

09.04.2009

CeoTronics AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 3,02 Euro

Kurs: 1,98 Euro
09. April 2009
XETRA, 09:33 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (4,07 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: 156 (28.02.2009)

Firmensitz: Rödermark, D

Gründung: 1985

Vorstandsvorsitzender:
Thomas H. Günther

WKN: 540740

ISIN: DE0005407407

Börsenkürzel: CEK

Anzahl Aktien: 6,60 Mio.

Marktkap.: 13,07 Mio. Euro

Streubesitz: 39,91 %

52 W Hoch: 3,45 Euro

52 W Tief: 1,83 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 10.782 €.*

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

~540740 CEK, Tageschart [Close] - 10.04.2008 - 09.04.2009 - 1.98



In Mio. Euro	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009e**	31.05.2010e**
Umsatz	17,94	21,32	18,50	17,95
EBITDA	2,44	3,31	2,24	2,15
EBIT	1,92	2,79	1,72	1,60
Konzernergebnis	1,05	1,84	1,22	1,03
In Euro				
Gewinn je Aktie*	0,16 €	0,28 €	0,18 €	0,15 €
Dividende je Aktie*	0,10 €	0,15 €	0,05 €	0,05 €
In %				
EBITDA-Marge	13,58 %	15,51 %	12,11 %	11,95 %
EBIT-Marge	10,70 %	13,07 %	9,27 %	8,89 %
Dividendenrendite*	5,05 %	7,58 %	2,53 %	2,53 %
Kennzahlen*				
EV/Sales	0,80	0,72	0,83	0,85
EV/EBITDA	5,91	4,62	6,82	7,13
KGV	12,49	7,18	10,99	13,05
KBV (28.02.2009)		1,01		

*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:

- Konjunkturkrise führt zu schwächeren Auftragseingängen
- Umsatz- und Ergebnisziele für 2008/09 nach unten korrigiert
- Es wird aber weiterhin ein 7-stelliges positives Ergebnis erreicht werden
- Wir prognostizieren auch für 2009/10 ein ähnlich positives Ergebnis
- Bilanzielle Situation weiterhin sehr stabil, CeoTronics sollte gut durch die Krise kommen
- Kursziel von 4,07 € auf 3,02 € korrigiert - Rating bleibt KAUFEN

Unternehmen

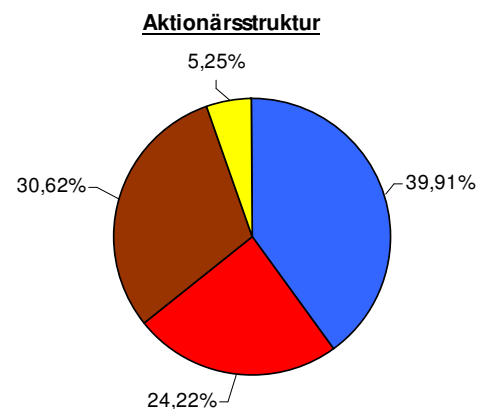
Profil

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
7. MKK (Münchener Kapitalmarkt Konferenz)	27.04.2009
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
Halbjahresbericht 2009/10	13.01.2009

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 9M 2008/09

in Mio. Euro	9M 2007/08	Veränderung	9M 2008/09
Umsatz Gesamt	14,89	-5,04 %	14,14
Umsatz - Deutschland	6,25	+28,80 %	8,05
Umsatz - Resteuropa	8,32	-30,05 %	5,82
Umsatz - übrige Welt	0,32	-15,63 %	0,27
EBITDA	2,22	-10,36 %	1,99
EBIT	1,83	-13,11 %	1,59
Konzernergebnis	1,18	+0,85 %	1,19
EPS in Euro	0,18	+/-0 %	0,18

Umsatzbetrachtung

Auch die CeoTronics AG kann sich der momentanen konjunkturellen Entwicklung nicht vollständig entziehen. Nachdem die Umsatzerlöse bei der CeoTronics bereits zum Halbjahr um 3,6 % unter dem Vorjahresniveau lagen, setzte auch im dritten Quartal keine Belebung der Umsatzdynamik ein. So lagen die Umsatzerlöse zum 28.02.2009, nach neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008/09, bei 14,14 Mio. € und damit um 5,0 % unter dem Vergleichsniveau des Vorjahres.

Dabei waren verschiedene Faktoren von Bedeutung. Zum einen ist bei den Umsätzen im europäischen Ausland das hohe Umsatzniveau des Vorjahres zu berücksichtigen, das vor allem aus den Digitalfunkumstellungen in den europäischen Ländern Spanien, Frankreich und der Schweiz herrührte. Zum anderen spielt die anhaltende Verzögerung der BOS-Digitalfunkumstellung in Deutschland und Nord-Europa eine Rolle. In Deutschland konnten die Umsatzerlöse zwar auf Grund der Auslieferung des dritten Loses des Bundeswehrauftrages für CT-DECT JetCom Systeme im Volumen von rund 3 Mio. € gesteigert werden, jedoch wurden die erwarteten Neuaufträge aus der Digitalfunkumstellung in Deutschland bislang nicht vergeben. Wie bereits zum Halbjahr berichtet, gibt es zeitliche Verzögerungen beim Aufbau des Funknetzes und in der Folge bei den Ausschreibungen von Aufträgen für Endgeräte und Zubehör.

In den USA sank der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr um 48,1 % auf 0,15 Mio. €. Hierfür ist neben dem verhaltenen Käuferverhalten der amerikanischen Kunden, von privater als auch öffentlicher Seite, auch die Einarbeitungsphase der neuen Vertriebsmitarbeiter verantwortlich. Die Auswirkungen auf den Konzern sind jedoch weiterhin gering, da der Rückgang von einem niedrigen Niveau ausging.

Der Auftragseingang entwickelte sich für die CeoTronics nicht zufriedenstellend. Zwar ist der Rückgang des Auftragsbestandes im Vergleich zum Vorjahr um 52 % zu relativieren, da im Vorjahr zwei Lose des Bundeswehrauftrages in Höhe von 6,1 Mio. € eingeschlossen waren. Dennoch entwickelten sich die Auftragseingänge auf Grund der konjunkturellen Entwicklung im dritten Quartal nicht wie zunächst erwartet wurde.

Aus diesem Grund senkte CeoTronics die Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2008/09 von 20 Mio. € auf nunmehr 18,5 Mio. €. Damit wird gegenüber dem äußerst starken Vorjahr von einem Rückgang um 13,2 % ausgegangen. Trotz der Absenkung der Prognosen soll damit im vierten Quartal ein Umsatz von über 4 Mio. € erzielt werden, was über dem

Niveau des dritten und ersten Quartals läge. Wir beurteilen dies angesichts der aktuellen volkswirtschaftlichen Lage als stabile Entwicklung.

Ergebnisentwicklung

Auch bei den operativen Ergebnissen wirkte sich die verhaltene Umsatzentwicklung aus. So konnten die leicht positiven Vorzeichen vom Halbjahr nicht gehalten werden. Beim EBITDA musste beispielsweise ein Rückgang um 10,5 % auf 1,99 Mio. € hingenommen werden. Beim EBIT zeigte sich ein ähnliches Bild, mit einem Rückgang um 12,9 % auf 1,59 Mio. €.

Ein Grund war unter anderem auch der Rückgang der Rohmarge von 49,8 % im Vorjahr auf nunmehr 48,4 %, was zu einem großen Teil auf den Bundeswehrgroßauftrag zurückzuführen ist. Hierfür sind hohe Fremdbezüge (z.B. Zukauf der Helmschalen) notwendig gewesen. Inzwischen ist der Großauftrag abgearbeitet und hat keinen Einfluss auf die Rohmarge mehr.

Auch die Marketing & Vertriebskosten lagen zum 28.02.2009 mit 3,38 Mio. € etwas höher als im Vorjahr. Ein wesentlicher Grund hierfür sind Kosten für die Messe GPEC, die im zweijährigen Turnus stattfindet und daher im Vorjahr nicht in den Kosten enthalten war.

Positiv auf das Ergebnis wirkten sich die sonstigen betrieblichen Erträge aus. Diese lagen mit 0,57 Mio. € deutlich über dem Vorjahreswert, als -0,21 Mio. € anfielen. Das hohe sonstige betriebliche Ergebnis beruht zum Großteil auf Währungseffekten in Folge des starken Dollars im Berichtszeitraum. Dadurch erzielte die CeoTonics USA trotz der schwächeren Umsatzerlöse ein starkes Ergebnis von 0,22 Mio. €.

Der positive Währungseffekt wirkte sich auch auf die Steuerquote aus, da der Währungseffekt auf Grund von bestehenden Verlustvorträgen der CeoTonics USA direkt in das Konzernergebnis einfluss. Damit lag die effektive Steuerquote nur bei 21,4 %.

Der geminderten Steuerquote zur Folge konnte das Konzernergebnis gegenüber dem Vorjahreswert leicht gesteigert werden. Nach 1,18 Mio. € in den ersten neun Monaten 2007/08 fielen nun 1,19 Mio. € an.

Als Konsequenz aus der derzeitigen Auftragseingangsschwäche und der damit verbundenen Umsatzprognoseanpassung, wurden auch die Planergebnisse für das Gesamtjahr korrigiert. Beim EBIT erwartet das Unternehmen nun einen Wert von 1,7 Mio. €, nach zuvor 2,0 Mio. €. Der erwartete Jahresüberschuss wurde von 1,4 Mio. € auf 1,2 Mio. € korrigiert.

Wie auch bei den Umsatzerlösen, beurteilen wir die Korrektur der Ergebnisziele mit Hinblick auf die derzeitige Situation als moderat. Auf Grund der flachen Kostenstruktur kann die CeoTonics trotz der schwierigen exogenen Einflüsse ein respektables Ergebnis erwirtschaften. Auch bei einem weiteren Umsatzrückgang würde ein positives Konzernergebnis erreichbar bleiben, da die Umsatzgröße, bei der die Break-even Schwelle berührt werden würde, noch deutlich unter den angepeilten 18,5 Mio. € liegt.

Wir beurteilen die Lage der CeoTonics daher als komfortabel, da trotz der widrigen Umstände ein deutlich positives Ergebnis erzielt werden kann bzw. der Rückgang der Umsatzerlöse nicht zu Verlusten führt.

Bilanzielle Entwicklung

Auch bilanziell steht die CeoTronics nach wie vor komfortabel da. Zum 28.02.2009 wurde ein operativer Cash-Flow in Höhe von 3,32 Mio. € erzielt. Die Mittel wurden unter anderem dazu verwendet, den Ausbau der Fertigungskapazitäten am Standort Lutherstadt Eisleben zu finanzieren und kurzfristige Finanzverbindlichkeiten zu tilgen, die im Rahmen der Abarbeitung des Bundeswehrauftrages aufgenommen wurden. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich dadurch auf 72,7 %, was als sehr solide eingeschätzt werden kann.

Die gute bilanzielle Situation könnte CeoTronics auch bei der Gewinnung von neuen Aufträgen hilfreich sein. Aktuell schauen Kunden verstärkt auf die finanzielle Ausstattung der Zulieferer, um einen möglichen Ausfall zu vermeiden.

Prognose- und Modellannahmen

Auf Grund der kurzen verbleibenden Zeit zum Geschäftsjahresende am 31.05.2009 sollte die Sichtbarkeit sehr gut sein, so dass trotz des schweren Umfeldes eine verlässliche Prognose gegeben werden kann. Den Erwartungen des Vorstandes für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 schließen wir uns daher an. Entsprechend gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 18,50 Mio. € aus. Bei den Ergebnissen orientieren wir uns ebenfalls an den Erwartungen des Managements und prognostizieren ein EBIT von 1,72 Mio. € bzw. 1,22 Mio. € Konzernergebnis.

Mit mehr Unsicherheit ist vielmehr der Ausblick auf das kommende Geschäftsjahr 2009/10 behaftet. Wann sich die konjunkturelle Lage verbessert bzw. die Verzögerungen bei der BOS-Digitalfunkumstellung aufgeholt werden, bleibt schwierig einzuschätzen. Daher legen wir für das kommende Geschäftsjahr sehr konservative Prognosen zu Grunde und rechnen mit einem weiteren leichten Umsatzrückgang um 3 % auf 17,95 Mio. €. Dieser Wert könnte bei einem positiven Verlauf aber auch schnell übertroffen werden. Zu denken ist dabei etwa an einen schnelleren Fortschritt der Digitalfunkumstellung in Deutschland und Nord-Europa. Des Weiteren beeinträchtigt die Konjunkturelle kaum das Investitionsverhalten von öffentlichen Stellen, so dass hier weitere Umsätze auch in den schwierigen Zeiten noch generiert werden können.

CeoTronics weist eine flache Fixkostenstruktur auf, was darauf zurückzuführen ist, dass viele Prozessschritte an Dritte ausgelagert sind. Angesichts der flachen Fixkostenstruktur der CeoTronics sollte dann auch die Ergebnissituation bei der prognostizierten Umsatzentwicklung nur leicht rückläufig sein. Wir rechnen mit einem Rückgang der EBITDA-Marge auf knapp 12 %, was einem absoluten Wert von 2,15 Mio. € entspricht. Das Konzernergebnis sollte dann noch immer bei rund 1,03 Mio. € liegen.

In Mio. €	GBC-Prognose 2008/09 alt	GBC-Prognose 2008/09 neu	GBC-Prognose 2009/10 alt	GBC-Prognose 2009/10 neu
Umsatzerlöse	20,00	18,50	22,00	17,95
EBITDA	2,58	2,24	3,04	2,15
EBITDA-Marge	12,88 %	12,11 %	13,82 %	11,95 %
EBIT	2,05	1,72	2,49	1,60
EBIT-Marge	10,25 %	9,27 %	11,32 %	8,89 %
Konzernergebnis	1,47	1,22	1,64	1,03

Quelle: GBC

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 %.

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,91 % (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 %.

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

Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

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 5), 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 8,37 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009/10 entspricht als **Kursziel 3,02 € (zuvor: 4,07 €)** (siehe Seite 7).

CeoTronics AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	13,5%	ewige EBITA - Marge	11,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	34,0%		

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)	18,50	17,95	18,84	19,78	20,77	21,81	22,90	24,05	
US Veränderung	-13,2%	-3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,95	2,76	2,85	2,95	3,05	3,16	3,27	3,39	
EBITDA	2,24	2,15	2,54	2,67	2,80	2,94	3,09	3,25	
EBITDA-Marge	12,1%	12,0%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
EBITA	1,72	1,60	1,99	2,11	2,24	2,37	2,51	2,65	
EBITA-Marge	9,3%	8,9%	10,6%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%
Steuern auf EBITA	-0,43	-0,49	-0,62	-0,65	-0,69	-0,73	-0,78	-0,82	
zu EBITA	25,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	1,29	1,10	1,38	1,46	1,54	1,63	1,73	1,83	
Kapitalrendite	9,2%	8,9%	10,9%	11,2%	11,5%	11,8%	12,1%	12,4%	12,2%
Working Capital (WC)	6,15	6,10	6,41	6,73	7,06	7,42	7,79	8,18	
WC zu Umsatz	33,2%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
Investitionen in WC	1,80	0,05	-0,31	-0,32	-0,34	-0,35	-0,37	-0,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,28	6,50	6,60	6,70	6,80	6,90	7,00	7,10	
AFA auf OAV	-0,53	-0,55	-0,55	-0,56	-0,57	-0,58	-0,58	-0,59	
AFA zu OAV	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-0,82	-0,77	-0,65	-0,66	-0,67	-0,68	-0,68	-0,69	
Investiertes Kapital	12,43	12,60	13,01	13,43	13,86	14,32	14,79	15,28	
EBITDA	2,24	2,15	2,54	2,67	2,80	2,94	3,09	3,25	
Steuern auf EBITA	-0,43	-0,49	-0,62	-0,65	-0,69	-0,73	-0,78	-0,82	
Investitionen gesamt	0,97	-0,72	-0,96	-0,98	-1,00	-1,03	-1,05	-1,08	
Investitionen in OAV	-0,82	-0,77	-0,65	-0,66	-0,67	-0,68	-0,68	-0,69	
Investitionen in WC	1,80	0,05	-0,31	-0,32	-0,34	-0,35	-0,37	-0,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,78	0,93	0,97	1,04	1,11	1,18	1,26	1,34	24,52
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	19,60	20,31							
Barwert expliziter FCFs	5,63	5,18							
Barwert des Continuing Value	13,97	15,14							
Nettoschulden (Net debt)	0,45	0,28							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	19,15	20,03							
Fremde Gewinnanteile	-0,06	-0,06							
Wert des Aktienkapitals	19,09	19,96							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,600	6,600							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,89	3,02							

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%
10,2%	3,05	2,79	2,58	2,40	2,24
11,2%	3,33	3,04	2,80	2,60	2,42
12,2%	3,61	3,29	3,02	2,80	2,61
13,2%	3,89	3,54	3,25	3,00	2,79
14,2%	4,17	3,79	3,47	3,20	2,97

Fazit

Die Konjunkturdelle geht auch an der CeoTronics AG derzeit nicht spurlos vorbei. Die Auftragseingänge entwickelten sich im dritten Quartal nicht wie von uns erwartet. Kunden aus der Industrie halten sich derzeit massiv zurück, was Investitionen anbelangt. In Deutschland macht sich darüber hinaus die anhaltende Verzögerung der BOS-Digitalfunkumstellung bemerkbar. Angesichts des schleppenden Netzaufbaus, werden auch Ausschreibungen für Endgeräte und damit das, für CeoTronics wichtige, Zubehör noch nicht in den erwarteten Volumengrößen getätigt. Abgesehen davon, gibt es aber keine spürbare Investitionszurückhaltung seitens öffentlicher Stellen, was einen gewissen Puffereffekt bringt.

Vor dem oben genannten konjunkturellen Hintergrund musste die CeoTronics AG die zum Halbjahr ausgegebenen Prognosen für das Geschäftsjahr 2008/09 senken. Nach erwarteten Umsatzerlösen von bisher 20,00 Mio. €, geht das Unternehmen nun davon aus, 18,50 Mio. € zu erreichen. Auch bei den Ergebnissen wurden die Prognosen zunächst gesenkt. Die EBIT-Erwartung liegt nun bei 1,70 Mio. €, nach zuvor 2,00 Mio. €. Das Konzernergebnis wird bei 1,20 Mio. € erwartet, nach zuvor 1,40 Mio. €.

Für das laufende Geschäftsjahr schließen wir uns den Erwartungen des Managements vollständig an. Auf Grund der kurzen verbleibenden Zeit zum Geschäftsjahresende am 31.05.2009 sollte die Sichtbarkeit sehr gut sein, so dass trotz des schwereren Umfeldes eine verlässliche Prognose gegeben werden kann. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2009/10 gehen wir bei der Schätzung sehr konservativ vor und rechnen mit weiterhin leicht rückläufigen Umsatzerlösen von 3 % auf dann 17,95 Mio. €. Auch bei den Ergebnissen erwarten wir dann entsprechende Rückgänge. Nach unseren Schätzungen sollte das EBITDA dann bei 2,15 Mio. € liegen, was einer Marge von rund 12 % entspricht.

Auf Grund der flachen Kostenstruktur wird die CeoTronics gemäß unserer Einschätzung aber auch in der aktuell schwierigen Phase einen deutlich positiven Jahresüberschuss erzielen können. Hinzu kommt, dass die Bilanz der CeoTronics sehr gesunde Relationen aufweist und mit einer Eigenkapitalquote von 72,7 % solide finanziert ist. Dies könnte bei der Auftragsvergabe in der momentanen Phase ein wichtiges Entscheidungskriterium für Kunden sein.

Auf Basis unserer Schätzung würde das 2009er KGV bei rund 11 liegen. In Anbetracht der konjunkturellen Entwicklung ist diese Größenordnung bei Weitem nicht als zu teuer einzustufen. Zumal die Aktie der CeoTronics inzwischen unter Buchwert notiert, bei einer Eigenkapitalrendite um die 10 %. Wir erwarten zudem, dass auch in diesem Geschäftsjahr eine kleine Dividende von 0,05 € ausgeschüttet werden wird.

Auch wenn das vierte Quartal des laufenden Geschäftsjahres sowie das kommende Geschäftsjahr auf Grund der Konjunkturkrise schwierig bleiben dürfte, ist die CeoTronics sehr gut aufgestellt und wird nach unserem Dafürhalten gut durch die Krise kommen, mit weiterhin deutlich positiven Ergebnissen. Mit dem aktuellen Ausbau der Produktionskapazitäten bereitet sich CeoTronics vielmehr bereits auf die Zeit nach der Krise vor. Wir halten weiterhin an unserer positiven Einschätzung fest und bewerten die CeoTronics AG mit KAUFEN. Das Kursziel passen wir von vormals 4,07 € auf nunmehr 3,02 € nach unten an. Das Kurspotenzial bleibt bei Erreichen der korrigierten Prognosen damit weiterhin hoch.

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 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. 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