Wechselkurseffekte von 2,7 Mio. Euro fielen die berichteten Erlöse allerdings mit 204,2 Mio. Euro etwas unter dem Vorjahresniveau aus.

Auch beim bereinigten EBITDA konnte FP einen Zuwachs von 26,3 auf 26,7 Mio. Euro erzielen. Nach negativen Währungseffekten von 1,5 Mio. Euro und Aufwendungen für das ACT-Projekt JUMP von 8,0 Mio. Euro lag das berichtete EBITDA bei 17,1 Mio. Euro. Trotz einem mit minus 0,3 (+7,3) Mio. Euro leicht negativen EBIT fiel das Nachsteuerergebnis aufgrund einer Steuererstattung mit 0,9 (4,6) Mio. Euro bzw. 0,06 (0,29) Euro je Aktie positiv aus. Der um Investitionen in Finance Lease Assets und M&A sowie Auszahlungen für JUMP bereinigte Free Cashflow erhöhte sich von 9,9 auf 10,9 Mio. Euro.

Damit hat FP die eigenen Ziele beim bereinigten Umsatz und bereinigten EBITDA erreicht und beim bereinigten Free Cashflow sogar übertroffen. Auf dieser Basis schlägt das Management der für den 28. Mai in Berlin anberaumten Hauptversammlung die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,03 (0,12) Euro je Aktie vor. Diese soll wie im Vorjahr aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit zunächst steuerfrei erfolgen.

#### Verhaltener Jahresauftakt

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2019 musste FP einen leichten Umsatzrückgang auf 52,1 (Vj. 53,0) Mio. Euro hinnehmen. Währungsbereinigt fielen die Erlöse mit 51,2 Mio. Euro noch etwas geringer aus. Dabei stemmte sich das Stammgeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren allerdings erneut erfolgreich gegen den weiter rückläufigen Branchentrend. So konnte der Bereich auch im 13. Quartal in Folge besser als die relevanten Wettbewerber Pitney Bowes und Neopost performen.

Konkret erzielte der Produktbereich Umsätze von 33,0 (32,1) Mio. Euro. Bereinigt um positive Wechselkurseffekte verharrten die Erlöse auf dem Vorjahresniveau. Angesichts eines Rückgangs der weltweit installierten Gerätebasis der Branche um 1,1 Prozent sowie einer gewissen Bestellzurückhaltung bei

den FP-Kunden im Vorfeld der ab der Jahresmitte geplanten Markteinführung des neuen Frankiersystems PostBase Vision erachten wir dies aber durchaus als Erfolg. Dabei konnten die Marktanteile in den strategisch wichtigen Auslandsmärkten USA und Frankreich gegenüber den Vorjahreswerten weiter auf 7,1 (7,0) bzw. 4,1 (3,8) Prozent ausgebaut werden.

Im margenschwachen Produktbereich Mail Services drückten allerdings ein weiter rückläufiges Briefvolumen sowie die Konzentration auf auskömmliches Geschäft abermals auf den Umsatz. So gingen die Erlöse hier deutlich um 15,7 Prozent von 17,7 auf 14,4 Mio. Euro zurück. Dagegen zeigte jedoch die derzeit noch kleinste Sparte Software ein dynamisches Wachstum. Getragen von den Hybrid-Mail Services, Lösungen für die sichere digitale Kommunikation und IoT-Produkten legten die Umsätze dieses Produktbereichs um starke 22,7 Prozent auf 4,7 (3,8) Mio. Euro zu.

Insgesamt gab so das Konzern-EBITDA um 6,7 Prozent von 7,4 auf 6,9 Mio. Euro nach. Bereinigt um JUMP-Aufwendungen von 0,9 (0,2) Mio. Euro und positive Währungseffekte von 0,5 Mio. Euro bewegte es sich jedoch mit 7,4 Mio. Euro nur leicht unter dem bereinigten Vorjahreswert von 7,6 Mio. Euro. Auf dieser Basis verbesserte sich die bereinigte EBITDA-Marge geringfügig auf 14,5 (14,4) Prozent.

Dabei hatte allerdings die Erstanwendung des neuen Bilanzierungsstandards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) aufgrund der Verlagerung von Leasingaufwand zu Abschreibungen einen positiven Effekt in Höhe von 1,0 Mio. Euro auf das EBITDA. Ohne den Bilanzierungseffekt wäre demnach ein berichtetes EBITDA von lediglich 5,9 Mio. Euro zum Ausweis gekommen.

Da sich jedoch im Gegenzug auch die Abschreibungen infolge von IFRS 16 um 0,9 Mio. Euro erhöhten, fielen die Auswirkungen der neuen Rechnungslegungsvorschrift unter dem Strich nur geringfügig aus. Allerdings stiegen auch die übrigen Abschreibungen an, sodass auf Ebene des EBIT ein Rückgang um rund 40 Prozent auf 1,3 (3,2) Mio. Euro in den Büchern stand. Entsprechend sank auch der Periodenüberschuss nach Steuern von 2,2 auf 1,2 Mio. Euro bzw. 0,08 (0,14) Euro je Aktie. Der um Investitionen in Finance Lease Assets und M&A sowie Auszahlungen für JUMP bereinigte Free Cashflow stieg im ersten Quartal 2019 deutlich auf 7,4 (3,4) Mio. Euro an.

### **Starkes Umsatz- und Ergebnisplus für zweites Halbjahr 2019 avisiert**

Wenngleich sich der Vorstand mit dem Verlauf des Auftaktquartals nur sehr eingeschränkt zufrieden zeigte, hat er seine – unter der Prämisse stabiler Wechselkurse stehende – Gesamtjahresprognose bestätigt. Diese sieht starke Zuwächse sowohl beim Umsatz als auch bei dem um JUMP-Aufwendungen bereinigten EBITDA vor. Dabei werden im Jahresverlauf zunehmend positive Effekte aus den implementierten Maßnahmen erwartet, welche die in 2019 noch anfallenden JUMP-Aufwendungen ausgleichen sollen.

Für den bereinigten Free Cashflow wird infolge nochmals auf Vorjahresniveau ausfallender Investitionen in ACT und neue Produkte ein positiver, aber deutlich unter dem letztjährigen Level liegender Wert avisiert. Nach wie vor steht auch die 2020er-Zielvorgabe eines Konzernumsatzes von 250 Mio. Euro und einer EBITDA-Marge von 17 Prozent. Dabei soll aus JUMP ein jährlicher positiver EBITDA-Effekt in Höhe von 6 Mio. Euro resultieren.

Erreichen will FP die nach den ersten drei Monaten durchaus ambitioniert erscheinenden Ziele für 2019 durch ein kräftiges Umsatz- und Ergebniswachstum im zweiten Halbjahr. Hierzu sollen alle drei Produktbereiche beitragen.

Dabei setzt man im Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren hohe Erwartungen in die PostBase Vision als neues Flaggschiff der erfolgreichen PostBase-Familie. Aktuell steht die Zertifizierung des neuen Frankiersystems in den USA kurz vor dem Abschluss, sodass dort in Kürze mit der Markteinführung gerechnet wird. Im weiteren Jahresverlauf ist auch der Launch in den weiteren Kernmärkten Deutschland, UK und Frankreich geplant.

Nachdem die Sparte Mail Services neu ausgerichtet und das dortige Management ausgetauscht wurde, wird hier innerhalb der zweiten Jahreshälfte der Turnaround erwartet. Profitieren soll der Produktbereich dabei auch von der anstehenden Portoerhöhung der Deutschen Post. Im Bereich Software ist infolge des forcierten Ausbaus der digitalen Produkte eine weitere Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf geplant. Wesentlich dazu beitragen soll die im April international gelaunchte neue Version der cloudbasierten e-Signaturlösung FP Sign. Zudem werden auch im IoT-Bereich, wo sich FP mit den Beteiligungen an Tixi.com und Juconn verstärkt hat, deutliche Zuwächse erwartet.

### **GSC-Schätzungen angepasst**

Aufgrund der geschilderten Effekte rechnet FP erst im Laufe des zweiten Halbjahres 2019 mit – dann aber zunehmenden – deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen. Daher gehen wir davon aus, dass auch die Entwicklung im zweiten Quartal eher noch moderat verlaufen wird. Auf dieser Basis sowie unter Berücksichtigung der Auswirkungen von IFRS 16 haben wir unsere Prognosen angepasst.

So schätzen wir jetzt bei um 7,8 Prozent auf 220 Mio. Euro steigenden Erlösen und einem EBITDA von 27,7 Mio. Euro das Nachsteuerergebnis auf 3,6 Mio. Euro entsprechend 0,22 Euro je Aktie. Angesichts der erklärten Politik, 35 bis 50 Prozent des bereinigten EPS auszuschütten, halten wir dabei eine Dividende von 0,12 Euro für denkbar.

Hauptsächlich infolge der geänderten Vorjahresbasis haben wir auch unsere Erwartungen für 2020 adjustiert. Dabei bewegen wir uns hinsichtlich Umsatz und EBITDA-Marge etwas unter der Guidance. Diese dürfte allerdings bei Umsetzung der grundsätzlich ab 2020 angedachten größeren Akquisition dennoch erreichbar sein. Konkret sehen wir nun bei einem Erlösplus von 9,0 Prozent auf 240 Mio. Euro das EBITDA bei 38,3 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern bei 10,2 Mio. Euro bzw. 0,64 Euro je Aktie. Dabei können wir uns eine Verdoppelung der Dividende auf 0,24 Euro vorstellen.

### **Bewertung und Fazit**

Der Start in das laufende Geschäftsjahr 2019 fiel für die Francotyp-Postalia Holding AG (FP) durchwachsen aus. Während der Konzern im Kerngeschäft mit Frankier- und Kuvertiersystemen weiter Marktanteile hinzugewinnen und im Wachstumsbereich Software kräftig zulegen konnte, belasteten die nach wie vor schwächelnden Mail Services das Zahlenwerk. Wir gehen davon aus, dass auch das zweite Quartal insgesamt noch eher verhalten verlaufen wird. Insofern dürfte auf der Investorensseite momentan noch etwas Geduld gefordert sein.

Für die Zielerreichung im laufenden Jahr kommt es nun darauf an, dass sich die für die zweite Jahreshälfte avisierten Umsatz- und Ergebnissteigerungen tatsächlich in dem erwarteten Maße einstellen. Dabei gehen wir im Stammgeschäft auch von Nachholeffekten im Zuge der anstehenden Markteinführung der PostBase Vision aus. Laut Unternehmensangaben fiel das bisherige Feedback zu dem neuen Frankiersystem überaus positiv aus.

Bei den Mail Services prognostiziert der FP-Vorstand – auch infolge der geplanten Portoerhöhungen der Deutschen Post AG – für das zweite Halbjahr die Trendwende. Im Software-Bereich sollten vor allem der erfolgte internationale Launch der e-Signaturlösung FP Sign sowie der weitere Ausbau des IoT-Bereichs zunehmend steigende Umsatz- und Ergebnisbeiträge beisteuern.

Positiv zu berücksichtigen sind nach wie vor auch die starke Marktstellung sowie der hohe Bekanntheitsgrad der Marke Francotyp-Postalia. Dabei wurde dem Traditionsunternehmen Anfang Februar dieses Jahres von DEUTSCHLAND TEST ([www.deutschlandtest.de](http://www.deutschlandtest.de)) für den ersten Platz in der Branche „Werkzeug- & Gerätefertigung“ das Prädikat „Exzellente Kundenberatung“ verliehen. Darüber hinaus erhielt FP jüngst zum zweiten Mal die Auszeichnung „Product-Design“ des Red Dot Award. Erstmals hatte die Gesellschaft den Design-Wettbewerb in 2012 mit der PostBase gewonnen, nunmehr wurde das IoT-Gateway von FP prämiert.

Wenngleich wir nach dem verhaltenen Jahresauftakt unsere Schätzungen vor allem auf der Ertragsseite zurückgenommen haben, bleiben wir vom Geschäftsmodell der Berliner mit einem hohen Anteil wiederkehrender und damit gut skalierbarer Erlöse überzeugt. Gleichwohl erscheinen uns die mittelfristigen Unternehmensziele ab 2020 derzeit sehr ambitioniert. Im Blick behalten sollte man auch die nicht in der Guidance enthaltene Wechselkursentwicklung des Euro insbesondere zum US-Dollar.

Bei Zugrundelegung unserer Prognosen für 2020 wird die FP-Aktie aktuell lediglich mit einem KGV von 5,4 bewertet. Die Dividendenrendite könnte von 0,9 Prozent für 2018 auf 3,5 Prozent für 2019 steigen. Auf dieser Basis nehmen wir in der derzeit noch andauernden Transformationsphase zwar unser Kursziel für die FP-Aktie momentan auf 4,00 Euro zurück, stufen das Papier aber auf dem aktuellen Kursniveau weiterhin als „Kauf“ vor allem für den längerfristig orientierten Investor ein.

## Gewinn- und Verlustrechnung

Francotyp-Postalia Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>203,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>206,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>204,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>220,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>240,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,7%		-1,0%		7,8%		9,0%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	11,5	5,7%	11,4	5,5%	13,7	6,7%	15,0	6,8%	14,0	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			-1,6%		21,0%		9,1%		-6,7%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>214,5</b>	<b>105,7%</b>	<b>217,7</b>	<b>105,5%</b>	<b>218,0</b>	<b>106,7%</b>	<b>235,0</b>	<b>106,8%</b>	<b>254,0</b>	<b>105,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		0,1%		7,8%		8,0%	
Materialaufwand	96,5	47,6%	102,9	49,9%	101,6	49,8%	108,3	49,2%	118,1	49,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,6%		-1,2%		6,5%		9,0%	
Personalaufwand	57,4	28,3%	59,2	28,7%	64,7	31,7%	67,3	30,6%	69,3	28,9%
Veränderung zum Vorjahr			3,1%		9,3%		4,0%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-33,4	-16,4%	-29,3	-14,2%	-34,5	-16,9%	-31,7	-14,4%	-28,2	-11,8%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		-17,9%		8,2%		11,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>27,2</b>	<b>13,4%</b>	<b>26,3</b>	<b>12,8%</b>	<b>17,1</b>	<b>8,4%</b>	<b>27,7</b>	<b>12,6%</b>	<b>38,3</b>	<b>16,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-35,1%		62,6%		38,2%	
Abschreibungen	17,5	8,6%	19,1	9,2%	17,3	8,5%	22,5	10,2%	23,0	9,6%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		-9,0%		29,8%		2,2%	
<b>EBIT</b>	<b>9,7</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1%</b>	<b>5,2</b>	<b>2,4%</b>	<b>15,3</b>	<b>6,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-25,5%		-103,7%		2065,6%		192,5%	
Finanzergebnis	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,1%	1,5	0,7%	0,2	0,1%	0,3	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-51,2%		916,7%		-86,8%		25,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>9,6</b>	<b>4,7%</b>	<b>7,1</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6%</b>	<b>5,4</b>	<b>2,5%</b>	<b>15,6</b>	<b>6,5%</b>
Steuerquote	35,5%		34,3%		28,4%		34,5%		34,5%	
Ertragssteuern	3,4	1,7%	2,4	1,2%	0,4	0,2%	1,9	0,9%	5,4	2,2%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,2</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,6</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6%</b>	<b>10,2</b>	<b>4,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-25,0%		-80,7%		298,3%		186,3%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>5,9</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,6</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6%</b>	<b>10,2</b>	<b>4,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-20,6%		-80,7%		298,3%		186,3%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	16,063		16,249		15,904		15,904		15,904	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,36</b>		<b>0,29</b>		<b>0,06</b>		<b>0,22</b>		<b>0,64</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Obotritia Capital KGaA / Herr Rolf Elgeti	10,30%
Active Ownership Fund SICAV-FIS SCS / Herr Klaus Röhrig	9,51%
Quaero Capital Funds (LUX) SICAV	4,92%
Salтарax GmbH	3,59%
Ludic GmbH	3,51%
Magallanes Value Investors S.A. SGIC	3,30%
Herr Axel Sven Springer	3,13%
Baring Fund Managers Limited	3,07%
Management	2,85%
Eigene Anteile	2,44%
Streubesitz	53,38%

## **Termine**

28.05.2019	Ordentliche Hauptversammlung in Berlin
22.08.2019	Halbjahreszahlen 2019
14.11.2019	Zahlen drittes Quartal 2019

## **Kontaktadresse**

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

Email: [info@francotyp.com](mailto:info@francotyp.com)  
Internet: [www.fp-francotyp.com](http://www.fp-francotyp.com)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Maik Laske

Tel.: +49 (0) 30 / 220660 - 410  
Fax: +49 (0) 30 / 220660 - 425  
Email: [ir@francotyp.com](mailto: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
12.03.2019	3,35 €	Kaufen	4,40 €
12.02.2019	3,50 €	Kaufen	4,40 €
13.09.2018	3,79 €	Kaufen	4,40 €
10.04.2018	3,54 €	Kaufen	4,40 €
25.09.2017	4,75 €	Kaufen	5,55 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,5%	60,0%
Halten	47,0%	40,0%
Verkaufen	1,5%	0,0%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Francotyp-Postalia Holding AG	1, 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.