

Akt. Kurs (12.05.2020, 09:54, Xetra): 19,95 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **23,00 (22,00) EUR**

**Branche:** Standardsoftware  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE000A0Z1JH9  
**Reuters:** PSAGN.DE  
**Bloomberg:** PSAN:GR

## Kurzportrait

Die PSI Software AG entwickelt und integriert auf der Basis eigener Softwareprodukte Lösungen für Energieversorger, Industrieunternehmen und Infrastrukturbetreiber. Dabei ist das 1969 gegründete Unternehmen aktuell gut 2.000 Mitarbeitern an 13 deutschen und 17 internationalen Standorten präsent.

## Anlagekriterien

### Mit starkem vierten Quartal Prognose für 2019 übertroffen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 verzeichnete die PSI Software AG erneut eine erfolgreiche Entwicklung. Vor allem im Schlussquartal legte die Gesellschaft starke Zahlen vor. Der Auftragseingang erreichte ein Wachstum von 8,8 Prozent auf 236 (Vj. 217) Mio. Euro. Infolgedessen erhöhte sich der Orderbestand zum Jahresende auf 2,2 Prozent auf 142 (139) Mio. Euro. Darüber hinaus schloss PSI zahlreiche langjährige Verträge ab, die jedoch nur mit einem Jahr in den Auftragsbestand einbezogen werden.

Auch die Umsatzseite zeigte einen sehr erfreulichen Verlauf. So wies PSI bei den Erlösen ein Plus von 13 Prozent auf 225,2 (199,2) Mio. Euro aus. Damit übertraf die Gesellschaft sogar das zuvor geplante Umsatzwachstum von 10 Prozent und lag ebenfalls über unseren Schätzungen. Besonders erfolgreich gestaltete sich die Umsatzentwicklung in den Bereichen Lizenzen und Wartung.

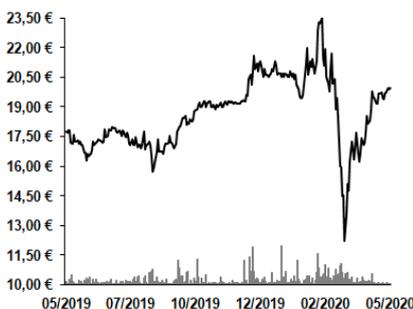
Bei den Erlösen aus Hard-/Fremdsoftware kam das Unternehmen von 18,4 auf 21,3 Mio. Euro deutlich voran. Auch die Umsätze aus Dienstleistungen zum Festpreis erhöhten sich geringfügig auf 78,7 (76,9) Mio. Euro, der Anteil am Konzernumsatz verringerte sich jedoch weiter auf rund 35 Prozent. Bis 2022 gab der Vorstandsvorsitzende Dr. Schimpf hier eine Reduzierung der Quote auf unter 30 Prozent aus. Die Erlöse im Bereich Dienstleistungen nach Aufwand kletterten erfreulicherweise kräftig von 24,5 auf 31,1 Mio. Euro. Auch die Umsatzbeiträge aus Lizenzen wuchsen von 15,9 auf 18,6 Mio. Euro. Deutliche Fortschritte verzeichnete PSI ebenfalls bei den Erlösen im Bereich Wartung, die von 63,5 auf 75,5 Mio. Euro zulegten.

Das Wachstum des vergangenen Jahres basierte auf beiden Geschäftsbereichen. Überproportional um 16,1 Prozent auf 115,8 (99,7) Mio. Euro stiegen die Umsätze im Segment Energiemanagement. Getragen wurde der Zuwachs vor allem durch die Bereiche Elektrische Energie, Gasnetze und Pipelines sowie Öffentlicher Personenverkehr. Für die Integration von BTC Smart Grid fielen im vergangenen Jahr zwar noch hohe Kosten an, nichtsdestotrotz verbesserte sich das Segment-Betriebsergebnis jedoch von 6,8 auf 7,2 Mio. Euro.

Das Segment Produktionsmanagement steuerte ein Erlöswachstum von 9,9 Prozent auf 109,4 (99,5) Mio. Euro bei. Mit dem Verkauf von Lösungen für die effiziente Planung und Steuerung von Produktions- und Logistikprozessen erreichte PSI eine deutliche Steigerung des Segment-Betriebsergebnisses auf 11,8 (10,0) Mio. Euro.

Auf Konzernebene verbesserten sich die sonstigen betrieblichen Erträge auf 6,6 (5,9) Mio. Euro. Allerdings musste die Gesellschaft auch beim Aufwand für bezogene Waren und Dienstleistungen einen Anstieg auf 32,3 (29,9) Mio. Euro verkräften. Der Zuwachs war dabei recht gleich verteilt. So legte der Aufwand für die Beschaffung von Hardware und Lizenzen um 1,6 Mio. Euro zu, der Aufwand für bezogene Dienstleistungen lag 1,7 Mio. Euro über dem Vorjahresniveau.

**Hoch**    **Tief**  
**Kurs 12 Mon.:** 23,80 €    11,90 €  
**Aktueller Kurs:** 19,95 €  
**Aktienzahl ges.:** 15.697.366  
**Streubesitz:** 37,6%  
**Marktkapitalis.:** 313,2 Mio. €



## Kennzahlen

	2018	2019	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	199,2	225,2	212,9	233,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	15,5	17,2	13,7	17,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	10,6	14,3	10,0	12,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,68	0,91	0,64	0,83
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,25	0,05	0,25	0,27
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	29,5	21,9	31,3	24,2
<b>Div.rendite</b>	1,3%	0,3%	1,3%	1,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[t.renner@gsc-research.de](mailto:t.renner@gsc-research.de)

Bedingt durch den weiteren Ausbau der Mitarbeiterzahl erhöhten sich die Personalkosten um 13,6 Prozent auf 137,8 (121,3) Mio. Euro. Dem Unternehmen gelang es jedoch, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 33,7 (34,8) Mio. Euro zu senken. Allerdings war dies weitgehend auf die neue Bilanzierungsvorschrift IFRS 16 zurückzuführen. Während es hier zu Entlastungen kam, führte die neue Bilanzierungsvorschrift bei den Abschreibungen zu einem deutlichen Anstieg auf 10,8 (4,6) Mio. Euro.

Das Betriebsergebnis legte ebenfalls im zweistelligen Prozentbereich um 11 Prozent auf 17,2 (15,5) Mio. Euro zu. Bei einem leicht auf minus 0,8 (-0,9) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis wies der Softwarespezialist nach Steuern einen Jahresüberschuss von 14,3 (10,6) Mio. Euro aus. Der ausgewiesene Steueraufwand lag infolge der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge mit 2,2 (3,5) Mio. Euro merklich unter dem Vorjahresniveau.

Der deutlich gestiegene Überschuss ließ auch das Ergebnis je Aktie von 0,68 auf 0,91 Euro klettern. Obwohl der Gewinn kräftig zulegen sollte, sollen die Anteilseigner für das vergangene Jahr lediglich eine Dividendenausschüttung von 0,05 (0,25) Euro erhalten. In Zeiten der Corona-Krise verbunden mit einer wachsenden Unsicherheit wollen die Verantwortlichen einen höheren Gewinnanteil im Unternehmen belassen.

### **Solider Jahresauftakt 2020**

Die PSI Software AG hat im ersten Quartal 2020 der Corona-Krise weitgehend getrotzt. So blieb der Auftragseingang mit 96 Mio. Euro nur knapp hinter dem Rekordniveau des Vorjahres von 97 Mio. Euro zurück. Auf dieser Basis erhöhte sich der Auftragsbestand zum Quartalsende um rund 2 Prozent auf 187 (Vj. 184) Mio. Euro. Auf der Umsatzseite berichtete PSI von einem leichten Minus in Höhe von 2,1 Prozent auf 50,9 (52,0) Mio. Euro.

Im Hinblick auf die beiden Segmente zeigte sich ein gemischtes Bild. Das Segment Energiemanagement erwirtschaftete einen Erlösanstieg von 14 Prozent auf 28,8 (25,3) Mio. Euro. Neben Großaufträgen aus Russland trug auch die im vergangenen Jahr übernommene BTC Smart Grid positiv zur Umsatzentwicklung bei. Das Segment-Betriebsergebnis verbesserte sich nur geringfügig auf 1,2 (1,1) Mio. Euro. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Restrukturierung des Hardwaregeschäfts bei der Tochtergesellschaft in Malaysia das Ergebnis mit 0,6 Mio. Euro belastete.

Die Erlöse im Segment Produktionsmanagement sanken um 17 Prozent auf 22,1 (26,7) Mio. Euro. Belastungen resultierten aus der anhaltenden Stahlkrise in Europa und der verzögerten Abarbeitung von Großprojekten in China infolge reduzierter Arbeitsstunden. Der Umsatzrückgang schlug sich auch im Ergebnis nieder. Entsprechend sank das Segment-Betriebsergebnis um 23 Prozent auf 1,5 (1,9) Mio. Euro.

Auf Konzernebene kam es, basierend auf dem schwächeren Ergebnis im Segment Produktionsmanagement, in den Monaten Januar bis März 2020 zu einem Abschmelzen des Betriebsergebnisses von 3,0 auf 2,5 Mio. Euro. Deutliche Währungsschwankungen belasteten ebenfalls den Ergebnisausweis der Gesellschaft.

Bei einem schwächeren Finanzergebnis von minus 0,4 (-0,2) Mio. Euro und einem geringeren Steueraufwand wies PSI zum Quartalsende einen Überschuss von 1,5 Mio. Euro aus. Vor Jahresfrist hatte sich das Quartalsergebnis auf 2,0 Mio. Euro belaufen. Darauf basierend ging das Ergebnis je Aktie im ersten Quartal von 0,13 auf 0,10 Euro zurück.

Das Management der PSI Software AG hatte sich für den weiteren Jahresverlauf zwei Szenarien zurechtgelegt. Beim ersten Szenario erwarteten die Verantwortlichen in der zweiten Jahreshälfte Fortschritte bei der Bekämpfung des „Coronavirus“ und wieder ein steigendes Geschäftsvolumen. Wir sind unverändert der Ansicht, dass sich das Management gut für die Krise gerüstet hat und dementsprechend das Worst-Case-Szenario, dass eine Dauer von bis zu zwei Jahren zur Bewältigung der Krise beinhaltet, vermieden werden kann.

### **GSC-Schätzungen sehen weiteres Wachstum nach der Corona-Krise**

Das erste Quartal 2020 schloss PSI Software im Rahmen unserer Erwartungen ab. Wir rechnen auch im weiteren Jahresverlauf mit Belastungen aus der Corona-Krise, diese sollten sich aber in den vom Unternehmen prognostizierten Grenzen halten. Nach dem Verlauf der ersten drei Monate haben wir unsere Schätzungen unverändert belassen.

So prognostizieren wir einen geringfügigen Umsatzrückgang von 5,5 Prozent auf 212,9 Mio. Euro. Beim Betriebsergebnis (EBIT) rechnen wir dagegen mit einem überproportionalen Minus von 20,2 Prozent auf 13,7 Mio. Euro. Auch den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir mit 10,0 Mio. Euro um 30,0 Prozent zurückgehen. Dementsprechend schätzen wir das Ergebnis je Aktie auf 0,64 Euro. Ausgehend von einer Normalisierung der Situation erwarten wir bei der Dividende eine Rückkehr zum Vorkrisenniveau von 0,25 Euro je Aktie.

Für das Geschäftsjahr 2021 sind wir dann wieder positiv gestimmt und rechnen mit einer Rückkehr auf den Wachstumspfad. Trotz allem erwarten wir aber auch noch einige Krisenauswirkungen. Konkret sehen wir die Umsatzerlöse um 9,7 Prozent auf 233,6 Mio. Euro vorankommen. Auf dieser Basis sollte das Betriebsergebnis (EBIT) deutlich überproportional um 27,6 Prozent auf 17,5 Mio. Euro zulegen. Den Jahresüberschuss nach Steuern prognostizieren wir auf 12,9 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahreswert einem Plus von nahezu 30 Prozent entsprechen würde. Bei einem geschätzten Ergebnis je Aktie von 0,83 Euro erwarten wir eine Dividendenanhebung auf 0,27 Euro je Aktie.

### **Bewertung und Fazit**

Nachdem die PSI Software AG für 2019 überzeugende Zahlen präsentiert hatte, fiel der Auftakt des laufenden Geschäftsjahres 2020 etwas schwächer aus. Allerdings lagen die Zahlen angesichts der aufkommenden COVID-19-Pandemie im Rahmen unserer Erwartungen. Wir sind unverändert überzeugt davon, dass die PSI ohne größere Blessuren durch die derzeitige Krisenphase kommt.

Ausschlaggebend hierfür ist die hervorragende Aufstellung des Unternehmens im Vorfeld der Corona-Krise. Bis auf wenige Mitarbeiter im Bereich der Hardwareintegration in Malaysia war das gesamte Personal des Konzerns bereits zuvor mit Notebooks ausgestattet und verfügte auch über Fernzugriffe für Heimarbeit. Derzeit werden mit nahezu sämtlichen Kunden Präsentationen, Besprechungen und Abnahmeprüfungen per Videokonferenz durchgeführt.

Positiv ist hierbei auch die recht hohe Homeoffice-Effizienz von 75 bis 85 Prozent hervorzuheben. Zudem werden derzeit Reisekosten und Reisezeiten gespart. Angesichts des derzeitigen Bedarfs dürfte das Thema Digitalisierung auch nach dem Abklingen der Krise eher noch an Dynamik gewinnen. Viele Unternehmen weisen in diesem Bereich auch noch einen immensen Nachholbedarf auf. Entsprechend ergeben sich mit der digitalen Transformation der Geschäftsprozesse sowohl bei PSI als auch auf der Kundenseite weitere Wachstumspotenziale.

Die derzeitige Krisensituation könnte der PSI Software AG auch noch zusätzliche Möglichkeiten auf der Akquisitionseite eröffnen. Denn viele Wettbewerber werden angesichts der Krise deutliche Schwierigkeiten bekommen. Besonders erwünscht wären Kaufkandidaten im Energiesektor. Der Vorstand will sich hier aber nicht zeitlich unter Druck setzen, ein Ende der Krisenursache sollte zumindest erkennbar sein, bevor Zukäufe umgesetzt werden. Gleichwohl wurden aber bereits erste Gespräche mit möglichen Kandidaten geführt.

Auch wenn das Thema derzeit angesichts der Corona-Krise in den Hintergrund gerückt ist, wird PSI ebenfalls von der wachsenden Bedeutung der Klimapolitik profitieren. Aus dem geplanten Klimaschutzprogramm 2030 könnten in Deutschland etwa 100 Mio. Euro an zusätzlichen Investitionen in Leitsysteme fließen. Auch international sollten sich zunehmend Chancen eröffnen, da in vielen Ländern das Thema Klimaschutz stärker ins Blickfeld rückt.

Zudem kam die Gesellschaft bei der Reduzierung der Aufträge mit Festpreis weiter voran. Der Anteil an den Konzernlöhnen soll hier mittelfristig weiter auf unter 30 Prozent gesenkt werden. Im Gegensatz dazu verzeichnet das Unternehmen einen wachsenden Anteil wiederkehrender Umsätze. In Zukunft erwarten wir aus diesem Trend eine steigende Profitabilität und mittelfristig zweistellige Margen.

Im kommenden Geschäftsjahr 2021 gehen wir zwar von einer deutlichen Ergebnisverbesserung aus, trotzdem haben wir hierbei noch negative Corona-Auswirkungen impliziert. Je nach Verlauf der Krise können wir uns jedoch auch zusätzliche positive Effekte vorstellen.

Der vorübergehende Kurssturz in der Aktie wurde mittlerweile wieder aufgeholt. Seit unserer letzten Empfehlung vom 16. April ist die Notierung allein um knapp 9 Prozent gestiegen. Auch angesichts des starken Auftragseingangs im ersten Quartal sind wir unverändert positiv für die Entwicklung der Gesellschaft gestimmt. Damit hat PSI die Krisenfestigkeit unseres Erachtens unter Beweis gestellt. Auf dieser Basis erhöhen wir unser Kursziel auf 23 Euro und empfehlen, den Titel weiterhin zu „Kaufen“.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>PSI Software AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019		2020e		2021e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>186,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>199,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>225,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>212,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>233,6</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			7,0%		13,1%		-5,5%		9,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	4,2	2,3%	5,9	3,0%	6,6	2,9%	6,2	2,9%	6,8	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			40,3%		11,8%		-6,5%		9,7%	
Materialaufwand	27,2	14,6%	28,9	14,5%	32,3	14,3%	30,6	14,4%	32,7	14,0%
Veränderung zum Vorjahr			6,2%		11,5%		-5,3%		7,0%	
Personalaufwand	112,3	60,4%	121,3	60,9%	137,8	61,2%	132,0	62,0%	144,8	62,0%
Veränderung zum Vorjahr			8,0%		13,6%		-4,2%		9,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	33,0	17,7%	34,8	17,5%	33,7	15,0%	32,6	15,3%	34,8	14,9%
Veränderung zum Vorjahr			5,4%		-3,2%		-3,3%		6,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>17,7</b>	<b>9,5%</b>	<b>20,1</b>	<b>10,1%</b>	<b>28,0</b>	<b>12,5%</b>	<b>24,0</b>	<b>11,3%</b>	<b>28,0</b>	<b>12,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,2%		39,8%		-14,6%		17,0%	
Abschreibungen	4,4	2,3%	4,6	2,3%	10,8	4,8%	10,2	4,8%	10,5	4,5%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		134,9%		-5,7%		2,9%	
<b>EBIT</b>	<b>13,4</b>	<b>7,2%</b>	<b>15,5</b>	<b>7,8%</b>	<b>17,2</b>	<b>7,6%</b>	<b>13,7</b>	<b>6,5%</b>	<b>17,5</b>	<b>7,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			15,6%		11,4%		-20,2%		27,6%	
Finanzergebnis	-0,8	-0,5%	-0,9	-0,5%	-0,8	-0,3%	-0,9	-0,4%	-0,9	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			-10,2%		17,5%		-17,6%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>12,5</b>	<b>6,7%</b>	<b>14,5</b>	<b>7,3%</b>	<b>16,4</b>	<b>7,3%</b>	<b>12,8</b>	<b>6,0%</b>	<b>16,6</b>	<b>7,1%</b>
Steuerquote	24,2%		27,1%		13,2%		22,2%		22,2%	
Ertragssteuern	3,0	1,6%	3,9	2,0%	2,2	1,0%	2,8	1,3%	3,7	1,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9,5</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,6</b>	<b>5,3%</b>	<b>14,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,9</b>	<b>5,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,5%		34,7%		-30,0%		29,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>9,5</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,6</b>	<b>5,3%</b>	<b>14,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,9</b>	<b>5,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,5%		34,7%		-30,0%		29,5%	
Gewichtete Gesamtanzahl der Aktien	15,641		15,651		15,671		15,670		15,670	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,61</b>		<b>0,68</b>		<b>0,91</b>		<b>0,64</b>		<b>0,83</b>	

## Aktionärsstruktur

Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	20,65%
E.ON SE	17,77%
Mitarbeiterkonsortium	9,35%
Harvinder Singh	8,10%
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte	5,23%
Management	1,17%
Eigene Aktien	0,15%
Streubesitz	37,58%
<i>(Streubesitz gem. Definition der Deutschen Börse inkl. TGV, Mitarbeiterkonsortium, Baden-Württembergische Versorgungsanstalt und Management</i>	<i>73,98%</i> )

## Termine

09.06.2020	Ordentliche Hauptversammlung (virtuelle HV)
28.07.2020	Halbjahreszahlen 2020
30.10.2020	Zahlen drittes Quartal 2020

## Kontaktadresse

PSI Software AG  
Dircksenstr. 42-44  
D-10178 Berlin

Email: [info@psi.de](mailto:info@psi.de)  
Internet: [www.psi.de](http://www.psi.de)

## Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Karsten Pierschke

Tel.: +49 (0) 30 / 2801 - 2727  
Fax: +49 (0) 30 / 2801 - 1000  
Email: [ir@psi.de](mailto:ir@psi.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
16.04.2020	18,35 €	Kaufen	22,00 €
15.11.2019	19,20 €	Kaufen	22,00 €
09.08.2019	17,05 €	Kaufen	21,00 €
30.04.2019	18,05 €	Kaufen	21,00 €
05.04.2019	17,60 €	Kaufen	21,00 €
21.11.2018	15,55 €	Kaufen	20,00 €
29.06.2018	16,05 €	Kaufen	19,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2020):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,3%	70,6%
Halten	42,3%	29,4%
Verkaufen	7,0%	0,0%
Ausgesetzt	1,4%	0,0%

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

Firma	Disclosure
PSI Software 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](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.