

Basisstudien-Update

Analysten

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals: KAUFEN)

Fairer Wert

€ 8,37

(vormals: € 7,94)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Refinitiv, AlphaSense and www.BankM.de

Deutliche Prognoseanhebung - auf Rekord-H1 folgt wohl ein noch stärkeres H2

CEOTRONICS blickt auf ein **sehr gutes erstes Halbjahr 2024/25** zurück – so wurden Umsatz (€ 21,15 Mio.; +95,3%), EBIT-Marge (7,1%; H1 2023/24: -6,4%), Auftragsbestand (€ 70,5 Mio.; +363%) und Auftragseingang (€ 20,76 Mio.; +12,2%) deutlich ausgebaut. Für den Investor bedeutsamer als die starken Halbjahreszahlen ist jedoch **der angehobene Ausblick**, denn dieser impliziert einen H2-Umsatz, der den in H1 erzielten Rekordwert **nochmal um ca. 36%** übertreffen wird. Trotz dieser Dynamik handelt CEOTRONICS weiterhin mit Abschlügen gegenüber den direkten Peers **Invisio** und **Bittium** – wir sehen hierin für die Anleger eine Chance. Auf Basis der **angehobenen Schätzungen** ist die CEOTRONICS-Aktie weiterhin ein **klarer Kauf**.

Die Gleichgewichtung unserer aktualisierten DCF- und Peer Group-Analyse resultiert in einem Fairen Wert von € 8,37.

- Komfortable Ausgangslage.** Der Auftragsbestand von € 70,5 Mio. hat eine rechnerische Reichweite von über einem Jahr. Vor dem Hintergrund der anstehenden **Neuwahlen** in Deutschland ist dies relevant, da die Erfahrung zeigt, dass mitunter Monate vergehen, bis sich eine Koalition gefunden hat und öffentliche Auftragsvergaben unter der neuen Regierung wieder aufgenommen werden. Die Treiber „Innere und Äußere Sicherheit“ sind weiterhin intakt und dürften - auch bedingt durch externe Faktoren (u.a. globale Krisenherde, NATO-Budgetziele) - noch mehrere Jahre eine hohe Priorität genießen. Der **Leuchtturmcharakter des mehrjährigen Bundeswehrgroßauftrages (SmG)**, ist ein Türöffner, auch international. Die vollzogenen Neueinstellungen von Area Sales Managern unterstreichen die Ambition, den Umsatzmix regional weiter zu diversifizieren.
- Neuer Markenauftritt.** Nach 14 Monaten Vorbereitung ist CEOTRONICS mit dem auf der HV angekündigten neuen Markenauftritt live gegangen. Neben dem **Logo**, wurde auch die **Webseite** komplett überarbeitet und zielgruppenorientiert ausgerichtet.

Ausblick: CEOTRONICS **hebt den Ausblick an** und plant für 2024/25 nun mit einem Umsatz von € 50 Mio. (+69%; alt: rd. € 46 Mio.) bei einem Jahresüberschuss von rund € 4 Mio. (+220%; alt: € 3,5 Mio.) und geht von einer Fortsetzung der positiven Geschäftsentwicklung in den Folgejahren aus.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (€ Mio.)	EBITDA (€ Mio.)	EBIT (€ Mio.)	EBT (€ Mio.)	Netto- ergebnis (€ Mio.)	EPS (€)	DPS (€)	EBIT Marge	Netto- Marge
2022/23a	30,1	5,4	3,9	3,6	2,5	0,38	0,15	12,9%	8,4%
2023/24a	29,6	4,2	2,5	1,9	1,3	0,17	0,15	8,5%	4,2%
2024/25e	50,0	8,2	6,2	5,6	4,0	0,50	0,18	12,4%	8,0%
2025/26e	55,0	9,4	7,1	6,6	4,7	0,58	0,20	13,0%	8,5%
2026/27e	60,5	10,5	8,2	7,6	5,4	0,68	0,21	13,6%	8,9%
2027/28e	63,5	10,8	9,0	8,4	6,0	0,75	0,22	14,2%	9,4%

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

Branche	Kommunikation
WKN	5407407
ISIN	DE0005407407
Bloomberg/Reuters	CEK GY/CEK:DE
Rechnungslegung	HGB
Geschäftsjahr	31. Mai
GB 2024/25	September 2025
Marktsegment	Open Market
Transparenzlevel	Basic Board

Finanzkennzahlen	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e
EV/Umsatz	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,8	6,8	6,1	5,9
EV/EBIT	10,3	9,0	7,8	7,1
P/E	11,2	9,6	8,3	7,5
Preis/Buchwert	1,6	1,5	1,3	1,2
Preis/FCF	n.m.	22,3	18,4	9,7
ROE (in %)	16,9	16,0	16,6	16,3
Dividendenrendite (%)	2,9	3,3	3,4	3,6

Anzahl Aktien (in Mio.)	7,98		
Marktkap. / EV (in € Mio.)	44,64 / 64,15		
Free float (in %)	53,9		
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	76,81		
12M hoch/tief (in €; Schluss)	7,45 / 4,32		
Kurs 28.1.2025 (in €; Schluss)	6,15		
Performance	1M	6M	12M
	absolut (in %)	6,0	20,6
relativ (in %)	18,3	73,6	542,9
Vergleichsindex	Daxsubsec. All Electr. Comp. & Hardware Perf.		



CeoTronics AG
 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.

Schätzungen angehoben, diverse Auftragseingänge in H1 24/25 ...

Unsere Schätzungen haben wir mit Blick auf die angehobene Prognose angepasst, die **Planbarkeit** beim Geschäftsmodell der CEOTRONICS ist **hoch**, da Abrufzeitpunkte und Losgrößen im Vorfeld festgelegt werden. Der Großauftrag der Bundeswehr ist gewichtig, CEOTRONICS gewinnt aber auch zahlreiche weitere Aufträge. So wurden **Ende September zwei Aufträge** im Volumen von **€ 1 Mio.** („Kunde mit polizeilichen Aufgaben“) und **€ 6,6 Mio.** (u.a. digitale Vollduplex-Funkgeräte, intelligente Bedieneinheiten) vermeldet, im November konnten Aufträge über **€ 1,7 Mio.** (zwei Polizeikunden aus Deutschland, sowie ein NATO-Kunde aus der EU) und ein Auftrag über **€ 3,2 Mio.** (Produkte aus der CT-Comlink-Produktfamilie für einen EU-NATO-Kunden) erfasst werden. Wir sehen mittelfristig - trotz des Umsatzsprungs in 2024/25 – weiterhin ein deutliches Wachstum bei CEOTRONICS – bei weiterem Margenausbau. Wir gehen davon aus, dass dieses Wachstum stärker als in der Vergangenheit aus anderen NATO-Staaten kommen wird.

... Bilanz „verdaut“ den Wachstumsprung – Kennzahlen verbessern sich

Im Vorfeld des Bundeswehrauftrags, aber auch um die Lieferfähigkeit sicher zu stellen hat CEOTRONICS die Vorräte hochgefahren. Ende des Geschäftsjahres 2023/24 lag das **Vorrat-zu-Umsatz Verhältnis bei 0,73 – 2024/25 sehen wir diesen Wert auf 0,42 sinken.** Mit Blick auf die **Halbjahresbilanz** fällt auf, dass sich die Vorräte (+2,8%) deutlich unterproportional zum Umsatzanstieg entwickelten und auch der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (+76,2%) unterproportional zur Umsatzentwicklung war. Hierdurch verbessern sich die Working-Capital bezogenen Kennzahlen, der **Vorfinanzierungsdruck nimmt ab.**

Skalierung greift, Mitarbeiteranzahl wächst deutlich unterproportional, Einstellungsfokus liegt auf dem Vertrieb

Der **Umsatzanstieg in H1 (>95%)** wurde im Wesentlichen mit dem bestehenden Personal bewältigt, denn auch der Umsatz pro Mitarbeiter (+92,2%) stieg in gleicher Größenordnung, wobei die Anzahl der Beschäftigten (Vollzeitäquivalent) im Jahresverlauf nur von 127 auf 129 stieg. Dies zeigt die gute Skalierbarkeit in der Produktion – nur jeder dritte Mitarbeiter (GB 2023/24) ist direkt in die Produktion (Operations) involviert. Von der **Skalierung** in der Produktion profitieren die Margen sehr stark – so **verbesserte sich die EBIT-Marge um 13,5%-Punkte**, die Nettomarge um 10,6%-Punkte. Vor diesem Hintergrund (und dem Leuchtturmprojekt SmG) ist es konsequent, dass CEOTRONICS nun den (internationalen) Vertrieb gestärkt hat – allein im Januar sind drei Neueinstellungen von **Area Sales Managern** (u.a. für Benelux, Österreich und Südosteuropa) erfolgt. Es ist zu erwarten, dass das Auslandsgeschäft, das in H1 18,8% der Umsätze verantwortete, mittelfristig an Gewicht gewinnen wird.

Gesamtwirtschaftlich anspruchsvolles Makroumfeld ...

Deutschland befindet sich in einer Rezession, Überregulierung/Bürokratie, Fachkräftemangel und vergleichsweise hohe Energiepreise stellen die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen vor große Herausforderungen. Hinzu kommen der Krieg in der Ukraine und weitere globale Konfliktherde, die auch Lieferketten beeinträchtigen können.

... aber Sicherheitsmarkt profitiert von spezifischen, nicht-konjunkturellen Faktoren

Unternehmen, die einen Großteil ihrer Geschäfte mit der öffentlichen Hand machen, spüren die konjunkturellen Probleme i.d.R. in geringerem Ausmaß, Unternehmen, die die innere und äußere Sicherheit bedienen, erfahren in gewissem Maße durch Versäumnisse der Vergangenheit (**Unterinvestition**) und aktuellen **Kriegen und Krisen** (u.a. Ukraine/Russland; China/Taiwan) eine gewisse Sonderkonjunktur. In Bezug auf das von vielen NATO-Partnern bisher verfehlt 2%-Ziel (2% des BIP sollen in die Verteidigung fließen), scheint

ebenfalls ein Umdenken stattzufinden, höhere Zielquoten (mitunter sogar 5%) werden genannt. Diese **Krisenbedingte Sonderkonjunktur** wird noch viele Jahre anhalten, hinzu kommen **Versäumnisse der Vergangenheit** . So sind bspw. viele Landespolizeien und auch die Bundespolizei unterfinanziert und mit Budgetsperren belegt – dies kann angesichts der gegenwärtigen Herausforderungen (Organisierte Kriminalität, Clankriminalität, politischer/religiöser Extremismus) mittelfristig so nicht fortgesetzt werden, ein Umdenken muss stattfinden.

Auf Grund der hohen Bedeutung von Kunden aus dem Bereich innerer (Polizei, Rettungsdienste, Feuerwehren) und äußerer Sicherheit (Armee, Grenzsicherung) gilt CEOTRONICS auch als **Beschützer-Unterstützer-Aktie** . Dies beschreibt den wesentlichen Treiber des Geschäftsmodells gut, ignoriert aber, dass sich CEOTRONICS-Kunden auch in (Energie-)Wirtschaft und Industrie (Möbelindustrie, Kraftwerke, Werften, Brauereien, Kranindustrie, Windanlagenbauer/betreiber, Hersteller von landwirtschaftlichen Fahrzeugen etc.), finden - also wo extreme äußere Bedingungen die Produkte der Gesellschaft erforderlich machen. Gleichzeitig ist dieses Geschäft eher konjunktursensitiv.

CEOTRONICS hat seit dem IPO rd. € 8,5 Mio.an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Ausschüttungsquoten lagen im Mittel bei rd. 53% des Jahresüberschusses der jeweiligen Bezugsjahre. Seit 2021 wurden ohne Unterbrechung Dividenden ausgeschüttet, dies soll fortgesetzt werden.

Die schwedische **Invisio Communications AB** und die finnische **Bittium Oyi** , die ebenfalls im Bereich **der Kommunikationslösungen für den militärischen Gebrauch** aktiv sind, handeln weiterhin zu deutlich höheren Bewertungsmultiples. Während CEOTRONICS für **das laufende Geschäftsjahr** mit einem EV/Umsatz von 1,3 und einem KGV von 11,2 gehandelt wird, liegen die 2025er Multiples für **Invisio** bei 8,0 und 47,7 und bei **Bittium** bei 2,5 und 18,7. **Im Vergleich hierzu ist CEOTRONICS klar unterbewertet** – und bietet Anlegern eine attraktive Möglichkeit, am Thema Innere und äußere Sicherheit zu vorteilhaften Konditionen zu partizipieren.

**Kundenschwerpunkt
Sicherheit, aber
diversifiziertes
Einsatzportfolio**

**Aktionärsfreundliche
Dividendenpolitik**

**Abschlag gegenüber
Peers nicht
gerechtfertigt –
Chance für Anleger**

Bewertung

DCF-Analyse

	2023/24a	Phase 1					Phase 2				Terminal Value
		2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	2030/31e	2031/32e		
in T€											
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8		
Wachstum	-1,5%	68,7%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	1,0%	
Umsätze	29.632	50.000	55.000	60.500	63.525	66.701	69.369	72.144	74.308	75.051	
EBIT	2.514	6.217	7.149	8.208	8.989	9.152	9.220	9.278	9.237	9.006	
- ab 24/25e: adapt. Steuern auf EBIT	680	1.809	2.080	2.388	2.616	2.663	2.683	2.700	2.688	2.621	
+ Abschreibungen und Amortisation	1.709	2.027	2.241	2.329	1.811	2.014	1.982	2.093	2.117	2.000	
+ Veränderungen der langfr. Rückst.	-630	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	14.583	3.874	3.235	3.558	1.957	2.055	1.726	1.795	1.400	471	
- andere, nicht-cashwirks. Positionen	-118	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investitionen in Anlagevermögen	1.486	2.627	2.241	2.329	1.811	2.014	1.982	2.093	2.117	2.000	
= Freier Cash Flow	-13.274	-66	1.834	2.261	4.416	4.434	4.811	4.783	5.149	5.915	
Terminal Value										98.940	
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	0,53	
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	-61	1.562	1.778	3.206	2.972	2.975	2.733	2.718		
Nettobarwert des Terminal Values										52.241	
Bewertung		Anteil am Unternehmenswert									
Ergebnis der zukünftigen Cash Flows	17.883	26%									
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	52.241	74%									
= Unternehmenswert	70.124										
+ Kasse (31.5.2024)	692										
- Finanzverbdk. (31.5.2024)	18.366										
+ Kapitalerhöhung (3.6.2024)	4.687										
= Wert des Eigenkapitals	57.137										
Aktienzahl (in Tsd.)	7.980										
Fairer Wert pro Aktie	7,16										

Quelle: BankM Research

Modell-Annahmen

	Quelle	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	2030/31e	2031/32e	TV
Risikofreie Rendite*	Bloomberg	2,29%	2,27%	2,26%	2,32%	2,37%	2,32%	2,39%	2,46%	2,79%
Erwartete Marktrendite	Bloomberg / KPMG	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%
Marktrisikopämie		6,74%	6,75%	6,76%	6,71%	6,66%	6,70%	6,64%	6,57%	6,24%
Beta der Peer Group, relevered	Bloomberg	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29	1,00
Eigenkapitalkosten		10,97%	10,97%	10,97%	10,96%	10,95%	10,96%	10,94%	10,92%	9,03%
Gewichtung zu Marktwerten		70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Fremdkapitalkosten		2,99%	2,99%							
Gewichtung zu Marktwerten		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Tax Shield		29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
WACC		8,35%	8,35%	8,35%	8,34%	8,33%	8,34%	8,32%	8,31%	6,98%

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		Diskontierung im Terminal Value						
		5,50%	6,00%	6,50%	6,98%	7,50%	8,00%	8,50%
Wachstum im Terminal Value	-1,00%	6,51	6,08	5,72	5,41	5,12	4,87	4,65
	0,00%	7,65	7,07	6,57	6,16	5,78	5,45	5,17
	1,00%	9,31	8,44	7,73	7,16	6,63	6,20	5,83
	2,00%	11,91	10,50	9,40	8,56	7,81	7,21	6,70
	3,00%	16,60	13,94	12,03	10,66	9,50	8,61	7,88
		EBIT-Marge im Terminal Value						
		11,40%	11,60%	11,80%	12,00%	12,20%	12,40%	12,60%
Wachstum im Terminal Value	-1,00%	5,15	5,24	5,33	5,41	5,50	5,59	5,67
	0,00%	5,86	5,96	6,06	6,16	6,26	6,36	6,46
	1,00%	6,81	6,92	7,04	7,16	7,28	7,40	7,51
	2,00%	8,13	8,27	8,42	8,56	8,70	8,84	8,99
	3,00%	10,12	10,30	10,48	10,66	10,84	11,02	11,20

Quelle: BankM Research

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

CEOTRONICS AG

29. Januar 2025

Bewertung - 5/10 -

Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap	EV	EV/Revenues			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	prev. Day	prev. Day	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Multiples														
Rosenbauer International AG	233,2	64,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	-	0,9	0,8	-	2,0	1,5	-
Filtronic PLC	246,0	241,0	4,2	4,9	-	14,7	20,8	-	17,2	26,6	-	19,3	29,9	-
Frequentis AG	370,5	365,3	0,7	0,7	0,6	6,8	6,3	5,6	11,5	10,4	8,7	15,5	14,1	11,9
FORTEC Elektronik AG	63,4	46,1	0,5	0,4	0,4	6,1	4,7	3,7	7,9	5,7	4,3	11,2	7,9	6,1
Mobotix AG	7,1	20,2	0,4	0,3	0,3	3,6	2,9	-	16,8	8,4	5,6	-	22,4	-
Init Innovation in Traffic Sys	375,5	424,0	1,4	1,2	1,0	8,8	7,4	-	12,3	10,1	7,6	18,2	14,8	-
IVU Traffic Technologies AG	275,5	283,0	2,0	1,8	-	11,3	10,1	-	14,1	12,3	-	18,9	16,6	-
INVISIO AB	1.315,5	1.297,1	8,0	6,9	5,6	30,1	24,5	17,6	33,5	26,7	21,3	47,7	36,5	-
Hensoldt AG	4.298,9	5.354,9	2,0	1,8	1,7	11,6	9,9	8,8	16,0	13,2	11,4	27,0	21,7	17,7
Bittium Oyj	229,2	247,4	2,5	2,2	2,1	10,2	8,4	7,3	19,3	14,5	12,3	18,7	16,4	14,4
Median	260,8	265,2	1,7	1,5	0,8	9,5	7,9	7,3	17,6	11,3	8,7	29,2	16,5	13,1
Überleitung			2025/26	2026/27		2025/26	2026/27		2025/26	2026/27		2025/26	2026/27	
adj. Median wg. abw. GJ			1,6	1,2		8,8	7,6		15,0	10,2		23,9	15,1	
Mittelwert (zur Information)	741,5	834,3	2,2	2,0	1,5	10,4	9,6	8,6	15,0	12,9	10,2	19,9	18,2	12,5
			Umsatz			EBITDA			EBIT			Nettoergebnis		
CeoTronics AG			55,00	60,50		9,39	10,54		7,15	8,21		4,65	5,40	
* Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse														
** Alle Werte, auch negative, wurden in der Ermittlung des Medians berücksichtigt, wobei negativen Werten die höchste Rangfolge zugeordnet wurde.														
Unternehmenswert			89,13	92,13		82,74	80,43		107,30	83,88		111,36	81,64	0,00
- Nettoverschuldung (30.11.2025)			19,50	19,50		19,50	19,50		19,50	19,50				
Wert des Eigenkapitals			69,63	72,63		63,24	60,93		87,80	64,38		111,36	81,64	0,00
			92,62			73,12			in € Mio.			2025/26e 2026/27e		
Jahr	2025/26e	2026/27e												
Impliziter Preis (in €)	10,40	8,76												
Mittelwert (in €)	9,58													
			basierend auf EV/Umsatz			69,63			72,63					
			basierend auf EV/EBITDA			63,24			60,93					
			basierend auf EV/EBIT			87,80			64,38					
			basierend auf P/E			111,36			81,64					
			Mittelwert			83,01			69,89					
			Anzahl Aktien (in Mio.)			7,98			7,98					
			Preis/Aktie (€)			10,40			8,76					

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Bewertungsfazit

Unsere **DCF-Analyse** ergibt einen Wert pro Aktie von € 7,16 und die **Peer Group-Betrachtung** auf Basis 2025/26 und 2026/27 im Mittel einen Wert pro Aktie von € 9,58. Bei gleicher Gewichtung beider Ansätze liegt der **Faire Wert pro CEOTRONICS-Aktie bei € 8,37**. Unser Fairer Wert liegt damit 36% über dem aktuellen Kurs und führt – gemäß unseres Ratingsystems - zu unserem Anlageurteil „Kaufen“.

**Fairer Wert pro Aktie:
€ 8,37**

Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.5. (HGB) in € Tsd.	2022/23a	2023/24a	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	5y - CAGR 22/23 - 27/28	H1 23/24a	H1 24/25a
Umsatzerlöse	30.081	29.632	50.000	55.000	60.500	63.525	16,1	10.833	21.153
Wachstumsrate in %	3,3	-1,5	68,7	10,0	10,0	5,0		-29,6	95,3
Herstellkosten	15.594	15.778	28.000	30.800	33.880	35.574	17,9	5.944	12.798
% vom Umsatz	51,8	53,2	56,0	56,0	56,0	56,0		54,9	60,5
Bruttoergebnis	14.487	13.854	22.000	24.200	26.620	27.951	14,0	4.889	8.355
Vertriebskosten	5.371	5.473	8.100	8.745	9.438	9.719	12,6	2.635	3.165
% vom Umsatz	17,9	18,5	16,2	15,9	15,6	15,3		24,3	15,0
Allgemeine Verwaltungskosten	2.185	2.382	2.892	3.016	3.136	3.103	7,3	1.179	1.446
% vom Umsatz	7,3	8,0	5,8	5,5	5,2	4,9		10,9	6,8
Forschungs- und Entwicklungskosten	3.821	3.642	4.986	5.485	6.033	6.335	10,6	1.786	2.493
% vom Umsatz	12,7	12,3	10,0	10,0	10,0	10,0		16,5	11,8
Sonstige betr. Erträge	824	462	500	500	500	500		226	284
Sonstige betr. Aufwendungen	57	305	305	305	305	305		205	35
EBIT	3.877	2.514	6.217	7.149	8.208	8.989	18,3	-690	1.500
Finanzergebnis	-263	-584	-585	-585	-585	-585		-149	-406
EBT	3.614	1.931	5.632	6.564	7.622	8.404	18,4	-839	1.116
Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	1.085	680	1.639	1.910	2.218	2.446		-98	318
Konzernergebnis	2.529	1.250	3.993	4.654	5.404	5.958	18,7	-741	798
<i>Nachrichtlich</i>									
Abschreibungen und Wertminderungen	1.495	1.709	2.027	2.241	2.329	1.811		681	806
% vom Umsatz	5,0	5,8	4,1	4,1	3,8	2,9		6,3	3,8
EBITDA	5.372	4.223	8.244	9.390	10.536	10.800		-9	2.306
Anzahl Aktien (in Tsd.)	6.600	7.259	7.980	7.980	7.980	7.980		7.259	7.980
Ergebnis / Aktie (EpA)	0,38	0,17	0,50	0,58	0,68	0,75		-0,10	0,10

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

GuV-Margen

Margen in % v. Umsatz	2022/23a	2023/24a	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e		H1 23/24a	H1 24/25a
Rohrertragsmarge	48,2	46,8	44,0	44,0	44,0	44,0		45,1	39,5
EBITDA-Marge	17,9	14,3	16,5	17,1	17,4	17,0		-0,1	10,9
EBIT-Marge	12,9	8,5	12,4	13,0	13,6	14,2		-6,4	7,1
EBT-Marge	12,0	6,5	11,3	11,9	12,6	13,2		-7,7	5,3
Nettomarge	8,4	4,2	8,0	8,5	8,9	9,4		-6,8	3,8

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

CEOTRONICS AG

29. Januar 2025

Tabellenanhang - 7/10 -

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.5. (HGB)	2022/23a	2023/24a	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	H1 23/24a	H1 24/25a
in € Tsd.								
Konzernergebnis	2.529	1.250	3.993	4.654	5.404	5.958	-741	798
+ Abschreibung & Wertminderungen	1.390	1.377	2.027	2.241	2.329	1.811	681	806
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-292	-630	0	0	0	0	-837	-310
= Cash Earnings	3.627	1.997	6.020	6.894	7.733	7.769	-897	1.294
- Veränd. des Nettoumlaufvermögens	-1.035	14.583	3.874	3.235	3.558	1.957	8.953	5.603
+ Netto Finanzpositionen	263	584	585	585	585	585	149	384
+ Sonstiges	-255	-118	0	0	0	0	-8	95
= Operativer Cash Flow	4.670	-12.120	2.732	4.245	4.760	6.397	-9.709	-3.830
- Investitionen in Anlagevermögen	1.346	1.486	2.627	2.241	2.329	1.811	545	1.323
- Ausz. für immaterielles Anlageverm.	533	704	1.225	1.400	1.600	1.105	345	155
- Auszahlungen für Sachanlagen	813	782	1.402	841	729	706	200	1.168
- Sonstiges	0	-1	0	0	0	0	0	-22
CashFlow aus Investitionstätigkeit	-1.346	-1.485	-2.627	-2.241	-2.329	-1.811	-545	-1.301
= Freier Cash Flow	3.324	-13.605	104	2.004	2.431	4.587	-10.254	-5.131
+ Kapitalerhöhung	0	2.359	4.687	0	0	0	2.359	4.687
+ Finanzschulden	655	6.847	0	0	0	0	3.800	3.427
- Tilgung Finanzschulden	1.490	948	0	0	0	0	422	452
- Gezahlte Zinsen	263	585	585	585	585	585	149	406
- Dividende (Vorjahr)	990	990	1.089	1.436	1.596	1.676	990	1.089
= Erhöhung der Barmittel	1.236	-6.922	3.117	-17	250	2.326	-5.656	1.036

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

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

Bilanz

Geschäftsjahr 31.5. (HGB) in € Tsd.	2022/23a	2023/24a	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	H1 24/25a
Aktiva							
A. Anlagevermögen	12.717	12.826	13.426	13.426	13.426	13.426	13.343
I. Immaterielle Vermögenswerte	5.289	5.222	5.222	5.222	5.222	5.222	4.922
II. Sachanlagen	7.428	7.604	8.204	8.204	8.204	8.204	8.421
B. Umlaufvermögen	16.421	30.798	38.910	42.403	46.514	50.963	37.870
I. Vorräte	13.096	21.723	20.956	23.052	25.357	26.625	22.594
II. Forderungen	1.881	8.383	14.145	15.560	17.116	17.971	14.846
III. Barmittel	1.444	692	3.809	3.791	4.041	6.367	430
C. RAP	226	196	196	196	196	196	357
Bilanzsumme	29.364	43.820	52.532	56.025	60.136	64.586	51.570
Passiva							
A. Eigenkapital	17.241	19.895	27.486	30.703	34.511	38.794	24.226
I. Gezeichnetes Kapital	6.600	7.259	7.980	7.980	7.980	7.980	7.980
II. Kapitalrücklagen	2.361	4.061	8.027	8.027	8.027	8.027	8.027
III. Gesetzliche Rücklage	16	16	16	16	16	16	16
IV. Differenz aus Währungsumrechnung	-579	-544	-544	-544	-544	-544	-609
V. Gewinnvortrag / Verlustvortrag	6.314	7.853	8.014	10.571	13.628	17.357	8.014
VI. Konzernüberschuss	2.529	1.250	3.993	4.654	5.404	5.958	798
B. Rückstellungen	2.275	1.658	1.658	1.658	1.658	1.658	1.752
C. Verbindlichkeiten	8.890	21.325	22.447	22.722	23.025	23.192	24.780
1. Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	6.296	18.366	18.366	18.366	18.366	18.366	19.933
2. Anzahlungen	384	116	116	116	116	116	0
3. aus L&L	1.384	1.632	2.754	3.029	3.332	3.499	2.368
4. Sonstige	826	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	2.479
D. Passive latente Steuern	958	942	942	942	942	942	812
Bilanzsumme	29.364	43.820	52.532	56.025	60.136	64.586	51.570

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

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2022/23a	2023/24a	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	H1 24/25a
Anlagevermögen	43,31	29,27	25,56	23,96	22,33	20,79	25,87
Umlaufvermögen	55,92	70,28	74,07	75,69	77,35	78,91	73,43
Sonstiges	0,77	0,45	0,37	0,35	0,33	0,30	0,69
Eigenkapital	58,71	45,40	52,32	54,80	57,39	60,07	46,98
Rückstellungen	7,75	3,78	3,16	2,96	2,76	2,57	3,40
ges. Verbindlichkeiten	30,28	48,66	42,73	40,56	38,29	35,91	48,05

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

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 der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann und Dr. Roger Becker, CEFA, Analysten. Wir bedanken uns bei Jan Kaden für seine qualifizierte Unterstützung im Rahmen seines Dualen Studiums.

Die BankM unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist CEOTRONICS AG.

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

Analysten	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	31. Januar 2024	Kaufen	€ 5,28
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	18. April 2024	Kaufen	€ 7,65
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	24. April 2024	Kaufen	€ 8,05
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	5. Juni 2024	Kaufen	€ 8,16
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	23. Juli 2024	Kaufen	€ 8,11
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	12. September 2024	Kaufen	€ 7,88
Daniel Großjohann, Dr. Roger Becker (CEFA)	9. Oktober 2024	Kaufen	€ 7,94

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 keine inhaltlichen 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 und Uhrzeit des Abschlusses der Erstellung:

29.1.2025, 10:00 Uhr (MEZ)

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

Schlusskurse vom 28.1.2025, 17:30 UHR (MEZ)

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 so weit 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 Delegierte 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 darunterfallende 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.

© 2025 BankM AG, Baseler Straße 10, D-60329 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

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