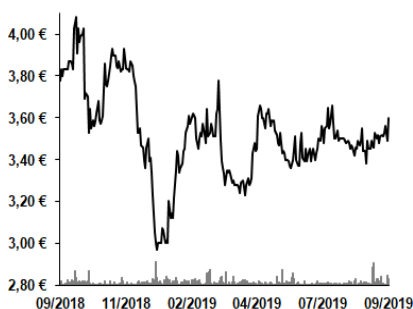


Akt. Kurs (10.09.2019, 09:26, Xetra): 3,58 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,80 (4,00) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,17 €	2,87 €
Aktueller Kurs:	3,58 €	
Aktienzahl ges.:	16.301.456	
Streubesitz:	51,7%	
Marktkapitalis.:	58,4 Mio. €	



Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	206,3	204,2	205,5	218,0
<i>bisher</i>	---	---	220,0	240,0
EBIT	7,3	-0,3	3,4	12,6
<i>bisher</i>	---	---	5,2	15,3
Jahresüb.	4,6	0,9	2,5	8,5
<i>bisher</i>	---	---	3,6	10,2
Erg./Aktie	0,29	0,06	0,16	0,54
<i>bisher</i>	---	---	0,22	0,64
Dividende	0,12	0,03	0,08	0,22
<i>bisher</i>	---	---	0,12	0,24
KGV	12,5	63,5	23,0	6,7
Div.rendite	3,4%	0,8%	2,2%	6,1%

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

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 über 1.000 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 11,8 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

Erlöse in den ersten sechs Monaten 2019 unter den Erwartungen

Nach dem verhaltenen Auftaktquartal blieb die Umsatzentwicklung bei FP auch im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2019 hinter den eigenen Erwartungen zurück. Konkret sanken die Erlöse um 5,5 Prozent auf 99,0 (Vj. 104,8) Mio. Euro. Auf währungsbereinigter Basis fiel das Minus mit 7,1 Prozent auf 97,4 Mio. Euro sogar noch stärker aus. Dabei entwickelten sich die einzelnen Produktbereiche allerdings unterschiedlich.

Im Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren machte sich zum einen die weltweit nachlassende konjunkturelle Dynamik bemerkbar. Zum anderen wirkte sich auch eine gewisse Bestellzurückhaltung im Vorfeld der planmäßig im Juni in den USA gestarteten sowie für die zweite Jahreshälfte auch in Deutschland, Frankreich und Großbritannien vorgesehenen Markteinführung des neuen Frankiersystems PostBase Vision bremsend aus. In Summe führte dies zu einem Umsatzrückgang um 2,1 Prozent von 65,4 auf 64,0 Mio. Euro bzw. währungsbereinigt um 4,7 Prozent auf 62,3 Mio. Euro.

Gleichwohl konnte sich FP damit jedoch im traditionellen Stammgeschäft trotz des herausfordernden Branchenumfeldes gut behaupten und die eigene Marktposition sogar weiter ausbauen. So stieg der Marktanteil im ersten Halbjahr in Deutschland von 42,5 auf 42,6 Prozent, in UK von 11,5 auf 11,6 Prozent sowie in den strategisch wichtigen Auslandsmärkten USA von 7,0 auf 7,2 Prozent und Frankreich von 3,8 auf 4,3 Prozent. Insgesamt erhöhte sich damit der Weltmarktanteil in den ersten sechs Monaten von 11,6 auf 11,8 Prozent.

Der margenschwache Produktbereich Mail Services litt weiterhin unter sinkenden Briefvolumina. Zudem führte die Fokussierung auf profitables Geschäft zu rückläufigen Umsätzen. So gaben die Erlöse hier in Summe deutlich um 18,3 Prozent auf 26,2 (32,0) Mio. Euro nach.

Dagegen wuchs der Umsatz im Produktbereich Software/Digital – allerdings einschließlich 0,6 Mio. Euro der Ende Mai 2018 übernommenen Tixi.com – weiter kräftig um 20,6 Prozent auf 8,9 (7,4) Mio. Euro. Besonders die Hybrid-Mail Services und die IoT-Produkte, aber auch die Lösungen für die sichere digitale Kommunikation trugen zu der positiven Entwicklung bei. Dennoch blieben die Erlöse des Produktbereichs – auch infolge von Verzögerungen beim internationalen Roll-out von FP Sign sowie der Markteinführung von FP Parcel Shipping in den USA – letztlich ebenfalls unter der Unternehmenserwartung.

Ertragskennzahlen zum Halbjahr ebenfalls rückläufig

Das EBITDA verringerte sich in den ersten sechs Monaten 2019 um 9,3 Prozent auf 11,6 (Vj. 12,8) Mio. Euro. Dabei sank auch die EBITDA-Marge von 12,2 auf 11,7 Prozent. Neben der rückläufigen Geschäftsentwicklung belasteten hier Einmalaufwendungen für das ACT-Projekt JUMP von 2,2 (0,9) Mio. Euro, denen positive Währungseffekte von 0,8 Mio. Euro entgegenstanden. Bereinigt um diese beiden Faktoren belief sich das EBITDA auf 13,1 (13,7) Mio. Euro entsprechend einer Marge von 13,4 (13,1) Prozent.

Dabei resultierte allerdings aus der Erstanwendung des neuen Bilanzierungsstandards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) ein positiver EBITDA-Effekt in Höhe von 1,8 Mio. Euro. Vor IFRS 16 hätte das EBITDA demnach berichtet nur bei 9,8 Mio. Euro entsprechend einer Marge von knapp 10 Prozent und bereinigt bei 11,6 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 11,7 Prozent gelegen.

Infolge von IFRS 16 sowie gestiegenen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte erhöhte sich diese GuV-Position deutlich, sodass das EBIT von 4,2 auf nur noch 0,7 Mio. Euro einbrach. Bei einem verringerten Finanzergebnis und einer von 34,5 auf 33,4 Prozent verbesserten Steuerquote ermäßigte sich schließlich auch der Periodenüberschuss deutlich auf 0,6 (3,1) Mio. Euro bzw. 0,04 (0,20) Euro je Aktie. Der um Investitionen in Finance Lease Assets und M&A sowie Auszahlungen für JUMP bereinigte Free Cashflow erhöhte sich im ersten Halbjahr auf 4,0 (3,5) Mio. Euro an.

Guidance umsatzseitig angepasst, aber ertragsseitig bestätigt

Angesichts des Verlaufs des ersten Halbjahres sowie der konjunkturellen Abkühlung hat der FP-Vorstand seine Umsatzprognose angepasst. Demgemäß wird ausgehend von 204,2 Mio. Euro im Vorjahr jetzt nur noch ein leichter Erlöszuwachs erwartet. Ansonsten wurde der bisherige Ausblick jedoch bestätigt. Dieser sieht eine starke Steigerung des um JUMP-Aufwendungen bereinigten EBITDA von 25,1 Mio. Euro in 2018 sowie einen positiven, aber infolge weiterer Investitionen in ACT sowie in neue Produkte und Dienstleistungen deutlich unter dem Vorjahreswert von 10,9 Mio. Euro liegenden bereinigten Free Cashflow vor. Die Guidance steht wie üblich unter der Prämisse stabiler Wechselkurse.

Im Kerngeschäftsfeld Frankieren und Kuvertieren setzt FP dabei auf Nachhol-effekte aufgrund der in den USA bereits erfolgten und im zweiten Halbjahr in weiteren Ländern anstehenden Markteinführung der PostBase Vision. Diese neue Generation der erfolgreichen PostBase-Serie wurde in den USA bereits positiv aufgenommen, mit der sukzessiven weiteren Markteinführung will die Gesellschaft ihre Technologieführerschaft stärken und weitere Marktanteile in ihren Kernmärkten hinzugewinnen.

Zugleich unterstützt die PostBase Vision in Verbindung mit dem Kundenportal discoverFP auch den Vertrieb der Produkte des Bereichs Software/Digital. Für zusätzliches Wachstum sorgen sollen hier vor allem der internationale Roll-out der e-Signaturlösung FP Sign, für die jüngst ein Großkunde mit weltweit über 70.000 Mitarbeitern gewonnen wurde, sowie die für das Schlussquartal geplante US-Markteinführung der Frankierlösung FP Parcel Shipping, mit deren Hilfe der Kunde seinen Paketversand managen kann. Weitere Zuwächse werden auch bei den IoT-Gateways erwartet, wo FP bereits mehrere bekannte Adressen vor allem aus dem Umwelt- und Energiesektor als Kunden zählt.

Im Produktbereich Mail Services sollen die vertriebliche Neuausrichtung sowie die zum 01. Juli erfolgte Portoerhöhung der Deutschen Post AG in der zweiten Jahreshälfte eine Trendwende herbeiführen.

Nachdem auf EBITDA-Ebene in den ersten sechs Monaten 2019 trotz Verzögerungen bei der Einführung eines einheitlichen ERP-/CRM-Systems wiederkehrende Einsparungen von 0,5 Mio. Euro aus den JUMP-Maßnahmen realisiert werden konnten, wird hier aufgrund der zunehmenden positiven Effekte auf Gesamtjahressicht ein Volumen von 1,6 Mio. Euro erwartet. In 2020 sollen dann rund zwei Drittel und bis 2022 das volle Einsparpotenzial von jährlich 6 Mio. Euro gehoben werden.

GSC-Schätzungen zurückgenommen

Auf Basis der angepassten Guidance erwarten auch wir nunmehr in 2019 nur noch ein geringfügiges Umsatzwachstum auf 205,5 Mio. Euro. Dabei sehen wir das EBITDA jetzt bei 25,4 Mio. Euro. Allein bei Ansatz der im ersten Halbjahr bereits angefallenen JUMP-Aufwendungen von 2,2 Mio. Euro entspräche dies bereits einem bereinigten EBITDA von 27,6 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahreswert von 25,1 Mio. Euro eine Steigerung von 10 Prozent bedeuten würde. Bei einem prognostizierten Nachsteuerergebnis von 2,5 Mio. Euro bzw. 0,16 Euro je Aktie schätzen wir die Dividende auf 0,08 Euro je Anteilschein. Dies läge im Rahmen der publizierten Politik, bei einem positiven Free Cashflow 35 bis 50 Prozent des bereinigten EPS auszuschütten.

Im Rahmen der Telefonkonferenz am 22. August hat der Vorstand auch eine Anpassung der mittelfristigen Guidance avisiert. Vor diesem Hintergrund und angesichts der konjunkturellen Bremsspuren haben wir nun auch unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2020 deutlich vorsichtiger angesetzt. So verorten wir jetzt bei einem Umsatzwachstum von gut 6 Prozent auf 218 Mio. Euro das EBITDA bei 34,1 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern bei 8,5 Mio. Euro entsprechend 0,54 Euro je Aktie. Die Dividende sehen wir dann bei 0,22 Euro je Anteilschein.

Bewertung und Fazit

Mit dem Verlauf der ersten sechs Monate 2019 zeigte sich der Vorstand der Francotyp-Postalia Holding AG (FP) nicht zufrieden. Letztlich blieb die Geschäftsentwicklung in allen drei Produktbereichen hinter den Erwartungen zurück. Gleichwohl ist es positiv zu bewerten, dass der Konzern im Stammgeschäft mit Frankier- und Kuvertiersystemen die gute Positionierung der Marke FP dazu nutzen konnte, gegen den rückläufigen Branchentrend weitere Marktanteile zu gewinnen.

Um das im Rahmen der angepassten Guidance für das Gesamtjahr prognostizierte leichte Umsatzwachstum noch erreichen zu können, ist jedoch ein deutlicher Umsatzschub in der zweiten Jahreshälfte erforderlich. Dabei sollte sich im Produktbereich Frankieren und Kuvertieren vor allem die Markteinführung der PostBase Vision in den USA positiv auswirken. Der Wachstumsbereich Software/Digital dürfte in weiter zunehmendem Maße vom Ausbau des Angebotspektrums und dem Launch neuer Produkte profitieren. Beim Sorgenkind Mail Services soll die zum 01. Juli wirksame Portoerhöhung der Deutschen Post AG in Verbindung mit der erfolgten vertrieblichen Neuausrichtung zu einer Umkehr des negativen Trends führen.

Insgesamt benötigt die Transformation der FP vom klassischen Frankiermaschinenhersteller zum Anbieter für sichere digitale Kommunikation allerdings offensichtlich mehr Zeit, als man zunächst erwartet hatte. Gleichwohl bekräftigen wir jedoch unsere positive Einstellung zu dem Geschäftsmodell des Berliner Traditionsunternehmens mit einem hohen Anteil wiederkehrender und damit gut skalierbarer Erlöse.

Dabei halten wir – auch angesichts des jüngst erfolgten Verkaufs des zweitgrößten Mitbewerbers Postcon – perspektivisch auch eine Veräußerung des Produktbereichs Mail Services (freesort GmbH) für denkbar. In diesem Rahmen könnte dann auch die infolge der ACT-Investitionen sowie der Erstanwendung von IFRS 16 im Jahresvergleich zum 30. Juni von 62 auf 98 Prozent angewachsene Nettoverschuldungsquote reduziert sowie die Eigenkapitalquote von 18,6 Prozent verbessert werden.

Auf Basis unserer reduzierten Schätzungen liegt das KGV der FP-Aktie für 2020 bei lediglich 6,7. Dabei könnte die Dividendenrendite von 2,2 Prozent für 2019 für das Folgejahr noch weiter ansteigen. In der aktuellen Situation nehmen wir unser Kursziel für die FP-Aktie nochmals leicht auf 3,80 Euro sowie die Einstufung auf dem derzeitigen Kursniveau von „Kaufen“ auf eine gute Halteposition zurück. Dabei bietet sich an schwachen Tagen vor allem für längerfristig orientierte Investoren ein Blick auf das Papier an.

Gewinn- und Verlustrechnung

Francotyp-Postalia Holding AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
Umsatzerlöse	203,0	100,0%	206,3	100,0%	204,2	100,0%	205,5	100,0%	218,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,7%		-1,0%		0,6%		6,1%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	11,5	5,7%	11,4	5,5%	13,7	6,7%	17,0	8,3%	15,0	6,9%
Veränderung zum Vorjahr			-1,6%		21,0%		23,7%		-11,8%	
Gesamtleistung	214,5	105,7%	217,7	105,5%	218,0	106,7%	222,5	108,3%	233,0	106,9%
Veränderung zum Vorjahr			1,5%		0,1%		2,1%		4,7%	
Materialaufwand	96,5	47,6%	102,9	49,9%	101,6	49,8%	101,1	49,2%	107,0	49,1%
Veränderung zum Vorjahr			6,6%		-1,2%		-0,5%		5,9%	
Personalaufwand	57,4	28,3%	59,2	28,7%	64,7	31,7%	64,1	31,2%	66,1	30,3%
Veränderung zum Vorjahr			3,1%		9,3%		-1,0%		3,0%	
Sonstiges Ergebnis	-33,4	-16,4%	-29,3	-14,2%	-34,5	-16,9%	-31,9	-15,5%	-25,8	-11,8%
Veränderung zum Vorjahr			12,2%		-17,9%		7,6%		19,1%	
EBITDA	27,2	13,4%	26,3	12,8%	17,1	8,4%	25,4	12,3%	34,1	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			-3,3%		-35,1%		48,7%		34,4%	
Abschreibungen	17,5	8,6%	19,1	9,2%	17,3	8,5%	22,0	10,7%	21,5	9,9%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		-9,0%		26,9%		-2,3%	
EBIT	9,7	4,8%	7,3	3,5%	-0,3	-0,1%	3,4	1,6%	12,6	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			-25,5%		-103,7%		1365,2%		273,2%	
Finanzergebnis	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,1%	1,5	0,7%	0,4	0,2%	0,4	0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-51,2%		916,7%		-73,7%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	9,6	4,7%	7,1	3,4%	1,3	0,6%	3,8	1,8%	13,0	6,0%
Steuerquote	35,5%		34,3%		28,4%		34,5%		34,5%	
Ertragssteuern	3,4	1,7%	2,4	1,2%	0,4	0,2%	1,3	0,6%	4,5	2,1%
Jahresüberschuss	6,2	3,1%	4,6	2,3%	0,9	0,4%	2,5	1,2%	8,5	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			-25,0%		-80,7%		176,2%		244,3%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	5,9	2,9%	4,6	2,3%	0,9	0,4%	2,5	1,2%	8,5	3,9%
Veränderung zum Vorjahr			-20,6%		-80,7%		176,2%		244,3%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	16,063		16,249		15,904		15,903		15,903	
Gewinn je Aktie	0,36		0,29		0,06		0,16		0,54	

Aktionärsstruktur

Obotritia Capital KGaA	15,1%
Active Ownership Fund	9,5%
Quaero Capital Funds	4,9%
Baring Fund Managers Limited	3,9%
Saltarax GmbH	3,6%
Ludic GmbH	3,5%
Magallanes Value Investors	3,3%
Vorstand/Aufsichtsrat	2,1%
Eigene Anteile	2,4%
Streubesitz	51,7%

Termine

21.11.2019 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 Till Gießmann

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
21.05.2019	3,44 €	Kaufen	4,00 €
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 30.06.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,7%	53,3%
Halten	50,8%	46,7%
Verkaufen	1,5%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Francotyp-Postalia Holding AG	1, 7

- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
- GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
- Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
- Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
- Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
- 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.