

Basisstudie

Analysten

Daniel Großjohann
Dr. Roger Becker, CEFA
+49 69 71 91 838-42; -46
daniel.grossjohann@bankm.de; roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

Fairer Wert

KAUFEN € 4,68

Aufnahme der Coverage

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Auftragsbestand ebnet mehrjährigen Wachstumspfad

Der **kräftige Umsatzanstieg** in H1 (+43,9% auf € 10,9 Mio.) ging auch mit einem deutlichen überproportionalen Zuwachs beim EBIT auf € 0,73 Mio. (H1 18/19: € 0,1 Mio.) einher – obwohl die F&E-Ausgaben (€ 0,96 Mio; +39%) deutlich durch Personalzuwachs und vorübergehend gesunkene aktivierte Eigenleistungen zunahm. Neben dem hohen Auftragsbestand (i.H.v. € 23,2 Mio. zum 30.11.2019) dürfte vor allem auch **ein sich auflösender Investitionsstau** bei der Öffentlichen Hand (u.a. Ausrüstung der Blaulichtbehörden und der Bundeswehr) für ein **nachhaltig günstiges Marktumfeld** sorgen. Der hohe Anteil von Umsätzen aus dem öffentlichen Sektor reduziert die Konjunkturanfälligkeit des Geschäftsmodells. Mit einem 2019/20er KGV von 14,7 und zu erwartenden jährlichen Wachstumsraten von durchschnittlich 10,6% in den kommenden vier Jahren ist die CeoTronics-Aktie in unseren Augen insbesondere im Vergleich zu Peers, die vom selben Makroumfeld profitieren (wie z.B. die schwedische INVISIO) günstig bewertet. Der Umsatzzuwachs wird sich überproportional im Ergebnis niederschlagen (EPS-Wachstum 19/20e bis 22/23e: 12%) und könnte eine Neubewertung der CeoTronics-Aktie durch den Kapitalmarkt auslösen.

- **Starke Halbjahreszahlen.** Mit einem Umsatz von € 10,89 Mio. (+43,9%) und einem überproportionalen Anstieg bei EBITDA (€ 1,05 Mio.; +188%), EBIT (0,73 Mio.; +610%) und Konzernergebnis (€ 0,41 Mio.; +114%) ist CeoTronics eindrucksvoll ins Geschäftsjahr 2019/20 gestartet. Der Auftragsbestand (30.11.19: € 23,2 Mio.; +6,1%) konnte weiter ausgebaut werden. Nach dem Bilanzstichtag (im Januar 2020) erfolgte eine weitere größere Beauftragung durch ein Unternehmen der Verteidigungsindustrie (Volumen € 1,7 Mio.).
- Auch bei Wettbewerbern der CeoTronics schlägt sich die Sicherheitsdiskussion, die dadurch ausgelöste **Auflösung des Investitionsstaus sowie die mehrjährige Wachstumsperspektive** positiv in den operativen Zahlen nieder. Anders als bei der INVISIO Communications AB hat der Kapitalmarkt diese günstige Makro-Perspektive bei CeoTronics erst unzureichend eingepreist.

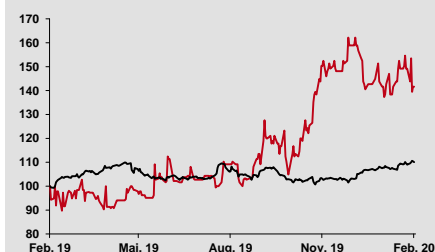
Ausblick 2019/20. Für das laufende Geschäftsjahr hält CeoTronics einen Umsatz von rd. € 23 Mio. und ein Konzernergebnis (nach Steuern) von rd. € 1 Mio. für erreichbar. Im Geschäftsjahr 2022/2023 soll der Umsatz die Marke von € 25 Mio. übertreffen, bei deutlich positiven Ergebnissen. Eine nachhaltige Dividendenfähigkeit soll damit erreicht werden.

Ergebniskennzahlen

| Jahr | Umsatz (€ m) | EBITDA (€ m) | EBIT (€ m) | EBT (€ m) | Netto- ergebnis (€ m) | EPS (€) | DPS (€) | EBIT Marge | Netto- Marge |
|----------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|-----------------------------|------------|------------|---------------|-----------------|
| 2016/17a | 19,7 | 2,0 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 0,19 | 0,00 | 7,3% | 6,4% |
| 2017/18a | 17,6 | 0,0 | -0,5 | -0,7 | -0,2 | -0,03 | 0,05 | -2,9% | -1,2% |
| 2018/19a | 16,9 | 1,1 | 0,6 | 0,4 | -0,3 | -0,05 | 0,00 | 3,6% | -1,9% |
| 2019/20e | 23,2 | 2,8 | 1,9 | 1,7 | 1,2 | 0,18 | 0,00 | 8,2% | 5,1% |
| 2020/21e | 23,9 | 3,1 | 2,0 | 1,8 | 1,3 | 0,19 | 0,00 | 8,3% | 5,3% |
| 2021/22e | 24,6 | 3,3 | 2,0 | 1,8 | 1,3 | 0,19 | 0,00 | 8,2% | 5,2% |
| 2022/23e | 25,4 | 3,6 | 2,1 | 1,9 | 1,3 | 0,20 | 0,00 | 8,3% | 5,2% |

Quelle: BankM-Research

| | | | | |
|--|---|---------------|---------------|---------------|
| Branche | Kommunikation | | | |
| WKN | 5407407 | | | |
| ISIN | DE0005407407 | | | |
| Bloomberg/Reuters | CEK GY/CEK:DE | | | |
| Rechnungslegung | HGB | | | |
| Geschäftsjahr | 31. Mai | | | |
| GB 2019/20 | Sept. 2020 | | | |
| Marktsegment | Open Market | | | |
| Transparenzlevel | Basic Board | | | |
| Finanzkennzahlen | 19/20e | 20/21e | 21/22e | 22/23e |
| EV/Umsatz | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| EV/EBITDA | 8,9 | 8,0 | 7,5 | 6,9 |
| EV/EBIT | 13,2 | 12,5 | 12,4 | 11,9 |
| P/E | 21,1 | 19,9 | 19,7 | 18,8 |
| Preis/Buchwert | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,1 |
| Preis/FCF | neg. | 21,7 | 17,3 | 13,8 |
| ROE (in %) | 10,8 | 10,3 | 9,5 | 9,0 |
| Dividendenrendite (in %) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Anzahl Aktien (in Mio.) | 6,60 | | | |
| Marktkap. / EV (in € Mio.) | 17,42 / 25,00 | | | |
| Free float (in %) | 53,9 | | | |
| Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€) | 25,88 | | | |
| 12M hoch/tief (in €; Schluss) | 3,00 / 1,66 | | | |
| Kurs 7.02.2020 (in €; Schluss) | 2,62 | | | |
| Performance | 1M | 6M | 12M | |
| absolut (in %) | | 0,0 | 29,7 | 41,6 |
| relativ (in %) | | -2,1 | 25,2 | 28,7 |
| Vergleichsindex | Daxsubsec. All Electr. Comp. & Hardware Perf. | | | |



CeoTronics AG (rot) im Vergleich mit DAXsubsector All Electronic Components & Hardware Performance (schwarz)
Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG. BankM AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die BankM AG, Frankfurt.

Inhalt

| | |
|--|-----------|
| INVESTMENT CASE | 3 |
| SWOT-ANALYSE | 4 |
| UNTERNEHMENSPROFIL | 5 |
| Vorstand, Aufsichtsrat und Eigentümerstruktur | 7 |
| Geschäftsmodell | 8 |
| Strategie | 9 |
| MARKT | 14 |
| Wettbewerber/Marktumfeld | 15 |
| ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE | 16 |
| Gewinn- und Verlustrechnung | 16 |
| Kapitalflussrechnung | 17 |
| Bilanz | 18 |
| BEWERTUNG | 19 |
| DCF-Analyse | 19 |
| Peer-Group Analyse | 21 |
| Bewertungsfazit | 21 |
| ANHANG – PROFILE DER VERGLEICHSUNTERNEHMEN | 22 |
| FACHBEGRIFFSGLOSSAR | 23 |
| RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER) | 24 |

Investment Case

CeoTronics ist ein Spezialist für Kommunikationssysteme, die auch unter widrigsten äußeren Bedingungen eingesetzt werden können. Neben **Polizei, Feuerwehr, Katastrophenschutz** (u.a. Bombenentschärfung) und **Militär** finden die Lösungen ihren Einsatz auch in der **Industrie** (Stahlwerke, Kraftwerke). Gerade die Öffentliche Hand befindet sich in **einem Prozess, den Investitionsstau** – auch im Zuge der öffentlichen Diskussion über die unzureichende Ausstattung von Bundeswehr, Polizei und Geheimdiensten – **zu beseitigen**. Dies lässt sich nicht nur im mehrjährig angelegten Auftragsbestand der CeoTronics (30.11.2019: € 23,2 Mio.) und dem im Januar 2020 erteilten Auftrag durch ein Verteidigungsindustriunternehmen (Volumen € 1,7 Mio.) ablesen, sondern beispielsweise auch an den Haushaltsplänen von Bund und Ländern.

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der CeoTronics beschreibt in den vergangenen Jahren eher einen volatilen (Seitwärts)trend. Das Geschäftsjahr 2018/19 stellt in unseren Augen einen **nachhaltig positiven Wendepunkt** dar – der bisherige Rekordauftragsbestand zum Geschäftsjahresende (i.H.v. 8,5 Mio. in 2010/11), wurde um ein Vielfaches übertroffen (GJ 18/19: € 26,2 Mio.) und hält sich seither klar oberhalb von € 20 Mio. Ermöglicht haben dies gleich **mehrere, mehrjährig angelegte Großprojekte**, die CeoTronics den Weg in Umsatzregionen von über € 25 Mio. binnen der kommenden vier Jahre ebnen sollten. Dies bedeutet auch eine nachhaltige Profitabilität. Bei gegenwärtiger Kostenstruktur dürfte der Break-Even-Umsatz bei etwas über € 18 Mio. liegen.

Die Produkte der CeoTronics sind **zunehmend durch die Software geprägt/definiert**. Rund ein Viertel der F&E-Aufwendungen entfällt aktuell auf die Softwareentwicklung. Der Umstand, dass die Produkte letztlich durch die Software für ihren Einsatzbereich spezifiziert werden, hat eine Art Plattformstrategie ermöglicht. Hierdurch waren – neben der gewonnenen **Flexibilität** - auch Effizienzverbesserungen bei **Hardwarebezug, Einkaufsmacht** und **Lagerhaltung/Bevorratung** möglich, was die Margensituation und Wettbewerbsfähigkeit verbessert.

Die Positionierung in einem sensiblen, von Sicherheitsbedürfnissen geprägten Markt stellt besonders hohe Anforderungen an die Qualität der Produkte (Individualisierung) sowie die After-Sales-Betreuung und ist dadurch für Massenhersteller kein relevanter Markt, zumal auch die dort geforderten Losgrößen nicht erreicht werden.

CeoTronics „lebt“ bereits seit vielen Jahren hohe ESG-Standards. Über Regelungen für den Umgang miteinander im Unternehmen (Code of Conduct) hinaus, fördert CeoTronics ehrenamtliches/freiwilliges Engagement der Mitarbeiter, unterstützt (als „Unternehmer Forum Rödermark“-Mitglied) soziale Einrichtungen, Fördervereine, Schulen, Kitas, sowie die Feuerwehr Rödermark. Dies zahlt sich in einer **sehr niedrigen Fluktuationsrate** (<5%) aus.

Fundamental (DCF: € 3,76; Peer: € 5,61) ist CeoTronics moderat bewertet – gerade im Vergleich zur im Militärbereich sehr ähnlich aufgestellten INVISIO, die bei einem Jahresumsatz 2019e von umgerechnet rd. € 50 Mio. auf eine Marktkapitalisierung von rd. € 600 Mio. kommt.

Sehr hoher Auftragsbestand sichert mehrjähriges Wachstum ...

...und nachhaltige Profitabilität

Steigender Softwareanteil sorgt auch für gesteigerte Produktionseffizienz

Sichere Position in der Nische

Auch als ESG-Investment geeignet

SWOT-Analyse

Stärken

- Sicherheitsbedürfnis und Diskussion um Öffentliche Sicherheit wirken als Wachstumstreiber. Die Politik ist bemüht, den (offensichtlichen) Investitionsstau bei den Sicherheits- und Ordnungskräften zu beseitigen.
- Gleich mehrere, mehrjährige Projekte führten in 2018/19 zu einem nachhaltigen Sprung im Auftragsbestand.
- CeoTronics bewegt sich in einer Premium-Nische und steht daher nicht im direkten Wettbewerb mit asiatischen Spielern, die sich im Massengeschäft bewegen.
- Hohe Markteintrittsbarrieren (u.a. durch Kundenbindung, Zertifizierungen, Referenzen, technische Laborausstattung sowie stark ausgeprägte Ingenieurs-Expertise im F&E-Bereich)
- Hoher Umsatzanteil mit der öffentlichen Hand (rd. 70%) sorgt für eine gewisse Konjunkturreistenz.
- Vermarktung des neuen Produktportfolios im europäischen Ausland soll Auslandsumsätze stärken, CT-DECT Headset bzw. Case zielen auf Industriekunden

Chancen

- Skalierung der Fixkosten. CeoTronics wird den Break-Even-Umsatz (i.H.v. rd. € 18 Mio.) nachhaltig hinter sich lassen können.
- Der Anteil wiederkehrender Umsätze steigt. Durch die zunehmende Größe steigt die Planbarkeit von Ersatzinvestitionen. Auch Software-Updates bei Bestandskunden haben wiederkehrenden Charakter.
- Der Jahrzehnte währende Investitionsstau bei der öffentlichen Hand löst sich auf, Investitionen in Ausrüstung von Polizei und Katastrophenschutz steigen – ein bereits beobachtbarer Trend, der sich auch mittelfristig fortsetzen sollte.
- Digitalisierung erlaubt produktseitige Synergien, die die Markteintrittsbarrieren tendenziell erhöhen.
- Die Referenzen aus dem starken deutschen Heimatmarkt könnten bspw. bei anderen EU-Staaten Türen öffnen.
- Wettbewerber INVISIO handelt zu EV-Multiples um 12-mal Umsatz (bei CeoTronics dagegen hat der Kapitalmarkt die aufgehellten Perspektiven noch nicht ausreichend eingepreist)

Schwächen

- Die CeoTronics-Aktie weist aktuell ein eher geringes durchschnittliches tägliches Handelsvolumen auf (rd. T€ 20).
- Expansion in noch unerschlossene Märkte ist (ohne M&A) wegen hoher Kundenbindung schwierig.
- Einzelne Projekte haben derzeit noch ein hohes Gewicht am Jahresumsatz und bedingen so eine gewisse Anfälligkeit bei Projektverschiebungen. (Diese Schwäche relativiert sich mit zunehmender Unternehmensgröße).

Risiken

- Hoher Anteil von Umsätzen mit der öffentlichen Hand, bedingt eine gewisse Anfälligkeit bei Budgetkürzungen (aktuell ist jedoch das Gegenteil zu beobachten).
- Kommt es bei Projekten (kundenseitig) zu Verzögerungen, könnte dies stark auf das Ergebnis durchschlagen.
- Breit aufgestellte Rüstungskonzerne könnten versuchen auch in Nischen der CeoTronics vorzudringen.
- Gescheiterte Projekte könnten (auch unabhängig davon, was dies verursacht hat) die Reputation beschädigen
- CeoTronics bezieht Standardkomponenten aus China, hier könnten Lieferengpässe das operative Geschäft der CeoTronics betreffen (die Gesellschaft ist das Problem bereits aktiv angegangen)

Unternehmensprofil

Die CeoTronics AG mit Hauptsitz in Rödermark (bei Darmstadt) entwickelt, produziert und vermarktet **elektronische Kommunikationssysteme** (Audio, Video, Daten) für die Nutzung auch unter erschwerten bzw. anspruchsvollen Bedingungen (Lärm, Wasser, Explosionsschutzzonen, verdeckter Einsatz). Mehr als 2/3tel der Umsätze werden mit Kunden der öffentlichen Hand (Blaulichtbehörden, Militär) erwirtschaftet. Im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete das Unternehmen mit 128 Mitarbeitern (FTE) einen Umsatz i.H.v. € 16,9 Mio. Der (auf mehrere Jahre ausgelegte) **Auftragsbestand** von € 23,2 Mio. (+6,1%) und ein starkes **erste Halbjahr 2019/20** (Umsatz: € 10,9 Mio. (+43,9%); EBIT: 0,73 Mio.) sind auf die **zunehmende Investitionsbereitschaft der Öffentlichen Hand** (nach Jahren der Zurückhaltung) zurückzuführen.

**Technologie-
unternehmen mit
gesicherter, starker
Marktstellung**

CeoTronics verfügt über drei 100%ige Tochtergesellschaften und weist damit eine klare Konzernstruktur auf. Die CeoTronics AG und die CT-Video GmbH sind Produktions- und Vertriebsgesellschaften, die Töchter in Spanien und den USA sind dagegen reine Vertriebsgesellschaften. Das Vertriebsgebiet der US-amerikanischen Tochter umfasst die USA, Kanada, Mexiko, Australien und Asien, das der spanischen Tochter Spanien, Portugal und Mexiko. Über die CeoTronics S.L. werden aber auch After-Sales-Services angeboten, auch für einen Dritten (Funkgerätehersteller).

**Transparente
Konzernstruktur ohne
Minderheiten**

Abb. 1: Organigramm der CeoTronics AG



Quelle: CeoTronics AG

Tabelle 1: Unternehmenshistorie und ausgewählte Meilensteine

| Jahr | Ereignis |
|------|---|
| 1985 | Gründung der Gesellschaft als CeoTronics GmbH, mit der Geschäftsidee elektronische Kommunikationssysteme für herausfordernde Umgebungsbedingungen zu entwickeln. |
| 1986 | Erste Patentanmeldung (für sprachgesteuerte Übertragung von Audiosignalen via Funk) |
| 1989 | Kontaktmikrofon (Patent); Schädeldeckenmikrofon "CT-ContactCom" (Patent) |
| 1997 | Umwandlung zur AG |
| 1998 | IPO am 9.11.1998 |
| 1999 | Erstes Digitalfunksystem (CT-DECT) |
| 2003 | CT-CombiCom (Designpatent) |
| 2006 | Integrierte digitale Störgeräuschunterdrückung |
| 2007 | CT-DECT JetCom System (Bodenabfertigung) wird 6.000 mal an die Bundeswehr verkauft, Integrierte digitale Störgeräuschunterdrückung; Erstmals wird ein Auftragsbestand von über € 8 Mio. erreicht |
| 2008 | CT-DECT Headset in ATEX mit integriertem Duplex-Funkgerät für explosionsgefährdete Bereiche; digitales In-Ear-Headset (CT-ClipCom Digital); |
| 2009 | CT BluetoothAdapter (für CT-12-PIN-Hör-/Sprechsysteme mit Mobiltelefonen); neue CT-DECT-Generation (u.a. mit doppelter Authentifizierung, Verschlüsselung und Abhörsicherheit) |
| 2012 | CT-EarGuard (mobiles Schalldämm-Messsystem); CT-DECT-Systeme für die Marine; CT-DECT EOD Com (als Vollduplex Kommunikationssystem für den Kampfmittelräumdienst) |
| 2013 | CT-DECT Plus (erweitert u.a. um Hand-Over-Funktion) erreicht bis dahin unerreichtem Kommunikationsradius; CT-HR PTT und CT-FlexCom (erste flammenbeständige Hör-/Sprechgarnitur für Feuerwehren) (jeweils EN443 zertifiziert) |
| 2014 | Erweiterung des Airlines/Airport Portfolios (CT-DECT GateCom 3W); CT-Neckband Headset 331 setzt TR-Richtlinie für modulares System (Bereitschaftshelm, Hör-/Sprechgarnitur, Atemschutzmaske) |
| 2015 | CT-ClipCom EarMike (hören und sprechen); CT-FlexCom (mit ATEX-Zertifikat für den Einsatz in explosionsgeschützten Bereichen) |
| 2016 | Großauftrag durch die Hessische Polizei (u.a. CT-HR PTT) |
| 2017 | CT-DigiCom Pro (Im-Ohr-Hörer mit Außengeräuschempfang); CT-BluetoothAdapter 3.0 (zum leichten Koppeln von Mobiltelefonen) |
| 2018 | CT-NoiseProtection Helmet (3.Generation, mit Außengeräuschempfang); CT-MultiCom individualisiert für die Polizei in Schleswig-Holstein |
| 2019 | CeoTronics erreicht einen neuen Rekordsauftragsbestand von über € 25 Mio.; neuentwickeltes CT-DECT Multi bekommt den DECT Award; CT-Vibration Headset (Sprachübertragung via Knochenleitmethode); CT-MultiPTT 3C als zentrale Bedien- und Steuereinheit für drei unabhängige Kommunikationskreise; CT-ComLink (R) - Technologie ermöglicht Anwendern maximale Flexibilität und Zukunftssicherheit |

Quelle: CeoTronics AG

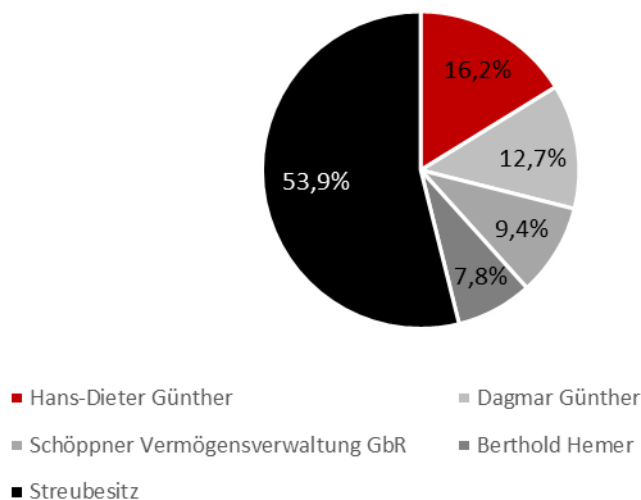
Vorstand, Aufsichtsrat und Eigentümerstruktur

Vorstand der CeoTronics AG ist **Thomas H. Günther**, der dem Vorstand seit 2000 angehört – zunächst als CMO, seit 2003 als CEO. Seit dem 1. Juni 2018 führt Herr Günther das Unternehmen als Alleinvorstand. Hierbei steht er in intensivem Dialog zu den fünf Bereichsleitern/Prokuristen, die die **zweite Führungsebene** bilden. Diese setzt sich zusammen aus dem **Dipl.-Ing. Andreas Hitzel**, der den Bereich Vertrieb führt, **Dr.-Ing. Björn Schölling** ist Bereichsleiter für Forschung und Entwicklung. Die Bereichsleitung für Operations (Einkauf/Produktion) wird verantwortet vom **Dipl.-Betriebswirt (FH) Rolf Dieter Gläsel**, die strategisch bedeutsame Qualitätssicherung (QM/QS und QMB) obliegt dem **Dipl.-Ing. Stefan Felke**. Ebenfalls der zweiten Führungsebene zuzurechnen ist der **Dipl.-Kfm. Kai Lembach**, der den Bereich Finanzen und Controlling führt.

**Erfahrener
Alleinvorstand –
fünfköpfige zweite
Führungsebene**

Der Aufsichtsrat der CeoTronics besteht aus dem Aufsichtsratsvorsitzenden **Matthias Löw**. Der CeoTronics Mitbegründer und Großaktionär **Hans-Dieter Günther** (direkter Anteilsbesitz: 16,22 %; selbständiger Kaufmann) übt das Amt des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden aus. Der Diplom-Ingenieur und Mitgründer **Berthold Hemer** (Anteilsbesitz: 7,78 %) gehört dem Gremium als einfaches Mitglied an.

Abb. 2: Aktionärsstruktur der CeoTronics AG (2/2020)



Quelle: CeoTronics AG

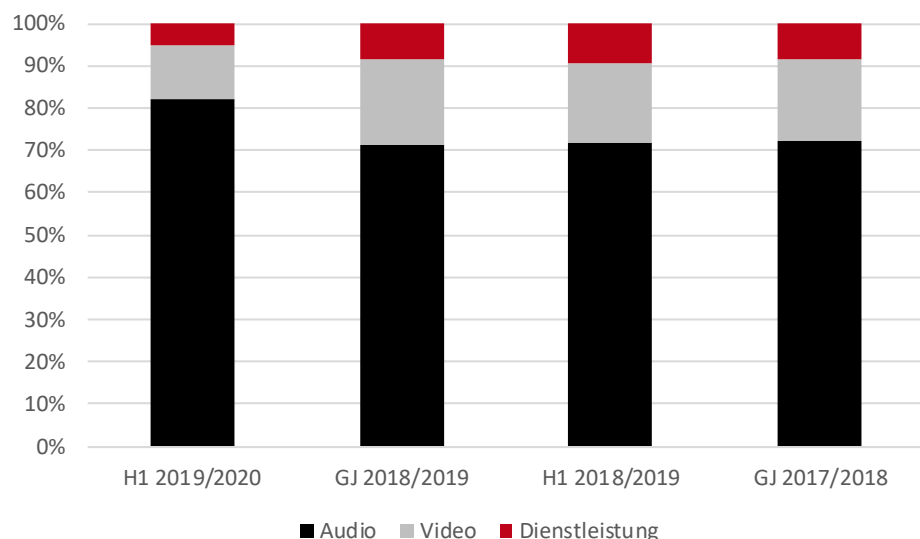
Positioniert in anspruchsvollen Nischen

Geschäftsmodell

CeoTronics entwickelt und vertreibt **digitale Kommunikationssysteme (Audio, Video, Daten) für verschiedene anspruchsvolle, professionelle Einsatzfelder** (bspw. in der Industrie, bei den Sicherheitsbehörden und im Luftverkehr). So muss beispielsweise gewährleistet sein, dass Piloten und Bodencrew auch neben startenden Maschinen verlässlich miteinander kommunizieren können, dass bei Spezialeinheiten die Team-Mitglieder und die Einsatzleitung sich untereinander austauschen können, oder das Funkgerät des Bombenentschärfers mit seinem Signal nicht den Zünder auslösen kann. Bei all diesen Einsatzfeldern handelt es sich um **Spezialanwendungen**, die von (asiatischen) Billig-/Massenanbietern nicht adressiert werden können. Auch deshalb nicht, weil die Kunden oft spezielle Features/Anpassungen einfordern und eine anschließende Betreuung durch den Lösungsanbieter (After Sales Services) stattfinden muss.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Verteilung der Umsatzerlöse:

Abb. 3: Umsatzerlöse nach Produkten



Quelle: CeoTronics AG, BankM Research

Differenzierung durch Software

Während bei vielen Hardwarekomponenten – wie marktüblich - auf Standardhardware zurückgegriffen wird, findet eine Differenzierung vor allem durch die **eigenentwickelte Software** statt. Hierüber werden die Funktionen (und damit letztlich der Einsatzbereich) definiert, was Synergien im Einkauf und in der Lagerhaltung ermöglicht. CeoTronics wendet so in gewisser Weise eine Plattformstrategie an. Zudem festigt die eigene Software die Positionierung der Gesellschaft als Anbieter von High-End-Lösungen.

Zertifizierungen als zusätzliche Markteintrittsbarrieren

Bei vielen Anwendungen sind zudem bestimmte **Zertifizierungen zwingend erforderlich**. So ist bspw. das CT-DECT Multi mehrfach zertifiziert, etwa nach IP66 und IP67 (wasser- bzw. staubdicht), DIN53160-1/2 (Schweiß- und speichelbeständig), ETSI EN 300 019 (Beständigkeit gegen chemische Substanzen), **MIL-STD-810G** (Militärische Eignung für Klima, Schock, Fall) und EN 60068-2-51 (Salznebel). Auch dies wirkt wie eine weitere Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Auch bedingt durch die Einsatzbereiche erzielt CeoTronics seine Umsätze überwiegend in Projekten mit der **öffentlichen Hand**, etwa für **Feuerwehr/Rettungsdienste, Polizei und Militär**. Jedoch nicht ausschließlich: es gibt auch zahlreiche **industrielle Einsatzfelder** (etwa Kraftwerke, Stahlindustrie, , Automobilindustrie), bei denen ebenfalls Bedingungen (Lärm, Hitze) vorherrschen, durch die Standardkommunikationslösungen im Arbeitsalltag ungeeignet sind. Daneben zählen **Flughäfen** und **Fluglinienbetreiber** zum Kundenkreis der CeoTronics. Die hohe Bedeutung des öffentlichen Sektors bedingt eine gewisse **Unabhängigkeit von Konjunkturzyklen**, ausschlaggebend sind hierbei die **Budgets der öffentlichen Haushalte**. Letztere investieren – getrieben von der Diskussion um die **innere und äußere Sicherheit** – wieder verstärkt in die (teilweise überalterte) Ausrüstung von Polizei, Feuerwehr, anderen Blaulichtbehörden und dem Militär. **Der in den vergangenen Jahrzehnten entstandene Investitionsstau löst sich auf.**

Innerhalb des Kernthemas (Kommunikationslösungen für herausfordernde Umgebungen) bietet CeoTronics ein breites Spektrum an Produkten, das sich grob in die Produktgruppen **Headsets/Helme, Remoteeinheiten, Funkgeräte-Adapter** und **Intercom-Systeme** untergliedern lässt.

Die CeoTronics AG hat seit der Gründung eine Unternehmenskultur entwickelt, die **Wir-Gefühl, Teamverständnis** und den konstruktiv-sachlichen Meinungsaustausch (über die Hierarchie-Ebenen hinweg) ins Zentrum stellt. Soziales Engagement rundet das Firmenimage ab und stärkt die lokale Verwurzelung. Transparente Berichterstattung gegenüber den Mitarbeitern und gemeinsame Aktivitäten sorgen für eine hohe Identifikation mit der Firma und **sehr geringe Fluktuationsraten**. Spezialisten und junge Talente können so oftmals mit langfristiger Perspektive z.B. von der nahen TU Darmstadt rekrutiert werden.

Tabelle 2: Mitarbeiterfluktuation (der CeoTronics AG/Rödermark)

| Jährliche Mitarbeiterfluktuation (in %) | 2019 | 2018 | 2017 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Gesamt | 5,9 | 4,8 | 0 |
| Bereinigt um Tod/(Früh)-Verrentung | 3 | 1,9 | 0 |

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

Strategie

Produktionsstrategie

Die Gesellschaft betreibt **zwei Produktionsstandorte** und produziert ausschließlich in Deutschland. Der Standort in der Lutherstadt Eisleben (Sachsen-Anhalt) wird durch die 100%ige Tochter **CT-Video GmbH** betrieben und ist auf Video-Kommunikationslösungen ausgerichtet, der Standort fungiert zudem als interner Auftragsfertiger. Am Hauptsitz in Rödermark (Hessen) erfolgt die Fertigung und Entwicklung der Produkte, die der Sprachkommunikation dienen. Ein eigener Teststand (u.a. mit eigener GTEM-Zelle für EMV-Prüfungen, eigener Tetra-Funkzelle und Kabelknickmaschine) verringert gerade bei der Entwicklung die Time-to-Market, da sich komplexe Eigenschaften ohne Hinzuziehen eines Labordienstleisters überprüfen lassen. Innerhalb der Branche

Öffentliche Hand bildet Umsatzschwerpunkt – robust gegenüber konjunkturellen Einflüssen

Breites Produktspektrum für die Nische

Mitarbeiter und Unternehmenskultur als zentraler Erfolgsfaktor

Entwicklung und Fertigung in Deutschland ...

ist dies ein Alleinstellungsmerkmal. Ebenfalls ein Qualitätsmerkmal, das von den Kunden geschätzt wird, ist der hohe Anteil der Wertschöpfung, die in Deutschland (72%) bzw. Europa (86%) stattfindet.

... Qualität an erster Stelle

Auch bedingt durch die sensiblen Einsatzbereiche der Lösungen hat CeoTronics ein Qualitätsmanagement mit einer **100%-igen Stückprüfung aller gefertigten Produkte**. Produkte, die auch in explosionsgefährdeten Bereichen eingesetzt werden, werden einer Doppelprüfung unterzogen.

Vertriebsstrategie

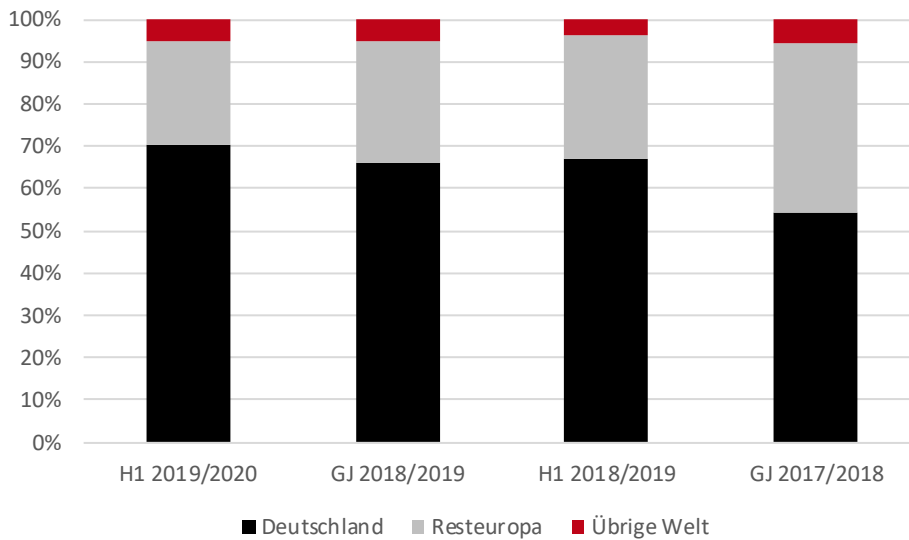
Direkter und indirekter Vertrieb – der Kunde erwartet individuelle Betreuung und Verlässlichkeit

Der Vertrieb an den Endkunden erfolgt über **eigene Vertriebsmitarbeiter**, aber auch über **(Vertriebs-)Partner**. Auch Hersteller von z.B. Helmen, deren Produkte durch die CeoTronics mit digitalen Kommunikationssystemen bestückt werden können, kommen als **Kooperationspartner** in Frage. **Fachmessen** (wie die **GPEC 2020** (>500 Aussteller; >6.500 Fachbesucher), die nur Behördenmitarbeitern offensteht) sind ebenfalls eine Möglichkeit, direkt oder über Vertriebspartner den potenziellen Kunden die eigene Lösungswelt näherzubringen. An die Handels- und Distributionspartner stellt CeoTronics hohe Anforderungen bezüglich **Produktverständnis** und **After-Sales-Service**. Nachhaltiger Erfolg ist in den spezifischen Nischen der CeoTronics anders kaum möglich, da die Service-Betreuung über den Produktlebenszyklus hinweg entscheidend für die Reputation des Herstellers ist.

Freiwillige Selbstbeschränkung - Strengere Maßstäbe als die Exportkontrolle

CeoTronics verzichtet freiwillig auf Projekte mit Ländern, wenn diese außerhalb **der eigenen Wertekoordinaten** liegen – auch wenn Lieferungen von Seiten der Exportkontrolle zulässig wären. Ein solcher Fall kann gegeben sein, wenn die Produkte gegen Menschen eingesetzt werden könnten, die nach europäischen Maßstäben nichts Unrechtes getan haben oder die Produkte gegen **Europa** oder andere **demokratische NATO-Mitglieder** (die im **Wassenaar-Abkommen** berücksichtigt sind) eingesetzt werden könnten. Selbst Anfragen aus bestimmten Ländern des Wassenaar-Abkommens, deren aktuelle gesellschaftliche und politische Entwicklung mit den Werten der CeoTronics nicht zusammenpasst, werden nicht berücksichtigt. Diese **freiwillige Export-Selbstbeschränkung** gilt (in Bezug auf CeoTronics-Produkte) **auch für Handels- und Distributionspartner**. Hierdurch werden in unserem Augen **ESG-Risiken im Vorfeld vermieden** und die **Reputation gestärkt**.

Abb. 4: Umsatzerlöse nach Kundensitz



Quelle: CeoTronics AG, BankM Research

Strategische Positionierung im Markt (Produkt und Services)

Das **CT-DECT Multi** erhielt 2019 den **DECT Forum Award** für Innovation. Das Gerät ist ein mobiles, digitales Vollduplex-Kommunikationssystem, das für einen zielgruppenübergreifenden Einsatz konzipiert wurde. Die **CT-ComLink®**-Technologie bietet Anwendern maximale Flexibilität bei der Wahl des Headsets - egal ob In-Ear, High-Noise-Headsets oder Helmsysteme für Hochlärmbereiche – und sorgt auch für die Erkennung und optimale Audiokonfiguration angeschlossener Geräte. Dies offenbart ein tiefes Verständnis für die **vielfältigen kundenseitigen Anforderungen** – nicht nur werden Einsatzkräfte in Bezug auf die Adjustierung ihrer Einsatzrüstung komplett entlastet, die Lösung trägt auch dem Umstand Rechnung, dass verschiedene Einsatzszenarien verschiedene Headsets benötigen und vorhandene Hardware weiterhin genutzt werden kann. Das patentierte CT-DECT Multi, das wir hier exemplarisch vorgestellt haben, ist – gemäß den breiten Einsatzfeldern - robust (Druck), wasserdicht und in einem breiten Temperaturspektrum (von -32°C bis +69°C) voll funktionsfähig.

Die CeoTronics AG konnte den Anteil des mit Stammkunden erzielten Umsatzes von 41% (2008/09) auf 83% (2015/16) ausbauen. Im gleichen Zeitraum stieg auch der Stammkunden-Anteil von rd. 35% auf 56%. Eine Entwicklung, die in unseren Augen direkt auf Qualität, Innovationskraft und die Wertschätzung von passgenauen Lösungen zurückzuführen sein dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Kundenbindung hoch ist und Ersatzinvestitionen daher in der Regel ebenfalls bei CeoTronics getätigt werden.

CeoTronics bewegt sich in (oligopolistischen) Nischenmärkten, in denen die Kunden **besondere Anforderungen** an die technische Ausrüstung bzw. deren Funktionalitäten und den technischen Support stellen. Dadurch ist das Unternehmen **abgegrenzt vom Massenmarkt**, in dem sich Ausschreibungen vor allem über Preise entscheiden. CeoTronics kennt die Bedürfnisse der Kunden und adressiert diese auch proaktiv: Das CT-DECT Multi bspw. ist kompatibel zu bisher verwendeter Hardware und schont damit auch die Budgets der Kunden.

Ausgezeichnete Lösungen, passgenaue Innovationen

Hohe Standards werden honoriert – Anteil des Geschäftes mit Stammkunden steigt

Kein Wettbewerb nur über den Preis

Service-Qualität ist strategischer Schlüssel zu nachhaltigem Markterfolg

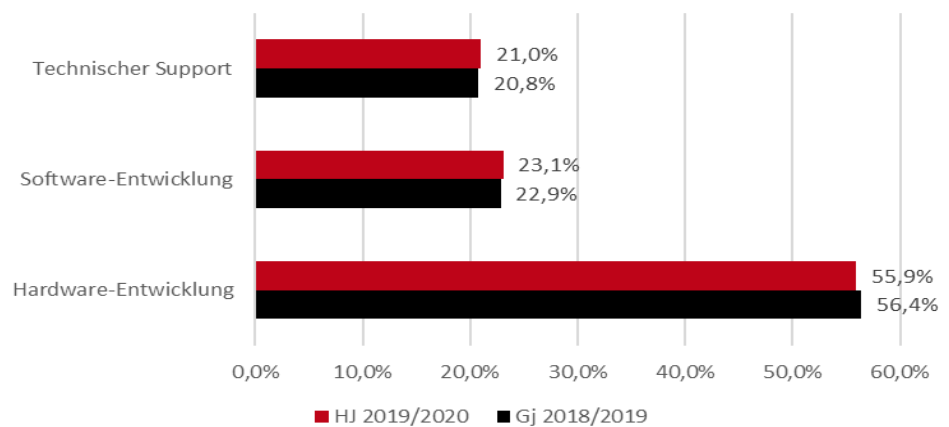
After-Sales Services und technischer Support haben in dem Nischenmarkt, der die Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben adressiert, einen **überragenden Stellenwert**. CeoTronics ist dies bewusst und auch bei der Markterschließung wird zunächst dieses Qualitätsmerkmal sichergestellt. Dies bremst zwar eine schnelle Auslandsexpansion ab, zahlt sich langfristig aber aus, denn die **Reputation des Anbieters** ist gerade in einem nachfrageseitig konzentrierten Markt von zentralem strategischen Wert.

F&E-Aufwand unterstreicht Innovationskraft..

F&E-Strategie

Die F&E-Kostenquote in den letzten zehn Jahren lag zwischen 9% und 14%. Dies zeigt die Bedeutung des Themas und unterstreicht die Ambition der CeoTronics, ihren Kunden technologisch führende und auf die Einsatzanforderungen optimal zugeschnittene Lösungen zu liefern. F&E findet in den Bereichen **Hardware-Entwicklung** (Kostenanteil 2018/19: ca. 56%), **Software-Entwicklung** (ca. 23%) und **Technischer Support** (ca. 21%) statt. An die Produkte sind hohe physische Anforderungen gestellt, die hardwareseitig erfüllt werden müssen, die Funktionen sind aber mehrheitlich softwareseitig definiert. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass der F&E-Mix recht stabil ist und **knapp 1/4tel der Aufwendungen auf Software-Entwicklung entfällt**.

Abb. 5: F&E-Mix im GJ 2018/19 und im 1.Hj 2019/20



Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

... und bietet Skalierungspotenzial

Der F&E-Kostenblock bietet ein gutes Skalierungspotenzial. Gelingt CeoTronics mittelfristig der nachhaltige Sprung über die € 25 Mio.-Marke, dann sollten die F&E-Kosten nur unterproportional mitwachsen. Auch hier spielt – neben **Skaleneffekten** in der Beschaffung/Produktion – vor allem der Software-Anteil an der Wertschöpfung erneut eine große Rolle. **Softwareseitig entwickelte und geräteunabhängige Funktionen** (bspw. automatisches Erstellen von lokalen Funknetzen) sind über Produktkategorien hinweg einsetzbar und vom Wettbewerb schwer kopierbar (während die Hardware größtenteils auf marktgängigen Standardkomponenten basiert).

Forschungszuschüsse, die für den Bereich der digitalen Kommunikation gewährt werden, adressiert das Unternehmen opportunistisch, wenn die geförderten Entwicklungen mit den eigenen Fragestellungen zusammenfallen.

M&A- und Expansions-Strategie

Unternehmensübernahmen sind **kein integraler Baustein** der Unternehmensstrategie. Darüber hinaus wäre ein Target, das die **Anforderungen** an Standort/Heimatmarkt, Größe, Märkte, Lösungsportfolio, produktseitige Synergien, Unternehmenskultur und Bewertung erfüllt, nur schwer zu finden. Eine Integration würde Management-Kapazitäten in erheblichem Maße binden, so dass auch in Anbetracht des derzeit günstigen Marktumfelds **organisches Wachstum im Fokus** steht. Nicht auszuschließen wäre aber die opportunistische Übernahme eines Handels-/Distributionspartners (etwa im Zuge einer Nachfolgeregelung), wenn diese Transaktion zu vernünftigen Bewertungsmultiples erfolgen kann.

Im Fokus des organischen Wachstums steht das (europäische) Ausland, wobei die Expansion länderweise erfolgen wird, da ein **Premium-Anbieter** in diesem Bereich neben der Produktseite auch beim Service und technischen Support überzeugen muss. Angrenzendes Ausland (DACH, Benelux) kann dabei auch durch die deutsche Organisation betreut werden. Mittelfristig wird der hohe Umsatzanteil, den Kunden mit Sitz in Deutschland haben (zuletzt 70%), abnehmen (in absoluten Werten dürfte der innerdeutsche Umsatz aber weiter zulegen).

Schwerpunkt liegt klar bei organischem Wachstum

Organisches Wachstum im (europäischen) Ausland im Blick

Markt

Formal ist CeoTronics dem ITK-Markt (Informationstechnologie, Telekommunikation und Unterhaltungselektronik) zuzurechnen, der laut den Erwartungen des Branchenverbandes BITKOM (Stand 1/2020) allein in Deutschland 2020e ein Volumen von € 172,2 Mrd. aufweisen wird, bei einer erwarteten Wachstumsrate von 1,5%. Konjunktur und Technologiesprünge sind hierbei wesentliche Treiber des Wachstums. Die Nische, in der sich CeoTronics und die Wettbewerber bewegen, unterliegt auch weiteren Einflussfaktoren (Budget der öffentlichen Haushalte, Produktlebenszyklen).

Hochspezialisierter Nischenmarkt

Die Größe des Marktes für CeoTronics ergibt sich aus dem Anwendungsbereich, der dann Relevanz gewinnt, wenn Standardkommunikationsgeräte die Anforderungen nicht erfüllen können. Wir sehen das maximal durch CeoTronics adressierbare Marktvolumen (Berücksichtigung aller zulässigen Endmärkte, inkl. noch nicht adressierter Länder) im **unteren dreistelligen Mio.-Euro-Bereich**.

Öffentliche Budgets sind wesentlicher Einflussfaktor...

Das **Marktwachstum in der Nische** ist in unserer Wahrnehmung stärker durch die Budgetplanungen der Öffentlichen Hand, als durch konjunkturelle Einflüsse geprägt – nicht zuletzt, weil Industriekunden nur für eine Minderheit der Umsätze stehen. Auch die Öffentliche Diskussion über Themen wie organisierte Kriminalität, Terrorismus und die Ausstattung von Polizei und Sicherheitsbehörden kann mittelfristig zu Marktausweitungen führen, wenn die Politik diese Themen „entdeckt“.

... Investitionsstau löst sich auf

Getrieben von den Diskussionen um die innere Sicherheit (Terrorgefahr) und äußere Sicherheit (NATO-Vorgaben), sowie die schlechte Ausstattung der Polizei und anderer Sicherheitsorgane beginnt die Politik den **im Zuge der jahrelangen Sparpolitik entstandenen Investitionsstau** auszulösen. Dies ist **kein rein deutsches Thema**, auch bei Wettbewerbern der CeoTronics beschleunigen sich die Auftragseingänge. Die Mehrjährigkeit des Rekordauftragsbestandes bei CeoTronics zeigt, dass die Öffentliche Hand nun auch bereit ist, größere Modernisierungen anzugehen.

Digitalisierung ändert Wettbewerbsbedingungen

Im Zuge der **Digitalisierung** ist der Software-Anteil bei den Kommunikationslösungen gewachsen bzw. hat an Bedeutung gewonnen. Marktführende Akteure in der Nische (wie CeoTronics) können die Produkteigenschaften (Funktionen) über Softwareentwicklungen modifizieren/schaffen, die eigene Lernkurve durch Individualisierungen bei (Groß-) Projekten beschleunigen und bei verschiedenen Anwendungen/Produkten auf die gleichen softwareseitigen Entwicklungen zurückgreifen – diese Möglichkeit der Skalierung haben kleine Anbieter nicht.

Einkaufssynergien realisierbar, aber kein Markt für Anbieter im Massengeschäft

Der Rückgriff auf Standardkomponenten und die Differenzierung durch Software ermöglicht in gewissem Maße auch Synergien im Einkauf und bei der Lagerhaltung. Umgekehrt greifen produktseitige Synergien in der Nische nur bedingt – die Losgrößen sind (obwohl sie sich im 4-stelligen Bereich bewegen können) weit von denen der Hersteller von (Konsum)elektronik entfernt, die ein **Geschäft mit After-Sales-Betreuung und Individualisierungen scheuen**. Mit Markteintritten von dieser Seite ist in unseren Augen daher nicht zu rechnen, die **Nische für Kommunikationslösungen für herausfordernde Umgebungen** wird auch mittel- und langfristig Spezialisten vorbehalten bleiben.

Wettbewerber/Marktumfeld

Die typischen Wettbewerber der CeoTronics sind entweder ebenfalls auf anspruchsvolle Kommunikationssysteme ausgerichtet oder decken Teilbereiche (wie den Gehörschutz) in Tochtergesellschaften oder als Bereich eines größeren Konzerns ab. In seltenen Fällen können sich auch (nischenfremde) Anbieter rein

über den Preis in Ausschreibungen durchsetzen, diesen gelingt aber i.d.R. nicht der dauerhafte Markteintritt, da es am After-Sales-Service mangelt und der Kunde sich alleingelassen fühlt. Falls Billigware durch eine Übergewichtung der Preisbewertung im Rahmen von Ausschreibungen beschafft werden, zeigt sich im Nachgang relativ schnell, dass diese Produkte nicht optimal eingesetzt werden können und/oder die Folgekosten durch erhöhten Reparatur-/Ausfallaufwand den Beschaffungspreisvorteil neutralisieren.

Zu den direkten Wettbewerbern der CeoTronics zählt u.a. die schwedische **INVISIO Communications AB** (u.a. Headsets für militärische Nutzung), die sich auf Grund zahlreicher Beauftragungen durch das US-Militär (Maine Corps, Special Operations Command) als Marktführer in der US-Region sieht. Seit Januar 2019 verfügt das Unternehmen über den für das US-Geschäft wichtigen GSA-Status (CeoTronics Inc. hat diesen Status bereits seit über 5 Jahren). In Belgien partnern das Unternehmen mit dem Rüstungskonzern **Thales**. Bei einem **2019er Jahresumsatz** von SEK 508 Mio. (+43%; rd. € 48 Mio.) und mit 96 Mitarbeitern (FTE) weist das börsennotierte Unternehmen gegenwärtig eine Marktkapitalisierung von rund € 600 Mio. auf. Dies dürfte auf Wachstumsraten im zweistelligen %-Bereich zurückzuführen sein. Auch an den volatilen, aber steigenden quartalsweisen Auftragseingängen bei INVISIO sieht man den sich auflösenden Investitionsstau im Verteidigungsbereich, **die NATO-Partner investieren wieder mehr**.

Ein Wettbewerber im Bereich **Gehörschutz** ist **3M Peltor** (eine Tochter des **3M**-Konzerns), deren Produktsortiment den Arbeitsschutz im Allgemeinen im Blick hat (u.a. Augenschutz, Schutzanzüge, Absturzsicherung, Atemschutz). Das Angebot richtet sich stärker an der Industrie aus. So wird im Bereich Gehörschutz – neben passiven Lösungen wie Gehörschutzstöpseln – beispielsweise auch eine Lösung vorgestellt, die es Mitarbeitern ermöglichen soll, „das Gehör zu schützen und dabei die eigene Lieblingsmusik zu hören“ (was die Mitarbeiterzufriedenheit erhöhen soll). Zum Kundenkreis im Bereich Gehörschutz zählen nach Unternehmensangaben **Landwirtschaft, Lebensmittelindustrie** und das **Militär**.

Hauptumsatzträger der zur **Sonova Holding** gehörenden **Phonak-Marke** sind Hörgeräte - ein Bereich den die CeoTronics nicht abdeckt. Produktseitige Überlappungen bestehen aber im Bereich der **verdeckten Kommunikation** (Spezialeinheiten, Geheimdienste), in denen Präzision und Diskretion eine wichtige Rolle spielen. Das Phonak System „**Roger Covert**“ wurde speziell für diese Einsätze entworfen und dürfte unter 10% der Phonak-Gesamtumsätze ausmachen. Auch bei CeoTronics ist dieser spezielle Bereich gemessen am Umsatz von untergeordneter Bedeutung, gemessen an den technischen Standards jedoch ein sehr anspruchsvoller Markt.

Oligopolistische Marktnische

INVISIO Communications AB – ausgerichtet auf militärische Anforderungen

3M-Tochter Peltor ist Wettbewerber bei professionellem Gehörschutz

Phonak (Sonova Holding) – Hörgerätemarke mit Angebot an Lösungen zur verdeckten Kommunikation

Ertrags- und Vermögenslage

Gewinn- und Verlustrechnung

GuV geprägt durch hohen Auftragsbestand

Der sich auflösende Investitionsstau bei der Öffentlichen Hand hat bereits im vergangenen Geschäftsjahr zu einem neuen Rekordauftragsbestand geführt. Zum Halbjahr (31.11.2019) lag der Auftragsbestand bei € 23,2 Mio., im Januar 2020 konnte CeoTronics einen größeren Bundeswehrauftrag im Volumen von € 1,7 Mio. akquirieren. Der Auftragsbestand auf mehreren mehrjährigen Projekten, so dass der Wachstumspfad zum Überschreiten der 25-Mio. EUR-Umsatzgrenze im Jahr 2022/23 klar skizziert ist. Im laufenden Geschäftsjahr steht dem Unternehmen ein Umsatzsprung bevor, der in den Halbjahreszahlen (Umsatz: +44%) sichtbar wird. Wir gehen davon aus, dass die F&E-Kosten in Relation zum Umsatz im Vorfeld der Projekte etwas höher sind und tendenziell leicht sinken werden. Auch die Herstellkostenquote, die 17/18 aufgrund von Lieferthematiken ein Rekordhoch erreichte, dürfte mittelfristig sinken.

Gewinn- und Verlustrechnung

| Geschäftsjahr 31.5. (HGB) in € Tsd. | 2016/17a | 2017/18a | 2018/19a | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | 5y - CAGR 17/18 - 22/23 | H1 2018/19a | H1 2019/20a |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------------------|--------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 19.651 | 17.645 | 16.919 | 23.200 | 23.896 | 24.613 | 25.351 | 7,5 | 7.569 | 10.893 |
| <i>Wachstumsrate in %</i> | <i>n.a.</i> | <i>-10,2</i> | <i>-4,1</i> | <i>37,1</i> | <i>3,0</i> | <i>3,0</i> | <i>3,0</i> | | <i>n.a.</i> | <i>43,9</i> |
| Herstellkosten | 10.641 | 10.326 | 9.268 | 12.709 | 13.090 | 13.483 | 13.887 | 6,1 | 4.178 | 6.112 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>54</i> | <i>59</i> | <i>55</i> | <i>55</i> | <i>55</i> | <i>55</i> | <i>55</i> | | <i>55</i> | <i>56</i> |
| Bruttoergebnis | 9.010 | 7.319 | 7.651 | 10.491 | 10.806 | 11.130 | 11.464 | 9,4 | 3.391 | 4.781 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>45,9</i> | <i>41,5</i> | <i>45,2</i> | <i>45,2</i> | <i>45,2</i> | <i>45,2</i> | <i>45,2</i> | | <i>44,8</i> | <i>43,9</i> |
| Vertriebskosten | 4.815 | 4.756 | 4.528 | 5.006 | 5.125 | 5.309 | 5.437 | 2,7 | 2.114 | 2.488 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>24,5</i> | <i>27,0</i> | <i>26,8</i> | <i>21,6</i> | <i>21,4</i> | <i>21,6</i> | <i>21,4</i> | | <i>27,9</i> | <i>22,8</i> |
| Allgemeine Verwaltungskosten | 1.373 | 1.429 | 1.324 | 1.816 | 1.870 | 1.926 | 1.984 | 6,8 | 623 | 749 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>7,0</i> | <i>8,1</i> | <i>7,8</i> | <i>7,8</i> | <i>7,8</i> | <i>7,8</i> | <i>7,8</i> | | <i>8,2</i> | <i>6,9</i> |
| Forschungs- und Entwicklungskosten | 1.653 | 1.758 | 1.537 | 2.088 | 2.127 | 2.191 | 2.256 | 5,1 | 695 | 963 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>8,4</i> | <i>10,0</i> | <i>9,1</i> | <i>9,0</i> | <i>8,9</i> | <i>8,9</i> | <i>8,9</i> | | <i>9,2</i> | <i>8,8</i> |
| Sonstige betr. Erträge | 374 | 224 | 410 | 410 | 410 | 410 | 410 | | 151 | 173 |
| Sonstige bet. Aufwendungen | 108 | 105 | 64 | 100 | 100 | 100 | 100 | | 7 | 23 |
| EBIT | 1.435 | -505 | 608 | 1.892 | 1.994 | 2.015 | 2.097 | <i>n.a.</i> | 103 | 731 |
| Erträge aus Beteiligungen | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 0 | 0 |
| Finanzergebnis | -167 | -159 | -190 | -200 | -200 | -200 | -200 | | -95 | -136 |
| EBT | 1.318 | -664 | 418 | 1.692 | 1.794 | 1.815 | 1.897 | <i>n.a.</i> | 8 | 595 |
| Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -) | 64 | -452 | 736 | 508 | 538 | 544 | 569 | | -184 | 184 |
| Konzernergebnis | 1.254 | -212 | -318 | 1.184 | 1.256 | 1.270 | 1.328 | <i>n.a.</i> | 192 | 411 |
| <i>Nachrichtlich</i> | | | | | | | | | | |
| Abschreibungen und Wertminderungen | 545 | 521 | 525 | 915 | 1.117 | 1.319 | 1.521 | | 262 | 320 |
| <i>% vom Umsatz</i> | <i>2,8</i> | <i>3,0</i> | <i>3,1</i> | <i>3,9</i> | <i>4,7</i> | <i>5,4</i> | <i>6,0</i> | | <i>3,5</i> | <i>2,9</i> |
| EBITDA | 1.980 | 16 | 1.133 | 2.807 | 3.111 | 3.334 | 3.618 | | 365 | 1.051 |
| Anzahl Aktien (Ø im Umlauf) | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | | 6.600 | 6.600 |
| Ergebnis / Aktie (EpA) | 0,19 | -0,03 | -0,05 | 0,18 | 0,19 | 0,19 | 0,20 | | 0,03 | 0,06 |
| Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EpA) | 0,19 | -0,03 | -0,05 | 0,18 | 0,19 | 0,19 | 0,20 | | 0,03 | 0,06 |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

GuV-Margen

| Margen in % v. Umsatz | 2016/17a | 2017/18a | 2018/19a | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | H1 2018/19a | H1 2019/20a |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|-------------|
| Rohermargen | 45,9 | 41,5 | 45,2 | 45,2 | 45,2 | 45,2 | 45,2 | 44,8 | 43,9 |
| EBITDA-Marge | 10,1 | 0,1 | 6,7 | 12,1 | 13,0 | 13,5 | 14,3 | 4,8 | 9,6 |
| EBIT-Marge | 7,3 | -2,9 | 3,6 | 8,2 | 8,3 | 8,2 | 8,3 | 1,4 | 6,7 |
| EBT-Marge | 6,7 | -3,8 | 2,5 | 7,3 | 7,5 | 7,4 | 7,5 | 0,1 | 5,5 |
| Nettomarge | 6,4 | -1,2 | -1,9 | 5,1 | 5,3 | 5,2 | 5,2 | 2,5 | 3,8 |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung

Ausgehend vom Halbjahresbericht haben wir die Investitionen in Anlagevermögen (immaterielle und Sachanlagen) hergeleitet. Diese liegen etwas niedriger als im vorangegangenen Geschäftsjahr.

Im Finanzierungs-Cash Flow haben wir die im ersten Halbjahr 19/20 aufgenommenen Finanzmittel i.H.v. € 1 Mio. berücksichtigt. Basierend auf unseren Planungen sind keine weiteren Mittelaufnahmen notwendig.

Kapitalflussrechnung

| Geschäftsjahr 31.5. (HGB) in € Tsd. | 2016/17a | 2017/18a | 2018/19a | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | H1 2018/19a | H1 2019/20a |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Konzernergebnis | 1.254 | -212 | -318 | 1.184 | 1.256 | 1.270 | 1.328 | 192 | 411 |
| + Abschreibung & Wertminderungen | 545 | 521 | 525 | 915 | 1.117 | 1.319 | 1.521 | 262 | 320 |
| + Veränd. der langfr. Rückstellungen | 248 | -185 | -33 | 0 | 0 | 0 | 0 | -219 | 150 |
| = Cash Earnings | 2.047 | 124 | 174 | 2.099 | 2.373 | 2.589 | 2.849 | 235 | 881 |
| - Veränd. des Nettoumlaufvermögens | -119 | -56 | -368 | 852 | 281 | 290 | 298 | -102 | 267 |
| + Netto Finanzpositionen | 167 | 159 | 190 | 200 | 200 | 200 | 200 | 95 | 136 |
| + Andere nicht cash-wirksame Pos. | -79 | -464 | 539 | 0 | 0 | 0 | 0 | -240 | 113 |
| = Operativer Cash Flow | 2.254 | -125 | 1.271 | 1.447 | 2.292 | 2.500 | 2.750 | 192 | 863 |
| - Investitionen in Anlagevermögen | 1.638 | 1.423 | 1.671 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 987 | 759 |
| + Ausz. für immaterielles Anlageverm. | 1.249 | 1.153 | 1.416 | 1.190 | 1.190 | 1.190 | 1.190 | 722 | 595 |
| + Einz. aus Abgängen von Sachanl. | -1 | 0 | -81 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Auszahlungen für Sachanlagen | 390 | 270 | 336 | 300 | 300 | 300 | 300 | 265 | 164 |
| - Sonstiges | -50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CashFlow aus Investitionstätigkeit | -1.588 | -1.423 | -1.671 | -1.490 | -1.490 | -1.490 | -1.490 | -987 | -759 |
| = Freier Cash Flow | 666 | -1.548 | -400 | -43 | 802 | 1.010 | 1.260 | -795 | 104 |
| + Finanzschulden | 2.081 | 2.160 | 0 | 1.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.000 |
| - Tilgung Finanzschulden | 2.012 | 843 | 934 | 0 | 0 | 0 | 0 | 408 | 547 |
| - Gezahlte Zinsen | 167 | 159 | 190 | 200 | 200 | 200 | 200 | 95 | 136 |
| - Dividende (Vorjahr) | 0 | 330 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Erhöhung der Barmittel | 568 | -720 | -1.524 | 757 | 602 | 810 | 1.060 | -1.298 | 421 |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

Bilanz

Derzeit besteht eine Ausschüttungssperre; erklärtes Ziel der Gesellschaft ist es aber, mittelfristig Dividendenzahlungen wieder aufzunehmen. Wir haben dies in unserer Cash-Flow-Rechnung und Bilanz nicht berücksichtigt, deshalb steigt die EK-Quote zunächst von 49% in 2018/19 auf etwa 56% in 2022/23 an.

Bilanz

| Geschäftsjahr 31.5. (HGB) in € Tsd. | 2016/17a | 2017/18a | 2018/19a | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | H1 2018/19a | H1 2019/20a |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Aktiva | | | | | | | | | |
| A. Anlagevermögen | 8.228 | 9.127 | 10.332 | 10.907 | 11.280 | 11.451 | 11.420 | 9.852 | 10.771 |
| I. Immaterielle Vermögenswerte | 2.626 | 3.571 | 4.794 | 5.303 | 5.643 | 5.812 | 5.812 | 4.167 | 5.264 |
| II. Sachanlagen | 5.602 | 5.556 | 5.538 | 5.603 | 5.637 | 5.638 | 5.608 | 5.685 | 5.507 |
| B. Umlaufvermögen | 9.672 | 9.943 | 9.982 | 11.710 | 12.633 | 13.773 | 15.173 | 10.083 | 11.494 |
| I. Vorräte | 5.973 | 6.346 | 6.615 | 7.277 | 7.495 | 7.720 | 7.951 | 6.340 | 7.871 |
| II. Forderungen | 3.518 | 3.369 | 3.099 | 3.409 | 3.511 | 3.617 | 3.725 | 3.557 | 2.986 |
| III. Barmittel | 181 | 228 | 268 | 1.025 | 1.627 | 2.436 | 3.497 | 186 | 637 |
| C. RAP | 158 | 161 | 134 | 134 | 134 | 134 | 134 | 71 | 83 |
| D. Aktive latente Steuern | 882 | 1.297 | 606 | 606 | 606 | 606 | 606 | 1.495 | 515 |
| Bilanzsumme | 18.940 | 20.528 | 21.054 | 23.357 | 24.653 | 25.963 | 27.333 | 21.501 | 22.863 |
| Passiva | | | | | | | | | |
| A. Eigenkapital | 11.227 | 10.763 | 10.350 | 11.534 | 12.790 | 14.060 | 15.388 | 10.895 | 10.731 |
| I. Gezeichnetes Kapital | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 | 6.600 |
| II. Kapitalrücklagen | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 | 2.361 |
| III. Gesetzliche Rücklage | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| IV. Differenz aus Währungsumrechnung | -467 | -389 | -484 | -484 | -484 | -484 | -484 | -449 | -514 |
| V. Gewinnvortrag / Verlustvortrag | 1.463 | 2.387 | 2.175 | 1.857 | 3.041 | 4.297 | 5.567 | 2.175 | 1.857 |
| VI. Konzernüberschuss | 1.254 | -212 | -318 | 1.184 | 1.256 | 1.270 | 1.328 | 192 | 411 |
| B. Rückstellungen | 1.065 | 825 | 792 | 792 | 792 | 792 | 792 | 620 | 1.000 |
| C. Verbindlichkeiten | 6.564 | 8.940 | 9.912 | 11.031 | 11.070 | 11.111 | 11.153 | 9.986 | 11.132 |
| 1. Bankdarlehen | 5.064 | 7.190 | 7.844 | 8.844 | 8.844 | 8.844 | 8.844 | 8.041 | 8.239 |
| kurzfristig | 2.434 | 3.880 | 5.352 | 5.352 | 5.352 | 5.352 | 5.352 | | |
| langfristig | 2.630 | 3.310 | 2.492 | 3.492 | 3.492 | 3.492 | 3.492 | | |
| 2. Anzahlungen | 59 | 125 | 432 | 432 | 432 | 432 | 432 | 122 | 111 |
| 3. aus L&L | 1.020 | 855 | 1.191 | 1.310 | 1.349 | 1.390 | 1.432 | 990 | 1.610 |
| 4. Sonstige | 421 | 770 | 445 | 445 | 445 | 445 | 445 | 833 | 1.172 |
| D. Passive latente Steuern | 84 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bilanzsumme | 18.940 | 20.528 | 21.054 | 23.357 | 24.653 | 25.963 | 27.333 | 21.501 | 22.863 |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

Bilanzrelationen

| in % der Bilanzsumme | 2016/17a | 2017/18a | 2018/19a | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | H1 2018/19a | H1 2019/20a |
|--------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|-------------|
| Anlagevermögen | 43,44 | 44,46 | 49,07 | 46,70 | 45,76 | 44,10 | 41,78 | 45,82 | 47,11 |
| Umlaufvermögen | 51,07 | 48,44 | 47,41 | 50,14 | 51,24 | 53,05 | 55,51 | 46,90 | 50,27 |
| Sonstiges | 5,49 | 7,10 | 3,51 | 3,17 | 3,00 | 2,85 | 2,71 | 7,28 | 2,62 |
| Eigenkapital | 59,28 | 52,43 | 49,16 | 49,38 | 51,88 | 54,15 | 56,30 | 50,67 | 46,94 |
| Rückstellungen | 5,62 | 4,02 | 3,76 | 3,39 | 3,21 | 3,05 | 2,90 | | |
| ges. Verbindlichkeiten | 35,10 | 43,55 | 47,08 | 47,23 | 44,91 | 42,79 | 40,80 | 46,44 | 48,69 |
| Langfristige Verbindlichkeiten | 13,89 | 16,12 | 11,84 | 14,95 | 14,16 | 13,45 | 12,78 | | |
| kurzfristige Verbindlichkeiten | 20,77 | 27,43 | 35,24 | 32,28 | 30,74 | 29,34 | 28,03 | | |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

Bewertung

DCF-Analyse

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

| | |
|-----------|--|
| Phase I | 2019/20 – 2022/23 (kurzfristiger Planungshorizont) |
| Phase II | 2023/24 – 2026/27 (mittelfristige Prognose) |
| Phase III | Terminal Value |

Diskussion zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten:

Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten orientieren wir uns an den laufzeitkongruenten Renditen für deutsche Bundesanleihen. Die erwartete Markttrendite repräsentieren wir näherungsweise über empirische Werte von europäischen und internationalen, breit gestreuten Indizes und kombinieren diese mit Empfehlungen aus der aktuellen Kapitalkostenstudie von KPMG. Zur Annäherung an ein Beta haben wir eine Regression der wöchentlichen Renditen des Vergleichsindex „DAXsubsector Electronic Components & Hardware“ gegen den MSCI World über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum durchgeführt. Als Ergebnis erhalten wir ein Beta von 1,03 mit einer sehr guten erklärten Varianz von 43,2%. Die Fremdkapitalkosten von 2,5% leiten wir aus den drei letzten Geschäftsberichten her.

Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten

Prognoseannahmen:

Auf Basis des hohen Auftragsbestands und der kürzlich berichteten Zahlen zum Halbjahr 2019/20 gehen wir für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatzsprung von 37% aus, der zu einem deutlich positiven Ergebnis führt. Das Unternehmen hält einen Umsatzanstieg bis auf etwa € 25 Mio. innerhalb der nächsten vier Jahre für erreichbar. Diese Einschätzung halten wir für plausibel und bilden dies in unserem Modell ab. In Phase 2 setzen wir das Umsatzwachstum konservativ mit 2% an, im Terminal Value beträgt das Wachstum 1%. Die operative Marge im Terminal Value ermitteln wir aus dem Durchschnitt der Phase 1 und 2 mit 8,2%.

Prognosen

DCF-Modell

| in T€ | 2018/19a | Phase 1 | | | | Phase 2 | | | | Terminal Value |
|--|---------------|-------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| | | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | 2023/24e | 2024/25e | 2025/26e | 2026/27e | |
| Wachstum | Basis | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| | -4,1% | 37,1% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 1,0% |
| Umsätze | 16.919 | 23.200 | 23.896 | 24.613 | 25.351 | 25.858 | 26.375 | 26.903 | 27.441 | 27.715 |
| EBIT | 608 | 1.892 | 1.994 | 2.015 | 2.097 | 2.102 | 2.169 | 2.176 | 2.244 | 2.272 |
| - ab 19/20e: adaptierte Steuern auf EBIT | 736 | 568 | 598 | 604 | 629 | 631 | 651 | 653 | 673 | 682 |
| + Abschreibungen und Amortisation | 525 | 915 | 1.117 | 1.319 | 1.521 | 1.723 | 1.855 | 2.037 | 1.538 | 1.500 |
| + Veränderungen der langfr. Rückst. | -33 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Veränd. Nettoumlaufvermögen | -368 | 852 | 281 | 290 | 298 | 205 | 209 | 213 | 217 | 0 |
| - andere, nicht-cashwirks. Positionen | 539 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Investitionen in Anlagevermögen | 1.671 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.490 | 1.500 |
| = Freier Cash Flow | -400 | -103 | 742 | 950 | 1.200 | 1.500 | 1.674 | 1.857 | 1.401 | 1.590 |
| Terminal Value | | | | | | | | | | 38.319 |
| Diskontierungsfaktor | n.a. | 0,95 | 0,90 | 0,86 | 0,81 | 0,77 | 0,73 | 0,70 | 0,66 | 0,66 |
| Netto-barwert der Freien Cash Flows | n.a. | -98 | 669 | 814 | 977 | 1.160 | 1.229 | 1.295 | 929 | |
| Netto-barwert des Terminal Values | | | | | | | | | | 25.395 |
| Bewertung | | Proportion of EV | | | | | | | | |
| Ergebnis der zukünftigen Cash Flows | 6.975 | 22% | | | | | | | | |
| + Ergebnis aus dem Terminal Value | 25.395 | 78% | | | | | | | | |
| = Unternehmenswert | 32.371 | | | | | | | | | |
| + Kasse (31.5.2019) | 268 | | | | | | | | | |
| - Finanzverbindlichkeiten (31.5.2019) | 7.844 | | | | | | | | | |
| = Wert des Eigenkapitals | 24.795 | | | | | | | | | |
| Aktienzahl (in Tsd.) | 6.600 | | | | | | | | | |
| Fairer Wert pro Aktie | 3,76 | | | | | | | | | |

Quelle: CeoTronics AG (a), BankM Research (e)

Modellannahmen

| | Quelle | 2019/20e | 2020/21e | 2021/22e | 2022/23e | 2023/24e | 2024/25e | 2025/26e | 2026/27e | TV |
|---------------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risikofreie Rendite* | Bloomberg | -0,59% | -0,64% | -0,66% | -0,64% | -0,60% | -0,59% | -0,55% | -0,51% | -0,096% |
| Erwartete Markttrendite | Bloomberg / KPMG | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% | 8,55% |
| Marktrisikopämie | | 9,14% | 9,19% | 9,21% | 9,19% | 9,15% | 9,14% | 9,10% | 9,06% | 8,65% |
| Sektor-Beta | Bloomberg | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,03 | 1,00 |
| Eigenkapitalkosten | | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 8,81% | 8,80% | 8,80% | 8,55% |
| Zielgewichtung | | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| Fremdkapitalkosten | | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% |
| Zielgewichtung | | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |
| Tax Shield | | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| WACC | | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,28% | 5,15% |

Quelle: BankM Research; *20-jährige Deutsche Bundesanleihe

Sensitivitätsanalyse

| | | Diskontierung im Terminal Value | | | | | | |
|----------------------------|--------|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 4.55% | 4.75% | 4.95% | 5.15% | 5.35% | 5.55% | 5.75% |
| Wachstum im Terminal Value | -1.00% | 2.73 | 2.63 | 2.54 | 2.45 | 2.37 | 2.30 | 2.23 |
| | 0.00% | 3.38 | 3.24 | 3.10 | 2.98 | 2.86 | 2.76 | 2.66 |
| | 1.00% | 4.41 | 4.17 | 3.95 | 3.76 | 3.58 | 3.42 | 3.27 |
| | 2.00% | 6.23 | 5.77 | 5.38 | 5.03 | 4.72 | 4.45 | 4.21 |
| | 3.00% | 10.42 | 9.21 | 8.26 | 7.48 | 6.84 | 6.30 | 5.83 |

| | | EBIT-Marge im Terminal Value | | | | | | |
|----------------------------|--------|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 7.60% | 7.80% | 8.00% | 8.20% | 8.40% | 8.60% | 8.80% |
| Wachstum im Terminal Value | -1.00% | 2.27 | 2.33 | 2.39 | 2.45 | 2.52 | 2.58 | 2.64 |
| | 0.00% | 2.75 | 2.83 | 2.90 | 2.98 | 3.05 | 3.13 | 3.20 |
| | 1.00% | 3.48 | 3.57 | 3.66 | 3.76 | 3.85 | 3.94 | 4.04 |
| | 2.00% | 4.65 | 4.78 | 4.90 | 5.03 | 5.15 | 5.28 | 5.40 |
| | 3.00% | 6.93 | 7.11 | 7.30 | 7.48 | 7.67 | 7.85 | 8.04 |

Quelle: BankM Research

CeoTronics AG

10. Februar 2020

Bewertung - 21/25 -

Peer-Group Analyse

| Peer Group | Mkt. Cap | | EV | | EV/Revenues | | | | EV/EBITDA | | | | EV/EBIT | | | | P/E | | | | |
|---|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|--|--|
| | prev. Day | prev. Day | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | | | |
| Multiples | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tagmaster AB | 24 | 25 | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | neg. | | |
| Filtronic PLC | 24 | 28 | 2 | 1,32 | 1,19 | - | 21,97 | 21,55 | 13,94 | - | 85,43 | 39,52 | 26,33 | - | neg. | 50,33 | 22,37 | - | - | | |
| Frequents AG | 278 | 274 | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 21,39 | | |
| FORTEC Elektronik AG | 64 | 68 | 1 | 0,76 | 0,74 | 0,72 | 8,19 | 8,60 | 7,72 | 7,46 | 8,94 | 9,43 | 8,39 | 8,18 | 10,94 | 12,22 | 10,96 | 10,96 | - | | |
| Mobotix AG | 92 | 106 | 1 | 1,43 | 1,32 | 1,20 | 31,76 | 21,16 | 13,23 | 10,58 | 63,53 | 35,27 | 21,16 | 13,23 | 112,81 | 45,79 | 22,89 | 15,26 | - | | |
| Traffic Systems SE | 234 | 249 | - | 1,42 | 1,32 | - | 11,79 | 12,47 | 10,40 | - | 15,47 | 15,59 | 13,13 | - | 21,79 | 22,19 | 18,20 | - | - | | |
| IVU Traffic Technologies AG | 252 | 232 | 3 | 2,47 | 2,27 | - | 19,92 | 19,33 | 16,57 | - | 24,90 | 23,20 | 19,33 | - | 36,47 | 31,45 | 25,16 | - | - | | |
| INVISIO Communications AB | 574 | 567 | 11 | 9,61 | 7,92 | 6,60 | 333,02 | 32,25 | 24,95 | 16,78 | 418,14 | 36,15 | 28,42 | 20,52 | 45,56 | 46,15 | 35,94 | 30,76 | - | | |
| Median | 163 | 169 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 20,9 | 20,2 | 13,6 | 10,6 | 44,2 | 29,2 | 20,2 | 13,2 | 29,1 | 31,5 | 22,4 | 15,3 | - | | |
| Mittelwert (zur Information) | 192 | 194 | 2,8 | 2,8 | 2,5 | 2,8 | 71,1 | 19,2 | 14,5 | 11,6 | 102,7 | 26,5 | 19,5 | 14,0 | 41,5 | 32,5 | 21,8 | 22,8 | - | | |
| Ceotronics AG | 17,42 | 25,00 | 1,08 | 1,05 | 1,02 | 0,99 | 8,91 | 8,04 | 7,50 | 6,91 | 13,21 | 12,54 | 12,41 | 11,92 | 14,71 | 13,87 | 13,72 | 13,12 | - | | |
| Unternehmenswert | | | 31,67 | 34,02 | 32,52 | 30,48 | 58,79 | 62,99 | 45,28 | 38,28 | 83,64 | 58,30 | 40,79 | 27,73 | 34,50 | 39,50 | 28,42 | 20,26 | - | | |
| -Nettoverschuldung (30.11.2019) | | | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | 7,60 | | | | | - | | |
| Wert des Eigenkapitals | | | 24,07 | 26,42 | 24,92 | 22,88 | 51,18 | 55,39 | 37,68 | 30,68 | 76,04 | 50,69 | 33,19 | 20,13 | 34,50 | 39,50 | 28,42 | 20,26 | - | | |
| Jahr | 2020/21 | 2021/22 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impliziter Preis | 6,52 | 4,70 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Mittelwert | 5,61 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | 2020/21 | 2021/22 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals basierend auf EV/Umsatz (€ Mio.) | | | | | 26,42 | 24,92 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals basierend auf EV/EBITDA (€ Mio.) | | | | | 55,39 | 37,68 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals basierend auf EV/EBIT (€ Mio.) | | | | | 50,69 | 33,19 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals basierend auf P/E (€ Mio.) | | | | | 39,50 | 28,42 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Mittelwert | | | | | 43,00 | 31,05 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anzahl Aktien (in Mio.) | | | | | 6,60 | 6,60 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Preis/Aktie (€) | | | | | 6,52 | 4,70 | | | | | | | | | | | | | | | |

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Bewertungsfazit

Zur Ermittlung eines Fairen Werts haben wir eine fundamentale sowie eine kapitalmarktorientierte Bewertung durchgeführt und zu gleichen Teilen gewichtet. Aus der DCF-Analyse ergibt sich ein Wert von € 3,76, aus der Peer Group-Betrachtung auf Basis der Jahre 2020/21e und 2021/22e ein Wert von € 5,61. Der Unterschied zwischen beiden Bewertungsmethoden liegt unserer Ansicht nach darin begründet, dass der Kapitalmarkt Geschäftsmodellen, die von den Treibern „Steigende staatliche Budgets“ und „Öffentliche Sicherheit“ (vgl. Tabelle 3: Schematische Peer-Darstellung) höhere Multiples zubilligt, während wir aus Gründen der Vorsicht bei der DCF-Bewertung nach dem Umsatzsprung im laufenden Geschäftsjahr von Wachstumsraten im nur niedrigen einstelligen Prozentbereich ausgehen.

**Fairer Wert pro Aktie:
€ 4,68**

Im Mittel beider Bewertungsmethoden ergibt sich ein Fairer Wert pro Aktie von € 4,68.

Anhang – Profile der Vergleichsunternehmen

Beschreibung und Tabelle zur vergleichenden Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen

TagMaster AB bietet Lösungen für den Bahn- und Straßenverkehr, die auf RFID- und ANPR (Automatic Number Plate Recognition) – Technologie basieren. Wie CeoTronics ist die Kundenseite stark durch die Ausgabenpolitik der öffentlichen Hand geprägt.

Die an der AIM notierte **Filtronic PLC** ist auf RF-Kommunikations-Lösungen für die Netzinfrastruktur und kritische Kommunikation (Öffentliche Sicherheit, Militär, Raumfahrt) ausgerichtet.

Frequentis AG ist Anbieter von Kommunikations- und Informationssystemen für Leitzentralen in sicherheitskritischen Bereichen (zivile und militärische Flugsicherung, Polizei, Rettungsdienste, Schifffahrt und Bahn)

FORTEC Elektronik AG ist ein Systemanbieter von Produkten und Komponenten aus den Bereichen Embedded Systems, Stromversorgung und Displaytechnik. Die Nachfrage für diese Produkte kommt aus den Bereichen der Industrieautomation, elektronische Medien (Bankautomaten, Infotafeln) und Medizintechnik, auch Ausrüster der Bahn- und Sicherheitstechnik zählen zum Kundenkreis.

Mobotix AG ist ein führender Hersteller vom digitalen, netzwerkbasierten Video-Sicherheitssystemen und liefert auch das Systemzubehör und die Video-Management-Software.

INVISIO Communications AB ist ein direkter Wettbewerber der **CeoTronics** der mit seinen Kommunikations-Systemen (Headsets, Kontrolleinheiten, Intercom Systeme) vor allem Kunden aus dem militärischen Bereich adressiert.

IVU Traffic Technologies AG (IVU) entwickelt IT-Anwendungen zur Steuerung und Optimierung logistischer Prozesse. Die Systemlösungen von IVU sind in der Lage, alle Informationsströme eines Unternehmens zu erfassen und in ein logistisches Gesamtkonzept zu integrieren, sowohl für die Mobilität von Personen als auch den Transport von Gütern. Diese integrierten Standardprodukte planen, optimieren und steuern den Einsatz von Bussen und Bahnen, informieren Fahrgäste in Echtzeit, erstellen Routen für die Paketzustellung und unterstützen Filialisten bei der Standortwahl

Init Innovation in Traffic Systems SE ist eines der weltweit führenden Unternehmen im Bereich Verkehrstelematik. Init produziert und vertreibt Telematikkomponenten, Telematiksysteme und elektronische Zahlungssysteme für Busse und Bahnen. Des Weiteren führt sie die Installationen ihrer Telematiklösungen durch und passt diese an die Bedürfnisse ihrer Kunden an. Init deckt die Wertschöpfungskette von der Planung über die Entwicklung, die Produktion, die Installation/Integration bis zur Wartung der Systeme ab. Das Unternehmen ist weltweit der einzige Anbieter, der alle betrieblichen Aufgabenstellungen der Verkehrsunternehmen abdeckt.

Tabelle 3: Schematische Peer-Darstellung

| | Signifikanter Umsatzanteil durch öffentliche Hand | Einsatz der Produkte bei sicherheitskritischen Anwendungen | Unternehmenssitz | Umsatzkategorie | | |
|---------------------------|---|--|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | unter € 25 Mio. | € 25 - 100 Mio. | Über € 100 Mio. |
| CeoTronics | Ja | Ja | Deutschland | X | - | - |
| Tagmaster AB | Ja | Nein | Schweden | X | - | - |
| Filtronic PLC | n.a. | Ja | Großbritannien | X | - | - |
| Frequentis | Ja | Ja | Österreich | - | - | X |
| SRT Marine Systems PLC | Ja | Ja | Großbritannien | X | - | - |
| FORTEC Elektronik AG | Nein | Nein | Deutschland | - | X | - |
| Mobotix AG | Nein | Ja | Deutschland | - | X | - |
| CS Group | Ja | Ja | Frankreich | - | - | X |
| Init | Ja | Nein | Deutschland | - | - | X |
| IVU | Ja | Nein | Deutschland | - | X | - |
| INVISIO Communications AB | Ja | Ja | Schweden | - | X | - |

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Fachbegriffsglossar

| | |
|-------------------|--|
| BOS | = Behörden und Organisationen mit Sicherheitsaufgaben |
| DECT | = Digital Enhanced Cordless Telecommunication |
| EMV | = <u>E</u> lektro <u>m</u> agnetische <u>V</u> erträglichkeit |
| GTEM-Zelle | = Eine <u>G</u> igahertz <u>T</u> ransverse <u>E</u> lectro <u>m</u> agnetic-Zelle stellt für Prüfungen und Messungen zur elektromagnetischen Verträglichkeit eine definierte Umgebung bereit. |
| GPEC | = Fachmesse ("General Police Equipment Exhibition") |
| ITK | = <u>I</u> nformationstechnologie, <u>T</u> ele <u>k</u> ommunikation |

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

MiFID II – Hinweis: Diese Studie wurde auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: BankM AG, Frankfurt am Main („BankM“).

Verfasser des vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann und Dr. Roger Becker, CEFA, Analysten. Wir bedanken uns bei Jonah Leise für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Praktikums.

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist CeoTronics AG.

Hinweis über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Keine

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

10.2.2020

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 7.2.2020

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der BankM durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß Deligierte Verordnung (EU) Nr. 958/2016 Art. 6 Abs. 3 sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2020 BankM AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.