

26.01.2009

CeoTronics AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,07 Euro

Kurs: 2,25 Euro
23. Januar 2009
XETRA, 15:17 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (4,87 Euro)

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. 12

Unternehmensprofil:

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

Mitarbeiter: 154 (30.11.2008)

Firmensitz: Rödermark, D

Gründung: 1985

Vorstandsvorsitzender:
Thomas H. Günther

WKN: 540740

540740 CEK, Tageschart [Close] - 25.01.2008 - 23.01.2009 - 2:25

EUR

ISIN: DE0005407407

Börsenkürzel: CEK

Anzahl Aktien: 6,60 Mio.

Marktkap.: 14,85 Mio. Euro

Streubesitz: 39,91 %

52 W Hoch: 3,75 Euro

52 W Tief: 2,01 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 16.485 €.*

* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate), Ceotronics AG



In Mio. Euro	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009e**	31.05.2010e**
Umsatz	17,94	21,32	20,00	22,00
EBITDA	2,44	3,31	2,58	3,04
EBIT	1,92	2,79	2,05	2,49
Konzernergebnis	1,05	1,84	1,47	1,64
In Euro				
Gewinn je Aktie*	0,16 €	0,28 €	0,22 €	0,24 €
Dividende je Aktie*	0,10 €	0,15 €	0,12 €	0,14 €
In %				
EBITDA-Marge	13,58 %	15,51 %	12,88 %	13,82 %
EBIT-Marge	10,70 %	13,07 %	10,25 %	11,32 %
Dividendenrendite*	4,44 %	6,67 %	5,33 %	6,22 %
Kennzahlen*				
EV/Sales	0,90	0,80	0,85	0,78
EV/EBITDA	6,64	5,16	6,63	5,61
KGV	14,20	8,16	10,38	9,33
KBV (31.08.2008)	1,15			

*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

** Prognosen der GBC AG

Highlights:

- Ergebnissteigerungen im ersten Halbjahr trotz niedrigeren Umsätzen
- Großauftrag der Bundeswehr erfolgreich ausgeführt
- Währungseffekte beeinflussen Ergebnis positiv
- BOS-Digitalfunkumstellung mit Verzögerungen
- Kursziel von 4,87 € auf 4,07 € korrigiert—Rating bleibt KAUFEN

Unternehmen

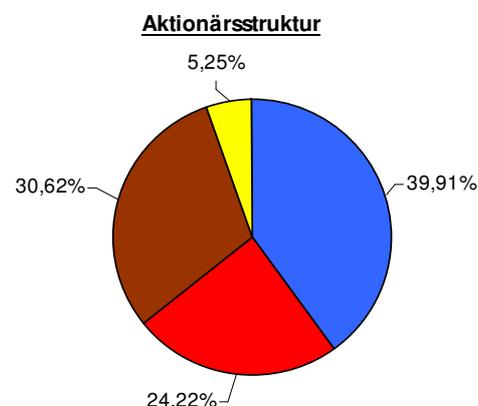
Profil

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 Spanien, Frankreich, 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 %



Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
9-Monatsbericht 2008/09	31.03.2009
Jahresabschluss 2008/09	14.08.2009
Bilanz-Pressekonferenz 2009	27.08.2009
Analystenmeeting 2009	27.08.2009
3-Monatsbericht 2009/10	09.10.2009
Hauptversammlung 2009	06.11.2009

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - HJ 2008/09

in Mio. Euro	HJ 2007/08	Veränderung	HJ 2008/09
Umsatz Gesamt	10,57	-3,60 %	10,19
Umsatz - Deutschland	4,38	+56,39 %	6,85
Umsatz - Resteuropa	5,93	-46,54 %	3,17
Umsatz - übrige Welt	0,26	-34,62 %	0,17
EBITDA	1,78	+1,68 %	1,81
EBIT	1,53	+1,30 %	1,55
Konzernergebnis	0,97	+20,62 %	1,17
EPS in Euro	0,15	n.a.	0,17

Umsatzbetrachtung

Nachdem das erste Quartal traditionell umsatzschwächer ausfiel, war im zweiten Quartal eine deutliche Belebung zu spüren. Nach 3,00 Mio. € Umsatzerlösen im ersten Quartal, fielen im zweiten Quartal 7,20 Mio. € an. Geprägt war das zweite Quartal von dem dritten Los des Bundeswehrauftrages für CT-DECT JetCom Systeme im Volumen von ca. 3 Mio. €. Mit der dritten Tranche wurde der Gesamtauftrag im zweiten Quartal erfolgreich abgeschlossen. Insgesamt lagen die Umsätze damit im ersten Halbjahr bei 10,19 Mio. €, was ein leicht um 3,6 % verminderter Wert im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bedeutet.

Auch wenn die Umsatzerlöse in Deutschland um 56,4 % zulegten, kamen nicht die erhofften Aufträge aus der Digitalfunkumstellung in Deutschland. Zwar ist der Aufbau der Funknetze inzwischen in vollem Gange und auch erste Testgebiete sind schon in Betrieb, jedoch gestaltet sich der Roll-out deutlich zäher, als im Zeitplan vorgesehen. So gibt es beispielsweise Probleme bei der Standortakquise für die Aufstellung der Antennenmasten, was zu zeitlichen Verzögerungen des Projektes führt. Zudem musste in Berlin eine Ausschreibung über Endgeräte inklusive Zubehör neu ausgeschrieben werden, da ein Mitbewerber Beanstandungen der zu liefernden Geräte des Ausschreibungsgewinners hervorbrachte, die zuvor übersehen wurden. Auch dadurch kam es zu erheblichen Verzögerungen im Ablauf. Nun soll der Auftrag im Januar 2009 nochmals ausgeschrieben werden, was für CeoTronics allerdings eine verbesserte Chance bietet, da die Endgeräte und das Zubehör nun in der neuen Ausschreibung getrennt ausgeschrieben werden.

Im europäischen Ausland ist auch im zweiten Quartal weiterhin die Tendenz der sich normalisierenden Umsatzniveaus, ausgehend von den hohen Niveaus der Vorjahre, zu beobachten, nachdem die Digitalfunkumstellungen in Spanien und Frankreich inzwischen weitestgehend abgeschlossen sind. Dennoch hat CeoTronics in diesen Ländern eine starke Positionierung. Dies wird deutlich, wenn man bedenkt, dass im ersten Halbjahr in Spanien dennoch ein Großauftrag über 1,1 Mio. € gewonnen werden konnte. In den USA wirkte sich die Kreditkrise belastend aus, indem eine starke Investitionszurückhaltung, insbesondere der privaten Industrie, zu spüren war. Dies brachte das Geschäft der CeoTronics in Übersee nahezu vollständig zum Erliegen. Die Umsatzerlöse gingen daher im ersten Halbjahr von 0,25 Mio. € auf 0,07 Mio. € zurück. Auf Grund des ohnehin niedrigen Ausgangsniveaus in den USA sind die Auswirkungen auf den Gesamtumsatz der CeoTronics jedoch nur geringfügig.

Der Auftragsbestand verringerte sich im Zuge der Abarbeitung des letzten Loses des Bundeswehrauftrags stark, da diese im Vorjahr noch in den Bestand einbezogen wurden. Im zweiten Quartal stieg der Auftragseingang gegenüber dem Vorjahr, bereinigt um den Bundeswehrauftrag, um 19 %.

Ergebnisentwicklung

Bedingt durch den Bundeswehrauftrag lag die Rohmarge zum Halbjahr mit 48,2 % um 1,6 % unter dem Vorjahresniveau. Der Rückgang der Marge ist durch den höheren Handelswarenanteil bedingt. Insgesamt war bei den operativen Kosten ein Anstieg um 2,2 % zu verzeichnen und kann damit als sehr moderat bezeichnet werden. Zudem beeinflussten saisonale Effekte zum Teil die Kosten. So lagen etwa die Vertriebskosten im zweiten Quartal durch die zweijährig stattfindende Messe GPEC höher als im Vorjahreszeitraum. Wir schätzen die Kosten für die Messeteilnahme auf ca. 75 Tsd. €.

Dennoch erreichte CeoTronics im abgelaufenen Halbjahr 2008/09 eine Steigerung des EBITDA um 1,7 % auf 1,81 Mio. €. Hierbei ist vor allem auf positive Währungseffekte zu verweisen. Die sonstigen betrieblichen Erträge die zum Großteil auf Währungseffekte zurückzuführen sind, lagen mit 0,49 Mio. € auf einem deutlich höheren Niveau als im Vorjahreszeitraum. Der Grund der relativ hohen Währungsgewinne ist in dem starken Dollar des ersten Halbjahres zu sehen. Dies führte auch dazu, dass die amerikanische Tochtergesellschaft, trotz der deutlich schwächeren Umsatzerlöse, ein starkes Ergebnis von 0,28 Mio. € erzielte. Das EBIT lag mit 1,55 Mio. € ebenfalls über dem Vorjahresniveau, als 1,53 Mio. € erwirtschaftet wurden.

Das Zinsergebnis fiel im zweiten Quartal mit 12 Tsd. € deutlich geringer aus als noch im ersten Quartal, als 25 Tsd. € für Zinsen aufgewendet wurden. Dieser Effekt ist im Zusammenhang mit dem Bundeswehrauftrag zu sehen. Im vierten Quartal des letzten Geschäftsjahres, als das zweite Los bearbeitet wurde, wurde zur Zwischenfinanzierung die Kreditlinie ausgenutzt, was dann im ersten Quartal zu einem entsprechenden Zinsaufwand führte. Ein ähnlicher Effekt sollte daher auch im dritten Quartal beobachtet werden können, da im zweiten Quartal das dritte Los des Bundeswehrauftrages ebenfalls zwischenfinanziert wurde.

Der positive Währungseffekt im ersten Halbjahr hatte auch Auswirkungen auf die Steuerquote. Auf Grund von Verlustvorträgen bei der CeoTronics USA floss der positive Währungseffekt direkt in das Konzernergebnis ein und senkte die effektive Steuerquote. Latente Steuern wurden nur im sehr geringen Umfang gebildet. Dies führte dazu, dass die Steuerquote nur bei 22,6 % lag. Bedingt durch diesen positiven Steuereffekt kletterte das Konzernergebnis von 0,98 Mio. € um 20,1 % auf 1,17 Mio. €.

Bilanzielle Entwicklung

Die bilanzielle Entwicklung im ersten Halbjahr war maßgeblich geprägt durch die Bearbeitung des dritten Loses des Bundeswehrauftrages. Wie schon zum Ende des GJ 2007/08 war für die Durchführung des Auftrages eine Zwischenfinanzierung notwendig. Daher stiegen die kurzfristigen Bankkredite zum 30.11.08 von 1,42 Mio. € auf 2,57 Mio. €. Im Umkehrschluss stiegen auch die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen um 1,39 Mio. € an, da der Auftrag zwar ausgeliefert und abgeschlossen war, aber der Zahlungseingang zum Stichtag noch nicht stattfand. Inzwischen ist das Geld im dritten Quartal geflossen, so dass der

Forderungsbestand wieder reduziert ist. Gleichzeitig ist auch der Cashbestand, der zum Halbjahr 0,55 Mio. € betrug, durch die Zahlung wieder angewachsen. Auch die Zwischenfinanzierung dürfte inzwischen vollständig wieder zurückgeführt worden sein.

Eine weitere wichtige Veränderung auf der Aktivseite lag in dem Anstieg des Geschäfts- und Firmenwertes von 1,20 Mio. € auf 1,36 Mio. €. Dieser bezieht sich insbesondere auf die CeoTronics USA. Durch die günstige Wechselkursentwicklung im Berichtszeitraum fand hier eine Aufwertung statt.

Auf der Passivseite haben sich neben den bereits erwähnten kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten vor allem die Rückstellungen auffällig verändert. Diese gingen von 1,40 Mio. € auf nunmehr 0,90 Mio. € zurück. Der wesentliche Grund dafür ist die Auflösung von Rückstellungen für Tantiemen, Boni und Mitarbeiterprämien, die zum Ende des Geschäftsjahres 2007/08 gebildet wurden, inzwischen aber ausgezahlt worden sind.

Das Eigenkapital lag mit 12,85 Mio. € auf dem Niveau des Geschäftsjahresendes 2007/08. Die Eigenkapitalquote war leicht von 61,0 % auf 59,7 % rückläufig.

Prognose- und Modellannahmen

Wie auch in den Vorjahren gab die CeoTronics AG zum Halbjahr eine Prognose für das laufende Geschäftsjahr ab. Besonders in diesem Jahr begrüßen wir diesen Schritt, auch wenn die Prognosesicherheit auf Grund der Finanzkrise sicherlich schwieriger ist. Daher gehen wir davon aus, dass die Prognosen noch konservativer getroffen sind und ein sehr vorsichtiges Szenario unterstellt wird. Nach Aussage des Unternehmens sind demnach zum Geschäftsjahresende 20 Mio. € Umsatzerlöse möglich. Damit würde ungefähr noch einmal die Leistung aus dem ersten Halbjahr wiederholt werden können. Auch wenn es bislang immer wieder zu Verzögerungen bei der Digitalfunkumstellung in Deutschland kam, erwarten wir diesbezüglich im zweiten Halbjahr erfreuliche Meldungen.

Die Herstellkosten sollten sich im zweiten Halbjahr wieder ein wenig nach unten bewegen, da der Großauftrag der Bundeswehr inzwischen abgearbeitet ist. Hier drückten notwendige Zukäufe der Helme die Rohmarge. Der im zweiten Halbjahr gegenläufige Effekt sollte die Rohmarge wieder auf mindestens 49,0 % anziehen lassen.

Bei den Vertriebskosten erwarten wir im zweiten Halbjahr einen leichten Anstieg. Zwar fallen die Kosten für die nur zweijährig stattfindende Messe

In Mio. €	GBC-Prognose 2008/09 alt	GBC-Prognose 2008/09 neu	GBC-Prognose 2009/10 alt	GBC-Prognose 2009/10 neu
Umsatzerlöse	21,75	20,00	23,93	22,00
EBITDA	3,31	2,58	3,70	3,04
EBITDA-Marge	15,23 %	12,88 %	15,47 %	13,82 %
EBIT	2,81	2,05	3,22	2,49
EBIT-Marge	12,93 %	10,25 %	13,47 %	11,32 %
Konzernergebnis	1,85	1,47	2,15	1,64

Quelle: GBC AG

GPEC im zweiten Halbjahr nicht mehr an, jedoch erwarten wir im Rahmen der schwierigeren konjunkturellen Situation verstärkte Vertriebsanstrengungen.

Bei den Verwaltungs- sowie Forschungs- und Entwicklungskosten sehen wir keinen Grund zur Annahme, dass es zu wesentlichen Veränderungen der Kosten im zweiten Halbjahr kommen sollte.

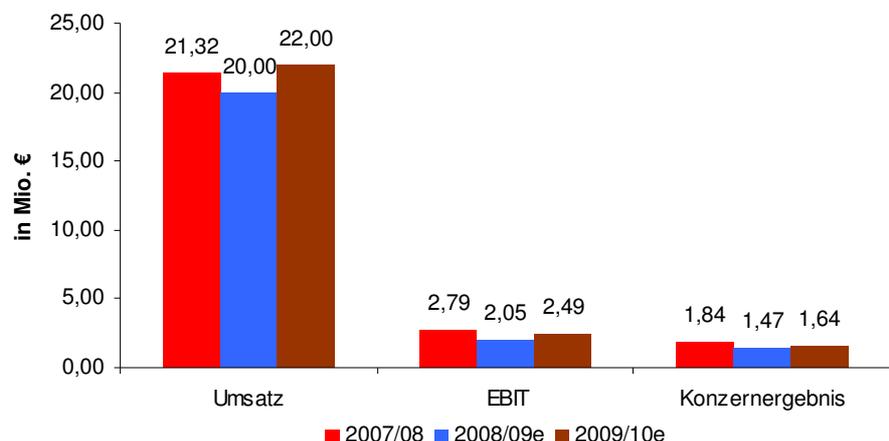
Ein wesentlicher Faktor des erfolgreichen Geschäftsverlaufs im ersten Halbjahr waren die auf Währungseffekte zurückzuführenden hohen sonstigen betrieblichen Erträge. Daher wird auch die weitere Entwicklung der Währungen US-Dollar und Euro einen entscheidenden Einfluss auf die Ergebnisentwicklung im zweiten Halbjahr haben. Eine zuverlässige Prognose über die Währungsschwankungen ist jedoch derzeit nicht möglich. Die Prognosen der Volkswirte reichen über eine hohe Bandbreite, anhand welcher keine eindeutige Tendenzmeinung ablesbar ist.

Beim EBIT erwartet der Vorstand einen Wert von 2,0 Mio. €. Dies bedeutet, dass CeoTronics im zweiten Halbjahr das Ergebnis des ersten Halbjahres, bereinigt um Wechselkurseffekte, wiederholen möchte. Im Falle einer weiter positiven Wechselkursentwicklung, also einem starken US-Dollar gegenüber dem Euro, könnten also noch weitere Wechselkursgewinne hinzukommen und das Ergebnis weiter erhöhen.

Das Zinsergebnis sollte im dritten Quartal wieder etwas höher liegen, als noch im zweiten Quartal, da im zweiten Quartal eine Zwischenfinanzierung für die Bearbeitung des dritten Loses des Bundeswehrauftrages eingegangen wurde, die sich im dritten Quartal leicht erhöhend auf das Zinsergebnis auswirken wird. Insgesamt erwarten wir zum Ende des Geschäftsjahres einen Zinsaufwand von 0,09 Mio. € und damit unterhalb des Vorjahresniveaus von 0,12 Mio. €.

Auch beim Steueraufwand erwarten wir auf Grund des erwarteten niedrigeren Ergebnisses eine rückläufige Tendenz. Jedoch spielt hierbei auch die Wechselkursentwicklung eine entscheidende Rolle. Sollte der US-Dollar auch bis zum Geschäftsjahresende hin weiter vergleichsweise stark gegenüber dem Euro bleiben, so wirkt sich dies zum einen steuermindernd aus, da für die CeoTronics USA auf Grund von bestehenden Verlustvorträgen keine Steuer anfällt. Insgesamt sollte sich damit eine gegenüber den Vorjahren deutlich reduzierte effektive Steuerquote ergeben. Entsprechend erwarten wir ein Konzernergebnis vor Minderheiten in Höhe von 1,41 Mio. € und entsprechen damit auch den unternehmenseigenen Prognosen.

Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: GBC AG

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. 3,0 % (zuvor: 4,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,257 (zuvor: 1,257).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,91 % (zuvor: 11,16 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich durchschnittlich auf 5,00 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,37 % (zuvor: 9,28 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,91 %
Gewicht in %	75,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	25,00 %
Taxshield in %	24,99 %
WACC	8,37 %

Bestimmung der Kapitalkosten

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 Seite 6), erfolgt in den Jahren 2010/11 bis 2015/16 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 9,91 % (zuvor: 11,16 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008/09 entspricht als **Kursziel 4,07 € (zuvor: 4,87 €)** (siehe Seite 8).

CeoTronics AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	13,8%	ewige EBITA - Marge	11,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	31,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	20,00	22,00	23,10	24,26	25,47	26,74	28,08	29,48	
US Veränderung	-6,2%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,13	3,38	3,40	3,52	3,64	3,77	3,90	4,04	
EBITDA	2,58	3,04	3,19	3,35	3,52	3,70	3,88	4,07	
EBITDA-Marge	12,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
EBITA	2,05	2,49	2,64	2,78	2,94	3,10	3,28	3,47	
EBITA-Marge	10,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%
Steuern auf EBITA	-0,51	-0,77	-0,82	-0,86	-0,91	-0,96	-1,02	-1,07	
zu EBITA	25,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	1,54	1,72	1,82	1,92	2,03	2,14	2,26	2,39	
Kapitalrendite	11,0%	13,3%	13,5%	13,5%	13,9%	14,2%	14,5%	14,8%	14,6%
Working Capital (WC)	6,55	7,00	7,35	7,72	8,10	8,51	8,93	9,38	
WC zu Umsatz	32,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	
Investitionen in WC	1,40	-0,45	-0,35	-0,37	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,40	6,50	6,80	6,90	7,00	7,10	7,20	7,30	
AFA auf OAV	-0,53	-0,55	-0,55	-0,58	-0,58	-0,59	-0,60	-0,61	
AFA zu OAV	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-0,95	-0,65	-0,85	-0,68	-0,68	-0,69	-0,70	-0,71	
Investiertes Kapital	12,95	13,50	14,15	14,62	15,10	15,61	16,13	16,68	
EBITDA	2,58	3,04	3,19	3,35	3,52	3,70	3,88	4,07	
Steuern auf EBITA	-0,51	-0,77	-0,82	-0,86	-0,91	-0,96	-1,02	-1,07	
Investitionen gesamt	0,45	-1,10	-1,20	-1,04	-1,07	-1,10	-1,13	-1,16	
Investitionen in OAV	-0,95	-0,65	-0,85	-0,68	-0,68	-0,69	-0,70	-0,71	
Investitionen in WC	1,40	-0,45	-0,35	-0,37	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,51	1,17	1,17	1,45	1,54	1,64	1,74	1,84	33,02
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	26,36	27,39							
Barwert expliziter FCFs	7,55	7,01							
Barwert des Continuing Value	18,81	20,38							
Nettoschulden (Net debt)	0,72	0,46							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	25,63	26,94							
Fremde Gewinnanteile	-0,06	-0,07							
Wert des Aktienkapitals	25,57	26,87							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,600	6,600							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,87	4,07							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,4%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
10,6%	3,63	3,34	3,09	2,89	2,71
12,6%	4,24	3,88	3,58	3,33	3,11
14,6%	4,86	4,43	4,07	3,77	3,51
16,6%	5,47	4,97	4,56	4,21	3,91
18,6%	6,08	5,52	5,05	4,65	4,31

Fazit

Wie so oft werden Projekte der öffentlichen Hand nicht im vorgesehenen Zeitplan fertiggestellt. So scheint es sich auch bei der Digitalfunkumstellung in Deutschland abzuzeichnen. Bereits jetzt kam es zu ersten Verzögerungen bei der Auftragsvergabe. Dies hatte im ersten Halbjahr 2008/09 zur Folge, dass die Auftragseingänge aus der Digitalfunkumstellung nicht im gewünschten und von uns erwarteten Maße kamen. Nichtsdestotrotz ist die Digitalfunkumstellung weiterhin eines der bestimmenden Themen für die CeoTronics AG, die das Geschehen des Unternehmens in den nächsten Jahren maßgeblich beeinflussen wird. Auch wenn es zu Verzögerungen bei der Umsetzung kommt, führt letzten Endes wohl kaum ein Weg an der CeoTronics AG vorbei. Immerhin hat sich das Unternehmen schon durch die Mitgestaltung der Umstellungen in Frankreich, Spanien und der Schweiz empfohlen. Zudem haben die Verzögerungen in Deutschland aber auch etwas gutes, denn Endgeräte und Zubehör werden nun in der Neuausschreibung getrennt voneinander ausgeschrieben, was CeoTronics zu Gute kommt.

Dass CeoTronics zuversichtlich für die kommende Zeit ist, beweist auch die anhaltende Investitionstätigkeit. Noch im Frühjahr 2009 soll begonnen werden, das Produktionsgebäude am Standort Lutherstadt Eisleben um nahezu 50 % auf 1.900 m² Fläche zu erweitern. Auch die Mitarbeiterzahl kann dadurch dann um kapp 50 % auf 60 ausgeweitet werden. Wir schätzen die zu erwarteten Baukosten auf einen hohen sechsstelligen Millionenbetrag, wobei jedoch eine Reihe von Investitionszuschüssen zu erwarten sein dürfte. Daher gehen wir davon aus, dass der Bau aus dem laufenden Cash-Flow finanziert werden kann, bzw. nur ein unwesentlicher Teil fremdfinanziert werden muss.

Auf Grund der aktuellen konjunkturellen Schwäche und des zögerlichen Vorranschreitens der Digitalfunkumstellung in Deutschland haben wir zunächst unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr nach unten angepasst und entsprechen damit den gegenwärtigen marktseitigen Risiken. Auch für das kommende Geschäftsjahr gehen wir nun von verminderten Umsätzen und Ergebnissen aus. Jedoch kann sich dies sehr schnell in die andere Richtung drehen, denn neben Deutschland sind auch in Nordeuropa und Österreich Digitalfunkumstellungen in Umsetzung.

Auch wenn im laufenden Geschäftsjahr ein Ergebnisrückgang zu erwarten ist, so sollte sich das Ergebnis noch immer auf einem hohen Niveau bewegen, so dass erneut eine Dividende gezahlt werden kann. Wir erwarten erneut eine Ausschüttungsquote von rund 50 %, was einer Dividendenrendite von über 5 % entspricht. Insgesamt ist die CeoTronics deutlich konjunkturenter als viele andere Unternehmen, was im Zusammenhang mit dem hohen Umsatzanteil öffentlicher Auftraggeber steht. Daher sehen wir auch die aktuelle Bewertung mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,20 und einem 2009er KGV von 10 als zu günstig an. Auch im laufenden Geschäftsjahr sollte die CeoTronics erneut zweistellige Renditen auf das Eigenkapital sowie das eingesetzte Kapital erreichen können. Diese Aussage wird auch durch das DCF-Modell gestützt. Zwar nehmen wir den fairen Wert von 4,87 € auf nunmehr 4,07 € zurück, woraus sich jedoch noch immer ein Kurspotenzial von über 80 % ergibt. Das Rating KAUFEN bestätigen wir damit. Sobald eine spürbare Belebung durch Aufträge aus der Digitalfunkumstellung zu erwarten ist, behalten wir uns jedoch ausdrücklich vor, die Umsatz- und Ergebnisprognosen wieder anzuheben.

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 mögliche Interessenskonflikte 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. Kfm., 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