

04.09.2008

CeoTronics AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,87 €

Kurs: 2,80 Euro
03. September 2008
Frankfurt, 17:20 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (4,87 €)

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

CeoTronics AG
Adam-Opel-Str. 6
D-63322 Rödermark

Tel.: 06074 / 87510
Fax: 06074 / 8751720

Investor.relations
@ceotronics.com

www.ceotronics.com

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 16

Unternehmensprofil:

Branche: Technologie

Fokus: Mobile digitale Funk-Netze und -Endgeräte, Headsets

Mitarbeiter: 150 (31.05.2008)

Firmensitz: Rödermark, D

Gründung: 1985

Vorstandsvorsitzender:
Thomas H. Günther

WKN: 540740

ISIN: DE0005407407

Börsenkürzel: CEK

Anzahl Aktien: 6,60 Mio.

Marktkap.: 18,48 Mio. €

Streubesitz: 39,91 %

52 W Hoch: 4,00 €

52 W Tief: 2,51 €

Durchs. Tagesvolumen : 25.926,97 €*
* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate), Ceotronics AG

~ 540740 CEK, Tageschart [Close] - 01.08.2007 - 03.09.2008 - 2,8



In Mio. Euro	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010
Umsatz	17,94	21,32	21,75	23,93
EBITDA	2,44	3,31	3,31	3,70
EBIT	1,92	2,79	2,81	3,22
Konzernergebnis	1,05	1,84	1,85	2,15
In Euro				
Gewinn je Aktie*	0,16 €	0,28 €	0,28 €	0,32 €
Dividende je Aktie*	0,10 €	0,15 €	0,15 €	0,17 €
In %				
EBITDA-Marge	13,58 %	15,51 %	15,23 %	15,47 %
EBIT-Marge	10,70 %	13,07 %	12,93 %	13,47 %
Dividendenrendite*	3,57 %	5,36 %	5,36 %	6,07 %
Kennzahlen*				
EV/Sales	1,10	0,97	0,87	0,79
EV/EBITDA	8,13	6,26	5,68	5,08
KGV	17,67	10,16	10,08	8,69
KBV (31.05.2008)		1,43		

* Im Geschäftsjahr 2007/08 wurde die Aktienanzahl durch einen Aktiensplitt von 2,2 Mio. auf 6,6 Mio. erhöht. Zur besseren Vergleichbarkeit der Kennzahlen haben wir die Aktienanzahl der Vorperioden auf 6,6 Mio. Stück angepasst

Highlights:

- Großauftrag der Bundeswehr erfolgreich ausgeführt - Folgeauftrag über weitere 3 Mio. € erhalten
- Umsatz- und Ergebnisschätzungen übertroffen
- Digitalfunkumstellung in Deutschland nimmt konkrete Züge an
- Kursziel von 4,87 € wird bestätigt
- Aktie ist mit über 70 % Kurspotenzial weiterhin deutlich unterbewertet

Unternehmen

Profil

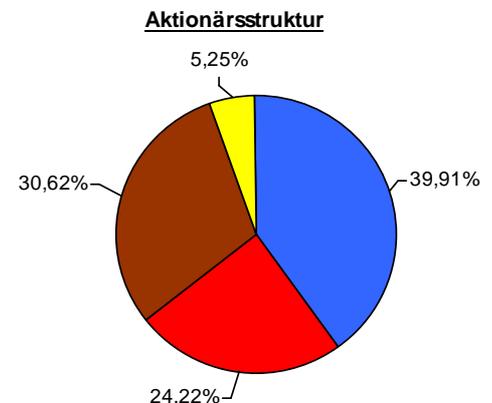
Die CeoTronics AG wurde 1985 in Rödermark bei Frankfurt am Main gegründet und ist seit jeher in der Entwicklung, Produktion und dem Vertrieb von Hör- und Sprechsystemen aktiv. Der Fokus der Tätigkeit liegt dabei mittlerweile auf digitalen Audio- und Videofunknetzen und Endgeräten sowie hochwertigen Kommunikationsheadsets und -systemen für eine sichere Verständigung unter schwierigen Umgebungsbedingungen. So ist die Verwendung der Produkte von CeoTronics vor allem in den Bereichen Flughäfen/ Fluglinien, Feuerwehr und Katastrophenschutz, Polizei, Militär sowie in der privaten Industrie zu finden. Daher zählt die öffentliche Hand mit zahlreichen Großaufträgen auch zu den wichtigsten Kunden der CeoTronics AG.

Das Unternehmen ist neben seinem Stammsitz in Deutschland weltweit vertreten. Nicht nur in europäischen Ländern wie Großbritannien, Spanien, Frankreich, der Schweiz oder auch Polen ist das Unternehmen mit Tochtergesellschaften vor Ort, auch in den USA ist CeoTronics durch eine Tochtergesellschaft vertreten. Mit eigenen Vertriebsgesellschaften und Vertretungen ist das Unternehmen in 27 Ländern präsent. Über Vertriebspartner erreicht die Gesellschaft Kunden in 55 Ländern. Mit 150 beschäftigten Mitarbeitern erwirtschaftete die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2007/2008, das zum 31.05.2008 endete, einen Konzernumsatz von 21,32 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Familie Günther	30,62 %
Vorstände, Aufsichtsräte (ohne Fam. Günther) und sonstige nahe stehende Personen	24,22 %
Highclere International Investors Limited	5,25 %
Streubesitz	39,91 %

Quelle: comdirect



Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
UBJ Hamburger Investorenkonferenz	25.09.2008
Scherrer Small Cap Conference, Zürich	30.09.2008
Quartalsbericht per 31.08.2008	10.10.2008
Hauptversammlung 2008	07.11.2008
Vorabzahlen Halbjahr 2008/09	KW 49
Halbjahresbericht per 30.11.2008	14.01.2009
Vorabzahlen 9-Monate 2008/09	KW 10
9-Monatsbericht per 28.02.2009	03.04.2009

Markt und Marktumfeld

Das große Thema, welches das Geschäft der CeoTronics AG in den kommenden Jahren beschäftigen wird, ist die Umstellung der staatlichen Ordnungs- und Sicherheitskräfte auf Digitalfunktechnologie in Deutschland. Um diese neue Technologie flächendeckend in ganz Deutschland einzuführen, nehmen die Länder insgesamt rund 4,5 Mrd. € in die Hand. Mit insgesamt 500.000 Nutzern wird das deutsche Digitalfunknetz das Größte weltweit sein.

Der Aufbau des Funknetzes hat inzwischen bereits begonnen und wird nun Schritt für Schritt auf ganz Deutschland ausgeweitet. In Berlin sind indes bereits 75 % der Funkstandorte mit der Digitalfunktechnik ausgestattet. Mit dem deutschlandweiten Aufbau des Funknetzes ist die Firma EADS Secure Networks beauftragt. Auch der Roll-out auf die restlichen Gebiete der Bundesrepublik ist im Mai 2008 planmäßig gestartet.

Indes laufen derzeit bereits erste Ausschreibungen für Endgeräte, etwa in Baden-Württemberg. Dort ist bereits im Frühjahr mit der Lieferung der ersten Geräte zu rechnen. Spätestens dann wird auch das entsprechende Zubehör benötigt, um die Geräte verwenden zu können. Erschwerend ist dabei, dass Endgeräte und das notwendige Zubehör nicht getrennt voneinander ausgeschrieben werden, so dass CeoTronics ihre Sprechrichtungen nicht direkt in einer Ausschreibung anbieten kann.

Daher ist eine Zusammenarbeit bei den Ausschreibungen mit den Endgeräteherstellern notwendig, um mit diesen gemeinsam zu profitieren, falls die Ausschreibung gewonnen wird. Kompatibilitätsprobleme hat CeoTronics dabei nicht. In den vergangenen Jahren wurden sämtliche Produkte auf alle Endgeräte verschiedenster Hersteller angepasst. Ein Rückgriff der Hersteller auf die CeoTronics AG scheint dabei kaum vermeidbar. Die Gerätehersteller können das Zubehör meist nicht in der Qualität und Quantität bereitstellen, wie das CeoTronics möglich ist. Kaum ein Konkurrenzprodukt der CeoTronics-Produkte verbindet derart Leistungsfähigkeit, Bedienfreundlichkeit und Tragekomfort.

Eine weitere Option ist, dass das Zubehör noch einmal getrennt von den Geräten ausgeschrieben wird, wenn sich herausstellt, dass die Endgerätehersteller die hohen Anforderungen nicht erfüllen können.

Zudem kann CeoTronics auf hervorragende Referenzen auf anderen Märkten verweisen, in denen die Digitalfunkumstellung bereits begonnen hat und inzwischen bereits weiter fortgeschritten ist. So hat CeoTronics in den vergangenen Jahren wesentliche Umsätze durch die Digitalfunkumstellung auf den Märkten Spanien, Frankreich und der Schweiz generiert und profitiert auch noch heute, mehrere Jahre nach dem Start der Umstellung. Insgesamt hat CeoTronics seit 1999 bereits über 40.000 Systeme zum Anschluss an die neue Digitalfunktechnologie produziert und verkauft.

Aber nicht nur in Deutschland ist die Digitalfunkumstellung ein hochaktuelles Thema. Auch in Österreich und Nordeuropa laufen die Umstellungsprojekte derzeit an. Auch hier sollte es CeoTronics möglich sein, nennenswerte Aufträge zu gewinnen.

Insgesamt gestaltet sich das Umfeld für CeoTronics also sehr gut. Zudem ist durch die staatliche Vergabe der Aufträge eine Konjunkturunabhängigkeit zu verzeichnen, was sich gerade in Zeiten der konjunkturellen Abschwächung als sehr erfreulich erweist.

SWOT - ANALYSE CeoTronics AG

Stärken

- Zubehör ist mit den Endgeräten aller Anbieter kompatibel
- Hohe Eigenfinanzierung und geringe Verschuldung
- Hohe Expertise bei der Digitalfunkumstellung in Frankreich, Spanien und der Schweiz bewiesen
- Ausreichend Kapazitäten vorhanden, um auch große Volumina zu bearbeiten
- Die hohe Innovationskraft durch eine starke F&E-Tätigkeit macht die Produkte deutlich leistungsfähiger als die meisten des Wettbewerbs

Schwächen

- Unternehmenswachstum ist stark abhängig von Großaufträgen
- Erst kleine Unternehmensgröße
- Starke Abhängigkeit von staatlichen Kunden
- CeoTronics Inc./USA arbeitet noch nicht profitabel

Chancen

- Kaum Wettbewerber mit vergleichbaren Produkten und ähnlicher Vertriebsstärke auf dem europäischen Markt vorhanden
- Digitalfunkumstellung in Deutschland birgt enormes Auftragspotenzial
- Digitalfunkumstellung auch in anderen europäischen Staaten (z.B. Österreich, Süd-/Osteuropa und Nordeuropa) erwartet
- Durch den hohen Anteil staatlicher Aufträge, herrscht eine geringe Konjunkturabhängigkeit vor

Risiken

- Die Digitalfunkumstellung der deutschen Behörden könnte sich auf Grund technischer Probleme oder ausschreibungsrechtlicher Komplikationen erheblich verzögern
- Auslaufen der Primärinvestitionen in den Digitalfunk auf wichtigen europäischen Auslandsmärkten wie Frankreich oder Spanien
- Zubehör wird bei den derzeitigen Ausschreibungen für die deutsche Digitalfunkumstellung mit den Endgeräten ausgeschrieben. Daher könnten Endgeräteelieferanten eigenes Zubehör liefern.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	31.05.2006	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009e	31.05.2010e
Umsatzerlöse	18,06	17,94	21,32	21,75	23,93
Herstellkosten	-9,32	-8,99	-10,60	-10,79	-11,90
Bruttoergebnis vom Umsatz	8,74	8,95	10,72	10,96	12,02
Marketing- und Vertriebskosten	-4,31	-4,01	-4,55	-4,70	-5,10
Allgemeine und Verwaltungskosten	-1,46	-1,52	-1,56	-1,65	-1,70
Forschungs- und Entwicklungskosten	-1,23	-1,32	-1,54	-1,60	-1,75
Abschreibungen auf Firmenwert	-0,10	-0,01	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen	0,05	-0,18	-0,28	-0,20	-0,25
Betriebsergebnis	1,70	1,92	2,79	2,81	3,22
Zinsaufwendungen	-0,04	-0,06	-0,12	-0,13	-0,11
Ergebnis vor Steuern	1,66	1,86	2,67	2,69	3,11
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,68	-0,81	-0,83	-0,83	-0,96
Konzernergebnis	0,98	1,05	1,84	1,85	2,15
Minderheitenanteile	-0,02	0,00	-0,02	-0,02	-0,02
Den Aktionären der CeoTronics AG zuzurechnendes Ergebnis	0,96	1,05	1,82	1,83	2,13
EBITDA	2,24	2,44	3,31	3,31	3,70
in %	12,40 %	13,58 %	15,51 %	15,23 %	15,47 %
EBIT	1,70	1,92	2,79	2,81	3,22
in %	9,40 %	10,70 %	13,07 %	12,93 %	13,47 %
Ergebnis je Aktie in € ¹	0,15	0,16	0,28	0,28	0,32
Dividende je Aktie in € ¹	0,10	0,10	0,15	0,15	0,17

¹ historische Ergebnisse auf Aktienanzahl nach vollzogenen Aktiensplit von 1:3 im Geschäftsjahr 2007/08 angepasst

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS	Bilanzstichtag: 31.05.2006	Bilanzstichtag: 31.05.2007	Bilanzstichtag: 31.05.2008
Operatives Anlagevermögen *	3,44	5,93	5,98
Working Capital*	4,00	5,76	7,95
Zinsbare Verbindlichkeiten*	0,60	2,60	3,59
Finanzvermögen *	3,14	1,30	1,43
Nettoverschuldung*	-2,54	1,29	2,16
Eigenkapitalquote in %	79,48 %	66,76 %	64,82 %
Gezeichnetes Kapital	6,60	6,60	6,60
Aktienanzahl	2,20	2,20	6,60 ²
Bilanzsumme	14,27	17,53	20,01

* gemäß GBC-Berechnungen

² im Geschäftsjahr 2007/08 wurde ein Aktensplit von 1:3 vollzogen

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007/08

in Mio. Euro	GJ 2006/07	Veränderung	GJ 2007/08
Umsatz Gesamt	17,939	+18,84 %	21,318
Umsatz - Deutschland	4,974	+104,22 %	10,158
Umsatz - Resteuropa	12,194	-12,81 %	10,632
Umsatz - übrige Welt	0,771	-31,52 %	0,528
EBITDA	2,437	+35,70 %	3,307
EBIT	1,919	+45,18 %	2,786
Konzernergebnis	1,047	+75,26 %	1,835
EPS in Euro	0,16		0,28

Quelle: GBC, CeoTronics AG

Umsatzbetrachtung

Die Umsatzentwicklung der CeoTronics AG verlief im Geschäftsjahr 2007/08 mehr als zufriedenstellend. Gegenüber dem Vorjahr konnte eine Steigerung um 18,84 % auf 21,32 Mio. € erreicht werden. Die unternehmenseigene Prognose von 21,00 Mio. € wurde damit sogar leicht übertroffen. Diese Umsatzgröße markiert einen neuen Rekordwert in der fast 25-jährigen Unternehmensgeschichte.

Ein maßgeblicher Faktor für das erfolgreiche Geschäftsjahr war der Großauftrag der deutschen Bundeswehr über ein Volumen in Höhe von 5,50 Mio. €. Dieser Auftrag wurde in 2007/08 in zwei Tranchen ausgeliefert und berechnet. Dabei kam es zu keinen Störungen oder Verzögerungen. Vielmehr wurden beide Tranchen fristgemäß ausgeliefert, was zeigt, dass CeoTronics auch große Volumina problemlos bearbeiten kann. Insgesamt wurden im Rahmen dieses Auftrags innerhalb eines Jahres rund 3.700 CT-DECT JetCom Systeme inkl. Lärmschutzhelme gefertigt und ausgeliefert.

Dieser Großauftrag bewirkte auch eine Verschiebung der regionalen Umsatzverteilung zum Vorjahr. Der Deutschlandumsatz stieg um 104,22 % auf 10,16 Mio. € an, nachdem im Vorjahr 4,9 Mio. € im Inland umgesetzt wurden. Entsprechend dem starken Anstieg in Deutschland verringerte sich der Auslandsanteil der Umsatzerlöse von 72,27 % auf 52,35 %. Absolut gesehen verringerten sich die Auslandsumsätze von 12,97 Mio. € im Vorjahr auf 11,16 Mio. €.

Dabei ist die Entwicklung der einzelnen Regionen differenziert zu betrachten. So ist die Umstellung auf die Digitalfunktechnologie in Spanien und Frankreich in den vergangenen Jahren bereits begonnen worden, wobei CeoTronics hohe Umsatzvolumina generieren konnte. In beiden Ländern ist die Umstellung inzwischen sehr weit fortgeschritten, so dass sich die digitalfunkbedingten Umsatzvolumina in diesen Regionen inzwischen wieder reduzieren. Nichtsdestotrotz ist CeoTronics weiterhin stark in beiden Ländern vertreten und die Digitalfunkumstellung noch nicht abgeschlossen, was sich auch in den Auftragsbeständen niederschlägt. In Spanien legten diese beispielsweise gegenüber dem Vorjahreszeitpunkt um 92,6 % zu.

Ebenfalls positiv wirkte sich die Fußball-EM in der Schweiz aus. Bedingt durch das Großereignis investierten die staatlichen Ordnungskräfte in

neue Kommunikationssysteme. Dies führte dazu, dass der Umsatz in der Schweiz gegenüber dem Vorjahr um 23,00 % anstieg. Auch der Auftragsbestand kletterte um 243,80 % nach oben.

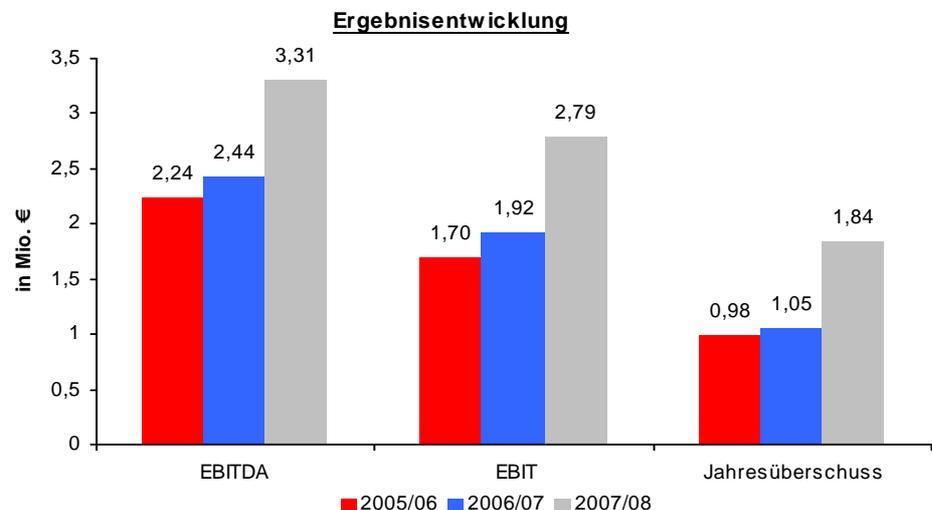
Auch bei der CeoTronics USA konnte eine erfreuliche Umsatzentwicklung verzeichnet werden. Die Tochtergesellschaft konnte die Umsatzerlöse um 30,17 % von 0,35 Mio. € auf 0,45 Mio. € steigern. Der Auftragsbestand stieg ebenfalls und lag zum Stichtag um 108,90 % über dem Vorjahresniveau.

Insgesamt ist die Konzernumsatzentwicklung sehr zufriedenstellend gewesen, so dass ein neues Rekordniveau erreicht werden konnte. Die Abschwächungen auf einzelnen Teilmärkten ist mit dem lokalen überschreiten des Investitionszenits im Rahmen der dortigen Digitalfunkumstellungen zu sehen. Der Auftragsbestand beläuft sich trotz der zwei abgearbeiteten Tranchen des Bundeswehrgroßauftrages noch immer auf 6,16 Mio. € und bietet damit eine gute Ausgangsbasis für das neue Geschäftsjahr.

Ergebnisbetrachtung

Die gute Umsatzentwicklung konnte auch auf die Ergebnisse übertragen werden. Auf allen Ergebnisstufen wurden deutliche Verbesserungen erzielt. So kletterte die Rohmarge von 49,91 % im Vorjahr auf nunmehr 50,28 %. Während die Materialaufwendungen leicht zulegten, machte sich die Fixkostendegression im Bereich Operations bemerkbar, die vor allem mit der gesteigerten Auslastung auf Grund des Bundeswehrauftrags einherging.

Aber auch auf den weiteren Kostenstufen wurden durchweg Verbesserungen in Relation zum Umsatz erreicht. Die Marketing- und Vertriebskosten stiegen zwar absolut gesehen um 13,42 % auf 4,55 Mio. € an, relativ senkte sich die Kostenquote jedoch von 22,35 % auf 21,33 %. Noch deutlicher war die unterproportionale Kostenentwicklung bei den Verwaltungskosten. Diese lagen im Geschäftsjahr 2007/08 lediglich um 0,04 Mio. € über dem Vorjahresniveau, was dazu führte, dass die Kostenquote in Relation zum Umsatz deutlich um über einen Prozentpunkt auf 7,33 % absank.



Quelle: CeoTronics, GBC

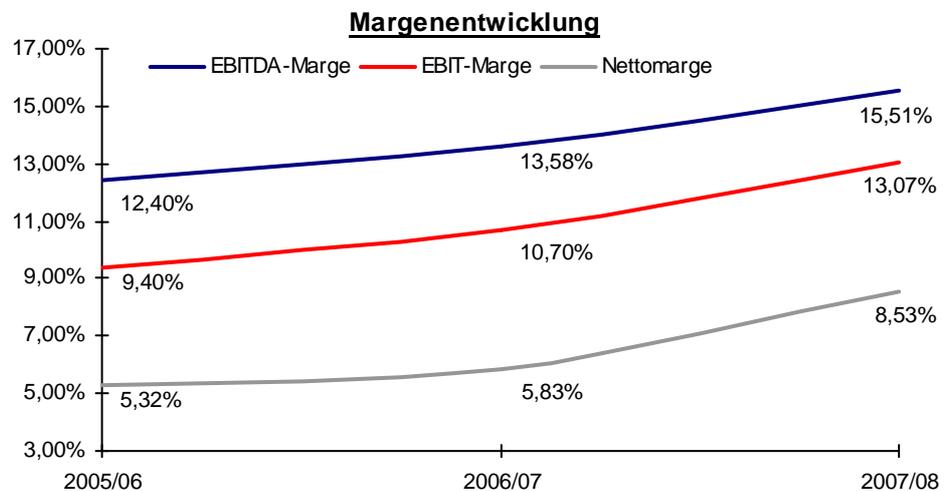
Das EBITDA lag entsprechend den markanten Kostenverbesserungen mit 35,70 % über dem Vorjahreswert bei 3,31 Mio. €. Damit fiel die Ergebnisverbesserung deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen aus und ging mit einer Margenverbesserung von knapp 2 % auf 15,51 % einher.

Die Abschreibungen lagen mit 0,52 Mio. € nur unwesentlich über dem Vorjahresniveau, was auf den geringen Investitionsbedarf zurückzuführen ist. Die Steigerung des EBIT gegenüber dem Vorjahr belief sich auf 45,18 %. Absolut lag das EBIT bei 2,79 Mio. €, was einer Marge von 13,07 % entspricht.

Dagegen kletterten die Nettoszinsaufwendungen von 0,06 Mio. € auf 0,12 Mio. €. Dies ist mit dem Immobilienkauf im vergangenen Geschäftsjahr zu begründen. In 2007/08 sind die Finanzierungskosten erstmalig vollumfänglich in das Finanzergebnis eingeflossen. Zudem war zur Abwicklung des Bundeswehrauftrages eine unterjährige Inanspruchnahme von Kreditlinien notwendig.

Begünstigt durch die Unternehmenssteuerreform in Deutschland senkte sich der effektive Steueraufwand von 43,74 % auf nun 31,22 % ab. Dies wirkte sich maßgeblich auf das Konzernergebnis aus, das entsprechend stark um 75,26 % auf 1,84 Mio. € stieg.

Die nachfolgende Grafik verdeutlicht nochmals die starke Margenentwicklung der CeoTronics AG in den vergangenen beiden Geschäftsjahren:



ren:
Quelle: CeoTronics, GBC

Insgesamt konnte CeoTronics unsere, als auch die eigenen, Erwartungen klar übertreffen. Die Margensituation hat sich gegenüber dem Vorjahr nochmals verbessert.

Das Management hat damit auch erneut bewiesen, dass die eigenen Prognosen, die traditionell zum Halbjahr abgegeben werden, stets zuverlässig erfüllt und sogar übertroffen werden können.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die bilanzielle Situation gestaltet sich nach wie vor sehr solide und weist eine hohe Eigenkapitalquote aus. Diese hat sich zwar gegenüber dem Vorjahr leicht von 66,76 % auf 64,82 % gesenkt, was jedoch mit einem zwischenzeitlichen Anstieg der kurzfristigen Bankverbindlichkeiten zu begründen ist. Diese beliefen sich auf 1,42 Mio. €, gegenüber 0,29 Mio. € im Vorjahr und wurden zur Zwischenfinanzierung zur Bearbeitung des Großauftrages der Bundeswehr aufgenommen. Inzwischen sind diese wieder zurückgeführt.

Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten belaufen sich auf 2,16 Mio. € und sind damit gegenüber dem Vorjahr um 0,14 Mio. € zurückgegangen. Zur Finanzierung eines Immobilienkaufs wurde in 2006 ein Darlehen aufgenommen, das seither planmäßig zurückgeführt wird.

Auf der Aktivseite ist der starke Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auffällig. Diese erhöhten sich von 4,89 Mio. € auf 6,60 Mio. €. Dieser Anstieg ist ebenfalls auf den Bundeswehrauftrag zurückzuführen, der im abgelaufenen Geschäftsjahr ausgeführt wurde. Die Zahlung des Auftrags wurde jedoch erst nach dem Bilanzstichtag geleistet, was zu dem Forderungsanstieg zum Ende des Geschäftsjahres führte.

Die Sachanlagen senkten sich auf Grund des geringen Investitionsbedarfs von 5,74 Mio. auf 5,68 Mio. € leicht ab. Auch der Geschäfts- und Firmenwert verringerte sich von 1,31 Mio. € um 0,11 Mio. € auf 1,20 Mio. € ab. Dafür waren jedoch keine Abschreibungen verantwortlich, sondern vielmehr Währungsdifferenzen bei der CeoTronics USA, auf Grund der ungünstigen Entwicklung des Euro/US-Dollar-Wechselkurses.

Der operative Cash-Flow fiel wie auch schon im Vorjahr positiv aus. Dieser lag bei 0,17 Mio. €, nach 0,05 Mio. € in 2006/07. Auf Grund der Tatsache, dass die Zahlung des Bundeswehrauftrags erst nach dem Bilanzstichtag erfolgte, erwarten wir zudem einen überproportionalen Anstieg des Cash-Flow im ersten Quartal des neuen Geschäftsjahres 2008/09.

Der Investitions-Cash-Flow fiel mit -0,46 Mio. € deutlich geringer aus als der Vorjahreswert von -2,95 Mio. €. Im Vorjahr wurde jedoch ein Betrag in Höhe von 2,59 Mio. € in den Erwerb einer Immobilie investiert. Um diesen bereinigt ergibt sich ein Anstieg der Investitionen im abgelaufenen Geschäftsjahr um 0,12 Mio. €.

Der Finanzierungs-Cash-Flow war beeinflusst durch die oben bereits beschriebene Zwischenfinanzierung des Bundeswehrauftrags. Hierfür stiegen die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten um 1,13 Mio. € an. Zudem fanden Dividendenausschüttungen in Höhe von 0,66 Mio. € statt. Insgesamt belief sich der Finanzierungs-Cash-Flow auf 0,33 Mio. €.

Der Bestand an liquiden Mitteln erhöhte sich in der Folge um 15,96 % auf 0,91 Mio. €.

Entwicklung im ersten Quartal 2008/09

Inzwischen sind die vorläufigen Zahlen für das erste Quartal des neuen Geschäftsjahres 2008/09 veröffentlicht worden. Demzufolge haben sich die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr von 3,15 Mio. € auf 3,03 Mio. € leicht verringert. Hierbei spielen Verzögerungseffekte eine Rolle, die im Zuge der Auftragsvergaben für die Digitalfunkumstellung in Deutschland und anderen Ländern wie Österreich oder Nordeuropa auftreten.

Diese Effekte sind jedoch nicht beunruhigend, wenn man bedenkt, dass die Umsatzerlöse im ersten Quartal des Vorjahres ebenfalls schwächer ausfielen, auf Ganzjahresbasis dann aber Rekordumsätze und – ergebnisse ausgewiesen werden konnten. Auch wenn aktuell noch keine Aufträge aus der Digitalfunkumstellung gewonnen werden konnten, ist dies kein Anzeichen für einen insgesamt schwächer zu erwartenden Verlauf des Geschäftsjahres. Ein Quartalsvergleich ist nicht aussagekräftig, da eventuelle Großaufträge und deren Abrechnungszeitpunkt starke Schwankungen unter einzelnen Quartalen verursachen.

So wurde beispielsweise im ersten Quartal bereits ein großer Teil der Produktionsleistung für den Folgeauftrag der Bundeswehr erbracht. Diese dritte Tranche umfasst ein Auftragsvolumen von 3 Mio. € und soll im November, also noch im zweiten Quartal, ausgeliefert und berechnet werden. Damit sollte das zweite Quartal bereits wieder deutlich besser ausfallen als das erste.

Auch der gegenüber dem Vorjahr um 40 % rückläufige Auftragsbestand ist kein Anlass, um von den guten Aussichten auf das Gesamtjahr Abstand zu nehmen. Man muss hierbei bedenken, dass der Vorjahresauftragsbestand außergewöhnlich hoch war, da der Bundeswehrgroßauftrag über 5,5 Mio. € enthalten war. Entsprechend verringerte sich der Bestand zum Stichtag in diesem Jahr. Noch immer befindet sich der Auftragsbestand aber auf einem hohen Niveau und liegt über dem durchschnittlichen Auftragsbestand der letzten drei Quartalsstichtage.

Prognose und Modellannahmen

Die CeoTronics AG hat im Geschäftsjahr 2007/08 eindrucksvoll bewiesen, dass sie in der Lage ist, auch große Volumina bearbeiten zu können. Damit ist das Unternehmen bestens vorbereitet, um kommende Aufträge aus der Digitalfunkumstellung in Deutschland zu bearbeiten. Schon bei den Umstellungen in Spanien, Frankreich und der Schweiz hat sich CeoTronics wesentliche Aufträge sichern können. In Deutschland ist das Umstellungsprojekt jedoch ungleich größer und stellt das weltweit größte Unterfangen dieser Art dar. Wie im Abschnitt *Markt und Marktumfeld* beschrieben, laufen erste Ausschreibungen für Geräte bereits jetzt schon an. Auch werden verschiedene Systeme derzeit bereits getestet. Von der Umstellungen in Österreich und Nordeuropa könnte CeoTronics zusätzlich profitieren.

Wir rechnen damit, dass sich CeoTronics in diesem und im kommenden Geschäftsjahr Aufträge im Rahmen der Digitalfunkumstellung sichern kann. Da die erwarteten Volumina derzeit noch nicht abschätzbar sind, gehen wir für die kommenden beiden Geschäftsjahre konservativ davon aus, dass die Umsatzerlöse um 2,0 % in 2008/09 und um 10 % in 2009/10 gesteigert werden können, nach einer Steigerung von 18,84 % im Geschäftsjahr 2007/08. Entsprechend erwarten wir Umsatzerlöse von 21,75 Mio. € im laufenden und 23,93 Mio. € im kommenden Geschäftsjahr.

Anpassungen der Umsatz- und Ergebnisschätzungen :

	2008/09 alt	2008/09 neu	2009/10 alt	2009/10 neu
Umsatz	23,11 Mio. €	21,75 Mio. €	24,26 Mio. €	23,93 Mio. €
EBITDA	3,56 Mio. €	3,31 Mio. €	3,76 Mio. €	3,70 Mio. €
EBITDA-Marge	15,41 %	15,23 %	15,50 %	15,47 %
EBIT	3,07 Mio. €	2,81 Mio. €	3,27 Mio. €	3,22 Mio. €
EBIT-Marge	13,29 %	12,93 %	13,48 %	13,47 %

Quelle: GBC

Auch unsere Ergebniserwartungen für das laufende und kommende Geschäftsjahr haben wir überarbeitet und leicht nach unten angepasst, was mit den konservativeren Umsatzprognosen in Zusammenhang steht. Die erwartete Margensituation belassen wir dagegen nahezu unverändert, was wir auf eine weiter unterproportionale Kostenentwicklung zurückführen.

Das Wachstum in 2007/08 konnte ohne eine wesentliche Ausweitung der Mitarbeiterzahl bewältigt werden. Konzernweit erhöhte sich die Mitarbeiterzahl nur um 6. Daraus ist ersichtlich, dass CeoTronics große Aufträge ohne wesentliche Personalausweitungen, als auch Rückgriffe auf Fremdarbeiter bewältigen kann. Daher erwarten wir in den kommenden beiden Jahren eine flache Mitarbeiterentwicklung. Dies wirkt sich positiv auf die Auslastung aus, was sich wiederum in den Margen bemerkbar machen sollte. Die Kapazitäten sind indes ausreichend groß, um große Volumina bearbeiten zu können. So ist kurzfristig keine Erweiterung der Produktionskapazitäten zu erwarten. Vielmehr bietet sich noch die Möglichkeit bei Bedarf Teile der Produktion auf die Tochtergesellschaft CT-Video GmbH in Lutherstadt Eisleben zu verlagern und die dortigen Kapazitäten mitzunutzen.

Bei den Herstellkosten gehen wir für beide Schätzperioden davon aus, dass sich diese über dem Niveau von 50 % stabilisieren. Entsprechend erwarten wir auch eine Rohmarge von weiterhin über 50 %. In 2008/09 sollte diese nochmals leicht höher liegen, da der Materialaufwand in 2007/08 durch den Bundeswehrauftrag erhöht war. In 2009/10 gehen wir wieder von einem An-

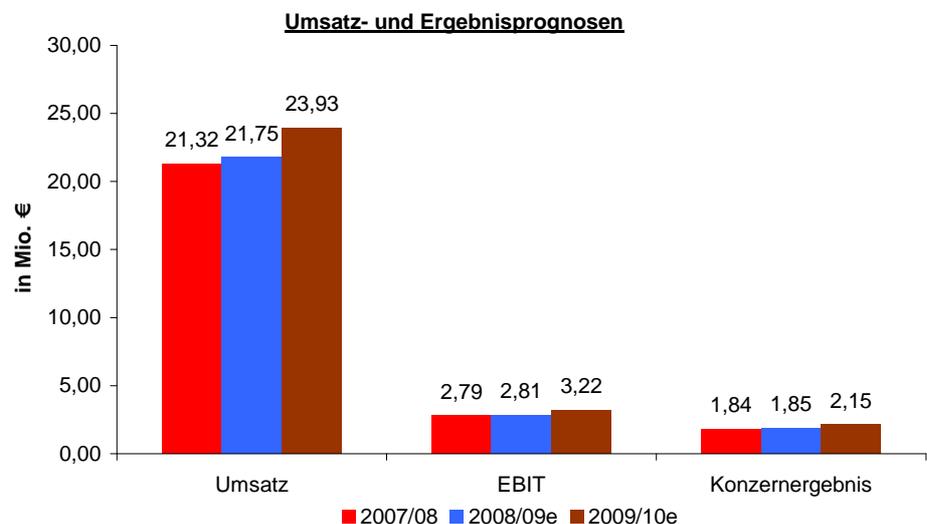
gleichen der Rohmarge an 2007/08 aus. Eine leichte Steigerung prognostizieren wir hingegen bei der Vertriebskostenquote in 2008/09. Auf Grund verstärkter Vertriebsanstrengungen, um Aufträge aus der Digitalfunkumstellung in Deutschland, Österreich und Nordeuropa zu gewinnen, erwarten wir eine leicht erhöhte Kostenquote von 21,61 %. Auch ein intensivierter Vertriebsaufwand in den USA spiegelt sich darin wieder. In 2009/10 sollte die Kostenquote wieder auf das Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres zurückfallen.

Unterproportional sollten sich jedoch in den kommenden beiden Jahren weiterhin die Verwaltungs- sowie Forschungs- und Entwicklungskosten entwickeln, was einen wesentlichen Effekt auf die Marge auslösen sollte. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir auf Grund der antizipierten höheren Vertriebsaufwendungen noch eine EBITDA-Marge leicht unter dem Niveau von 2007/08 in Höhe von 15,23 %. Im 2009/10 hingegen sollte sich diese dann wieder erhöhen und auf 15,47 % klettern.

Bei den Abschreibungen sehen wir in den kommenden beiden Geschäftsjahren keine wesentlichen Veränderungen entgegen, da wir, wie bereits erwähnt, keine wesentlichen Investitionsvorhaben erwarten. Auch von Abschreibungen auf den Firmenwert der CeoTronics USA gehen wir nicht aus. Das dortige Vertriebsteam wurde aktuell um zwei Vertriebsmitarbeiter erweitert, die den künftigen Erfolg des Tochterunternehmens unterstützen sollen. Der deutlich höhere Auftragsbestand deutet zudem darauf hin, dass im laufenden Geschäftsjahr der Turnaround geschafft werden könnte.

Die Zinsaufwendungen erwarten wir in den kommenden beiden Jahren weiterhin auf dem Niveau von 2007/08. Den Grund hierfür sehen wir in der auch weiterhin notwendigen Zwischenfinanzierung von Aufträgen. Langfristige Darlehen werden nach unserer Prognose nicht aufgestockt, da keine wesentlichen Investitionen zu erwarten sind.

Unterm Strich erwarten wir für 2008/09 ein Konzernergebnis von 1,85 Mio. € und für 2009/10 von 2,15 Mio. €. Entsprechend den vergangenen Geschäftsjahren gehen wir auch für die kommenden beiden Jahre davon aus, dass eine Dividende in Höhe von etwa dem halben Jahresüberschuss ausgeschüttet wird. Damit erwarten wir für 2008/09 eine Dividende von erneut 0,15 € und für 2009/10 von 0,17 €.



Quelle: GBC

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der CeoTronics AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,26 (bisher: 1,17).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,20 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf 4,81 %. In dieser Höhe ist das Darlehen zur Finanzierung der Immobilie verzinst. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,28 % (bisher: 9,00 %).

Kapitalkosten von
9,28 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,16 %
Gewicht in %	75,00%
Fremdkapitalkosten	4,81 %
Gewicht in %	25,00 %
Taxshield in %	25,00 %
WACC	9,28 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,00 %
EBITDA-Marge	15,50 %
Steuerquote	31,00 %
Working Capital in % vom Umsatz	29,26 %
Umsatz zu OAV	4,27
Abschreibungen vom OAV	8,57 %
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,00 %
Kapitalrendite	18,69 %

Discounted Cashflow-Modell

Die CeoTronics AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008/09 bis 2009/10 in Phase Eins (siehe auch Seiten 11/12), erfolgt in den Jahren 2010/11 bis 2014/15 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,28 % (bisher: 9,00 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008/09 entspricht als **Kursziel 4,87 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CeoTronics AG

in Mio. EUR	GJ	Endwert						
	2008/09e	2009/10e	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	
Umsatz	21,75	23,93	25,12	26,38	27,70	29,08	30,54	
Umsatzveränderung	2,03%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,00%
EBITDA-Marge	15,23%	15,47%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,50	-0,48	-0,48	-0,50	-0,53	-0,56	-0,58	
Abschreibungen vom OAV	8,63%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	
EBITA	2,81	3,22	3,41	3,58	3,76	3,95	4,15	
EBITA-Marge	12,93%	13,47%	13,59%	13,59%	13,59%	13,59%	13,59%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%	
EBI (NOPLAT)	1,94	2,22	2,36	2,47	2,60	2,73	2,86	3,01
Working Capital	6,31	7,00	7,35	7,72	8,10	8,51	8,93	
Working Capital zu Umsatz	29,00%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	29,26%	
Operatives Anlagevermögen	5,80	5,60	5,88	6,17	6,48	6,81	7,15	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	3,75	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	4,27	
Investiertes Kapital (IK)	12,11	12,60	13,23	13,89	14,59	15,32	16,08	
Kapitalrendite	13,93%	18,37%	18,70%	18,69%	18,69%	18,69%	18,69%	18,69 %
Free Cashflows:								
EBITDA	3,31	3,70	3,89	4,09	4,29	4,51	4,73	
Steuern auf EBITA	-0,87	-1,00	-1,06	-1,11	-1,17	-1,23	-1,29	
Investitionen in OAV	-0,32	-0,28	-0,76	-0,80	-0,84	-0,88	-0,92	
Veränderung des Working Capital	164,00%	-69,20%	-35,05%	-36,75%	-38,59%	-40,52%	-42,55%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	3,76	1,73	1,72	1,81	1,90	2,00	2,10	36,89

VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007/08	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Barwert expliziter FCFs	11,00	8,26	7,30	6,25
Barwert des Continuing Value	19,83	21,67	23,68	25,88
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,83	29,93	30,98	32,13
Nettoschulden (Net debt)	2,16	-0,49	-1,12	-1,62
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	28,68	30,42	32,10	33,75
Fremde Gewinnanteile	0,06	0,06	0,07	0,07
Wert des Aktienkapitals	28,74	30,48	32,16	33,82
Ausstehende Aktien in Mio.	6,60	6,60	6,60	6,60
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,35	4,62	4,87	5,12

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Dividendenzahlung	-0,99	-0,99	-1,12	-1,12
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,13	-0,11	-0,10	-0,10

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Kapitalrendite	14,7%	4,60	4,28	4,01	3,78	3,58
	16,7%	5,12	4,76	4,44	4,17	3,94
	18,7%	5,64	5,23	4,87	4,57	4,30
	20,7%	6,16	5,70	5,30	4,96	4,66
	22,7%	6,68	6,17	5,73	5,35	5,02

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,87 €

Fazit

Die CeoTronics AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08 erneut mit sehr guten Zahlen überzeugen. Dabei wurden nicht nur die unternehmenseigenen Schätzungen übertroffen, sondern auch unsere. So erwirtschaftete CeoTronics Umsatzerlöse in Höhe von 21,32 Mio. € bei einem EBITDA von 3,31 Mio. €, was einer Marge von 15,51 % entspricht. Gegenüber dem Vorjahr wurde die Marge damit um beinahe 2 %-Punkte gesteigert.

Ein wesentlicher Faktor für die gute Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr war dabei der Großauftrag der Bundeswehr über rund 3.700 CT-DECT JetCom Systeme mit einem Gesamtvolumen von rund 5,5 Mio. €. Dieser in zwei Tranchen geteilte Auftrag konnte problemlos bearbeitet und rechtzeitig ausgeliefert werden. In der Folge der guten Leistung zog die Bundeswehr eine Option über weitere Systeme im Gegenwert von nochmals rund 3 Mio. €. Dieser Folgeauftrag soll nun im laufenden Geschäftsjahr 2008/09 abgearbeitet werden. Insgesamt belief sich der Auftragsbestand zum Ende des Geschäftsjahres auf 6,16 Mio. € und bietet damit eine komfortable Ausgangssituation für das neue Geschäftsjahr.

Maßgeblich bestimmen wird das laufende und kommende Geschäftsjahr die Digitalfunkumstellung in Deutschland. Dabei werden die Kommunikationssysteme von rund 500.000 Einsatzkräften der Polizei, Feuerwehr oder dem Katastrophenschutz von analoger auf digitale Technologie umgestellt. Entsprechend werden auch eine große Menge neuer Endgeräte benötigt, die wiederum Zubehör wie Kommunikationsheadsets notwendig machen. Wir erwarten, dass CeoTronics auf Grund der Digitalfunkumstellung in Deutschland wesentliche Auftragsvolumina generieren kann. Zudem ist die Umstellung auch in Österreich oder in Nordeuropa kurz vor einer Umsetzung.

Auch bewertungsseitig hat sich das Potenzial der CeoTronics AG noch weiter erhöht. Auf Basis der Erwartungen für das Geschäftsjahr 2008/09 wird das Unternehmen mit einem KGV von unter 10 bewertet. Für 2009/10 beläuft sich das KGV gemäß unseren konservativen Erwartungen auf unter 9. Dies ist angesichts des Wachstumspotenzials und der hohen Rentabilität des Unternehmens deutlich zu niedrig. Wir erwarten für die kommenden 5 Jahre eine durchschnittliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate = CAGR) von über 5 %, zumal wir die Entwicklung weitestgehend unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung sehen, da die Digitalfunkumstellung eine hoheitliche und bereits beschlossene Maßnahme ist. Die Kapitalrendite (ROCE) sollte CeoTronics auch in den kommenden Jahren weiterhin, wie auch im Geschäftsjahr 2007/08, auf 20 % und darüber etablieren können.

Insgesamt hat sich an unserer positiven Einschätzung nichts geändert. Vielmehr hat CeoTronics im abgelaufenen Geschäftsjahr bewiesen, dass auch große Volumina schnell und zuverlässig bearbeitet werden können sowie die notwendigen Kapazitäten vorhanden sind. Damit sollten auch Großaufträge aus der Digitalfunkumstellung keine Probleme bereiten.

Entsprechend des anhaltend guten Ausblicks auf die kommenden Geschäftsjahre bestätigen wir Kursziel von 4,87 € sowie das Rating KAUFEN. Das Kurspotenzial beläuft sich beim aktuellen Kurs von 2,80 € auf über 70 %.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de