

Akt. Kurs (12.03.2019, 09:05, Xetra): 3,35 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **4,40 (4,40) EUR**

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

Kurzportrait

Die auf eine gut 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 Berliner Unternehmens umfasst Frankier- und Kuvertiersysteme, Dienstleistungen, Softwarelösungen sowie die digitale Postverarbeitung. Dabei ist FP im Bereich Frankiersysteme mit Marktanteilen von 42,4 Prozent in Deutschland, über 40 Prozent in Österreich sowie gut 30 Prozent in Italien jeweils Marktführer und rangiert mit 11,5 Prozent weltweit an dritter Stelle. Darüber hinaus engagiert sich der Konzern auch zunehmend in den Wachstumsmärkten e-Signatur und sicheres Internet der Dinge (IoT).

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,17 €	2,87 €
Aktueller Kurs:	3,35 €	
Aktienzahl ges.:	16.301.456	
Streubesitz:	53,4%	
Marktkapitalis.:	54,6 Mio. €	



Anlagekriterien

2018 erneut mit operativem Wachstum im Kerngeschäft

Am 07. März hat FP die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 veröffentlicht. Währungsbereinigt kletterten die Erlöse leicht auf 206,9 (Vj. 206,3) Mio. Euro. Aufgrund negativer Wechselkurseffekte von 2,7 Mio. Euro blieb der berichtete Umsatz jedoch mit 204,2 Mio. Euro etwas hinter dem Vorjahreswert sowie auch unseren Schätzungen zurück. Ursächlich für die verhaltene Entwicklung war ein unter den Erwartungen verlaufenes Schlussquartal. Hier belasteten vor allem eine gewisse Bestellzurückhaltung im Frankiergeschäft im Vorfeld der Mitte 2019 startenden Markteinführung der Post-Base Vision sowie eine schwächere Entwicklung des Bereichs Mail Services.

Kennzahlen

	2016	2017	2018e	2019e
Umsatz	203,0	206,3	204,2	221,0
<i>bisher</i>	---	---	207,3	220,0
EBIT	9,7	7,3	-0,3	9,0
<i>bisher</i>	---	---	1,0	9,6
Jahresüb.	5,9	4,6	0,9	6,0
<i>bisher</i>	---	---	0,7	6,4
Erg./Aktie	0,36	0,29	0,06	0,38
<i>bisher</i>	---	---	0,04	0,40
Dividende	0,16	0,12	0,03	0,16
<i>bisher</i>	---	---	0,00	---
KGV	9,2	11,7	59,5	8,9
Div.rendite	4,8%	3,6%	0,9%	4,8%

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

Gleichwohl konnte der Konzern im Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren im letzten Jahr insbesondere in den strategisch wichtigen Auslandsmärkten USA und Frankreich weitere Marktanteile gewinnen. So verharnten die berichteten Erlöse zwar mit 127,3 Mio. Euro exakt auf Vorjahresniveau, währungsbereinigt stand aber ein Zuwachs von 2,1 Prozent auf 130,0 Mio. Euro in den Büchern.

Damit konnte FP im traditionellen Stammgeschäft mittlerweile das zwölfte Quartal in Folge besser als die beiden Hauptwettbewerber Pitney Bowes und Neopost abschneiden. Hier bestätigt sich unseres Erachtens einmal mehr die Grundannahme der Wachstumsstrategie ACT, dass mit einer adäquaten strategischen Positionierung auch im insgesamt schrumpfenden Markt mit Frankiersystemen Wachstum realisierbar ist.

Der Produktbereich Mail Services litt im vergangenen Geschäftsjahr unter einem Rückgang des verarbeiteten Briefvolumens um 4,9 Prozent. Nach der inzwischen abgeschlossenen Neuausrichtung des Bereichs führte zudem die Fokussierung auf Geschäft mit auskömmlichen Margen zu weiteren Erlösmininderungen. In Summe resultierte daraus ein Umsatzminus von 6,0 Prozent auf 61,8 (65,7) Mio. Euro.

Dagegen profitierte die Sparte Software von einer dynamischen Entwicklung bei den Hybrid-Mail-Services sowie von Porteffekten. Zudem steuerten die noch jungen Bereiche FP Sign und Internet of Things (IoT) erste Umsatzanteile bei. So konnte der noch kleinste, aber wachstumsstärkste Produktbereich insgesamt seine Erlöse deutlich um 13,5 Prozent von 13,3 auf 15,1 Mio. Euro ausweiten.

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Trotz Investitionsbelastungen auch für 2018 Dividende vorgeschlagen

Ebenso wie beim Umsatz erreichte FP auch beim bereinigten EBITDA mit einem leichten Plus auf 26,7 (Vj. 26,3) Mio. Euro die selbst gesteckten Ziele. Nach negativen Währungseffekten von 1,5 Mio. Euro und Aufwendungen für das ACT-Projekt JUMP, die sich mit 8,0 Mio. Euro am oberen Rand der avisierten Bandbreite von 6 bis 8 Mio. Euro bewegten, stellte sich das berichtete EBITDA auf 17,1 Mio. Euro.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Vorjahreswert Erträge aus verjährten Verbindlichkeiten in Höhe von 2,8 Mio. Euro beinhaltete, während hier in 2018 lediglich 0,7 Mio. Euro angefallen sind. Diese verjährten Verbindlichkeiten, die aus nicht abgerufenen Portoguthaben resultieren, sind Teil des üblichen Geschäfts von FP.

Bei von 19,1 auf 17,3 Mio. Euro gesunkenen Abschreibungen drehte das EBIT mit minus 0,3 Mio. Euro leicht in den negativen Bereich. Im Vorjahr hatte hier noch ein Plus von 7,3 Mio. Euro in den Büchern gestanden. Infolge einer Steuererstattung im Rahmen eines Steuerverständigungsverfahrens fiel das Nachsteuerergebnis mit 0,9 (4,6) Mio. Euro entsprechend 0,06 (0,29) Euro je Aktie dennoch positiv und auch etwas über unseren Schätzungen aus.

Bei dem um Investitionen in Finance Lease Assets und M&A sowie Auszahlungen für JUMP bereinigten Free Cashflow konnte FP mit 10,9 (9,9) Mio. Euro die Guidance eines Wertes deutlich unter dem Vorjahresniveau übertreffen. Ursächlich hierfür waren ein forciertes Working Capital Management sowie die kurz vor Jahresende eingegangene Steuererstattung.

Überrascht hat uns FP mit der Ankündigung, angesichts der vollständigen Zielerreichung sowie eines mit 3,0 (5,8) Mio. Euro ebenfalls positiven berichteten Free Cashflows der am 28. Mai in Berlin tagenden Hauptversammlung eine Dividende von 0,03 (0,12) Euro je Aktie vorzuschlagen. Dabei soll die Ausschüttung wie im Vorjahr aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit zunächst steuerfrei erfolgen. Mit dieser trotz der derzeitigen Transformationsphase vorgeschlagenen sechsten Dividendenzahlung in Folge unterstreicht die Gesellschaft ihre stabile Ausschüttungspolitik.

Deutliches Wachstum in 2019 erwartet

Im laufenden Geschäftsjahr 2019 rechnet der Vorstand mit einem deutlichen Umsatzschub. Generiert werden soll das Wachstum neben dem Kerngeschäft, das von der Markteinführung der PostBase Vision profitieren dürfte, vor allem durch die innovativen digitalen Produkte, die FP auch Ende Januar im Rahmen eines Investorentages in Berlin präsentiert hatte (siehe hierzu unser letztes Research vom 12.02.2019). Dabei soll das mittlerweile weltweit gelaunchte Kundenportal discoverFP als Cross-Selling-Plattform dienen.

Hohe Erwartungen knüpft man insbesondere an die e-Signaturlösung FP Sign, deren internationaler Roll-out im März startet, sowie die neue Frankierlösung FP Parcel Shipping. Aber auch im Bereich IoT, wo die Gesellschaft nach den Akquisitionen von Tixi.com und Juconn mit den FP-Gateways nunmehr auch End-to-End-Komplettlösungen entlang der gesamten IoT-Wertschöpfungskette anbieten kann, wird eine spürbare Umsatzausweitung auf bereits 2 bis 3 Mio. Euro angepeilt.

Nachdem FP schon in 2018 erste wiederkehrende Einsparungen aus JUMP in Höhe von jährlich 0,3 Mio. Euro erzielen konnte, sollen die implementierten Maßnahmen im laufenden Geschäftsjahr zunehmend ihre Wirkung entfalten.

Dadurch sollen die in 2019 noch anfallenden, mit rund 3 Mio. Euro budgetierten JUMP-Aufwendungen in etwa kompensiert werden. Das hierum bereinigte EBITDA soll jedoch ebenfalls deutlich zulegen. Der bereinigte Free Cashflow wird investitionsbedingt positiv, aber deutlich unter dem Vorjahreswert prognostiziert. Wie üblich steht die Guidance unter der Prämisse stabiler Wechselkurse.

Unverändert wird mit vollem Greifen der Maßnahmen ab 2020 eine jährliche EBITDA-Verbesserung von 6 Mio. Euro erwartet. Abermals bestätigt hat FP in diesem Rahmen auch die Mittelfristprognose, die in 2020 einen Konzernumsatz von 250 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von 17 Prozent vorsieht. Für 2023, das Jahr des 100-jährigen Firmenjubiläums, geht die Unternehmensplanung weiterhin von Erlösen von 400 Mio. Euro bei einer EBITDA-Marge von 20 Prozent und einem EPS von 1,00 Euro aus.

GSC-Schätzungen leicht adjustiert

Auf Basis des vorläufigen Zahlenwerks für 2018 sowie der Guidance für das laufende Geschäftsjahr haben wir unsere Prognosen leicht angepasst. In 2019 sehen wir nun ein deutliches Umsatzwachstum von 8,2 Prozent auf 221 Mio. Euro. Dabei schätzen wir beim EBITDA einen Anstieg um fast 60 Prozent auf 27,0 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 12,2 Prozent. Den Jahresüberschuss nach Steuern erwarten wir bei 6,0 Mio. Euro entsprechend 0,38 Euro je Aktie. Dabei können wir uns eine Dividende auf dem Niveau der Ausschüttung für das Jahr 2016 in Höhe von 0,16 Euro je Anteilschein vorstellen.

Unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr haben wir nur marginal adjustiert, wobei dies keine Auswirkungen auf die wesentlichen Kennziffern hatte. Konkret gehen wir von einem erneuten Erlöszuwachs von 9,0 Prozent auf 241 Mio. Euro aus. Das EBITDA sehen wir dabei um fast 40 Prozent auf 37,5 Mio. Euro vorankommen. Dies entspräche einer Marge von 15,6 Prozent. Damit liegen wir sowohl beim Umsatz als auch bei der EBITDA-Marge ein Stück unter der Unternehmensguidance. Diese dürfte allerdings noch erreichbar sein, sofern eine für 2020 angedachte größere Akquisition realisiert werden kann. Beim Nachsteuergewinn prognostizieren wir unverändert nahezu eine Verdoppelung auf 12,2 Mio. Euro bzw. 0,77 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Nach vorläufigen Zahlen blieb die Francotyp-Postalia Holding AG (FP) im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 umsatzseitig infolge eines verhaltenen Schlussquartals etwas hinter den Erwartungen zurück. Gleichwohl konnte der Konzern im Kerngeschäft mit Frankiersystemen weiter gegen den Branchentrend wachsen und Marktanteile gewinnen.

Ertragsseitig machten sich erwartungsgemäß die Aufwendungen für das ACT-Projekt JUMP deutlich bemerkbar. Dass unter dem Strich dennoch ein Gewinn anfiel, resultierte aus einer Steuererstattung. Als erfreulich erachten wir jedoch den Dividendenvorschlag von 3 Cent je Aktie, den wir als positives Zeichen an den Kapitalmarkt werten.

Nachdem zuletzt eine gewisse Bestellzurückhaltung im Vorfeld der Markteinführung des neuen Frankiersystems PostBase Vision zu beobachten war, gehen wir davon aus, dass ab Mitte 2019 entsprechende Nachholeffekte einsetzen. Auch die jungen Produkte FP Sign und FP Parcel Shipping sowie der IoT-Bereich sollten zunehmend steigende Umsatz- und Ergebnisanteile beisteuern. Den erwarteten positiven Effekten aus den implementierten Maßnahmen sollen allerdings nochmals nennenswerte Aufwendungen für ACT/JUMP gegenüberstehen, sodass wir auch 2019 noch als Transformationsjahr sehen.

Für das kommende Geschäftsjahr erwarten wir zwar weitere deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen. Gleichwohl sind die auf Basis des aktuellen Zahlenmaterials sehr ambitioniert erscheinenden mittelfristigen Unternehmensziele ab 2020 unseres Erachtens aus heutiger Sicht nur erreichbar, wenn FP – wie angedacht – bis zum kommenden Jahr eine größere Akquisition tätigt. Gewisse Unwägbarkeiten birgt dabei allerdings die nicht in die Unternehmensplanung einfließende Wechselkursentwicklung des Euro insbesondere zum US-Dollar.

Nach wie vor sind wir jedoch grundsätzlich vom FP-Geschäftsmodell mit einem Anteil wiederkehrender und damit gut skalierbarer Erlöse von 79 Prozent überzeugt. Unverändert positiv bewerten wir auch die starke Marktstellung sowie die hohe, auch durch gesteigerte Präsenz in sozialen Medien weiter ausgebauten Bekanntheit der Marke Francotyp-Postalia. Hiervon sowie wie von der über 200.000 Adressen umfassenden Kundenbasis im Stammgeschäft dürfte die Gesellschaft auch bei der Etablierung der vielversprechenden neuen digitalen Produkte und Geschäftsmodelle profitieren können. Bis 2020 sollen diese bereits Erlöse von rund 30 Mio. Euro beisteuern.

Auf Basis unserer Schätzungen wird die FP-Aktie aktuell mit einem 2019er-KGV von lediglich 8,9 bewertet. Die Dividendenrendite könnte von 0,9 Prozent für 2018 auf 4,8 Prozent für 2019 steigen. Insgesamt halten wir daher unsere Einstufung mit „Kaufen“ und unser Kursziel von 4,40 Euro weiter aufrecht. Dabei erachten wir den Titel angesichts der momentan noch andauernden Transformationsphase vor allem für den längerfristig orientierten Investor als interessant.

Gewinn- und Verlustrechnung

Francotyp-Postalia Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018e		2019e		2020e	
Umsatzerlöse	203,0	100,0%	206,3	100,0%	204,2	100,0%	221,0	100,0%	241,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,7%		-1,0%		8,2%		9,0%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	11,5	5,7%	11,4	5,5%	14,6	7,1%	16,0	7,2%	15,0	6,2%
Veränderung zum Vorjahr			-1,6%		28,5%		9,6%		-6,3%	
Gesamtleistung	214,5	105,7%	217,7	105,5%	218,8	107,1%	237,0	107,2%	256,0	106,2%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		0,5%		8,3%		8,0%	
Materialaufwand	96,5	47,6%	102,9	49,9%	101,6	49,8%	110,1	49,8%	120,0	49,8%
Veränderung zum Vorjahr			6,6%		-1,2%		8,3%		9,0%	
Personalaufwand	57,4	28,3%	59,2	28,7%	64,7	31,7%	67,0	30,3%	69,0	28,6%
Veränderung zum Vorjahr			3,1%		9,2%		3,5%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-33,4	-16,4%	-29,3	-14,2%	-35,5	-17,4%	-33,0	-14,9%	-29,5	-12,2%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		-21,1%		6,9%		10,6%	
EBITDA	27,2	13,4%	26,3	12,8%	17,1	8,3%	27,0	12,2%	37,5	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-35,2%		58,2%		38,9%	
Abschreibungen	17,5	8,6%	19,1	9,2%	17,3	8,5%	18,0	8,1%	19,0	7,9%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		-9,2%		4,0%		5,8%	
EBIT	9,7	4,8%	7,3	3,5%	-0,3	-0,1%	9,0	4,1%	18,4	7,6%
Veränderung zum Vorjahr			-25,5%		-103,4%		3691,6%		105,3%	
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%		906,5%		-86,7%		25,0%	
Ergebnis vor Steuern	9,6	4,7%	7,1	3,4%	1,2	0,6%	9,2	4,2%	18,7	7,8%
Steuerquote	35,5%		34,3%		28,4%		34,5%		34,5%	
Ertragssteuern	3,4	1,7%	2,4	1,2%	0,4	0,2%	3,2	1,4%	6,4	2,7%
Jahresüberschuss	6,2	3,1%	4,6	2,3%	0,9	0,4%	6,0	2,7%	12,2	5,1%
Veränderung zum Vorjahr			-25,0%		-80,7%		571,8%		103,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,9	2,9%	4,6	2,3%	0,9	0,4%	6,0	2,7%	12,2	5,1%
Veränderung zum Vorjahr			-20,6%		-80,7%		571,8%		103,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	16,063		16,249		15,903		15,903		15,903	
Gewinn je Aktie	0,36		0,29		0,06		0,38		0,77	

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%
Saltarax 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

28.03.2019	Geschäftsbericht 2018
16.05.2019	Zahlen erstes Quartal 2019
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
Internet: 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

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
12.02.2019	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 31.12.2018):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	56,2%
Halten	52,9%	43,8%
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), 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.