

18.04.2007

# CeoTronics AG

## KAUFEN

**Kursziel: 12,54 Euro**

Kurs: 7,96 Euro  
17. April 2007  
Frankfurt, 19.00 Uhr

**Letztes Rating (Kursziel):**

**KAUFEN (10,38 Euro)**

**Marktsegment:**  
Prime Standard

**Rechnungslegung:**  
IFRS

**Analysten:**

**Manuel Hölzle**  
hoelzle@gbconcepts.de

**Felix Gode**  
gode@gbconcepts.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

**Unternehmensprofil:**

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

**Mitarbeiter:** 147 (28.02.2007)

**Firmensitz:** Rödermark, D

**Gründung:** 1985

**Vorstandsvorsitzender:**  
Thomas H. Günther

WKN: 540740  
ISIN: DE0005407407  
Börsenkürzel: CEK  
Anzahl Aktien: 2,2 Mio.  
Marktkap.: 17,51 Mio. Euro  
Streubesitz: 45,27 %  
52 W Hoch: 8,40 Euro  
52 W Tief: 6,10 Euro  
Durchs. Tagesvolumen : 34.232 €\*  
\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate), Ceotronics AG



In Mio. Euro	GJ 2005/06	9M 2006/07	GJ 2006/07e	GJ 2007/08e
Umsatz	18,06	14,04	18,60	21,21
EBITDA	2,24	2,04	2,70	3,39
EBIT	1,70	1,66	2,10	2,79
Jahresüberschuss	0,96	0,97	1,20	1,61
<b>In Euro</b>				
Gewinn je Aktie	0,44 €	0,44 €	0,54 €	0,73 €
Dividende je Aktie	0,30 €	k.A.	0,35 €	0,40 €
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	12,40 %	14,50 %	14,52 %	15,98 %
EBIT-Marge	9,40 %	11,79 %	9,91 %	13,15 %
Dividendenrendite	3,77 %	k.A.	4,40 %	5,03 %
<b>Kennzahlen</b>				
EV/Sales	0,85	k.A.	0,83	0,72
EV/EBITDA	6,86	k.A.	5,69	4,53
KGV	18,38	k.A.	14,62	10,86
KBV		1,51		

**Highlights:**

- Weitere Steigerungen der Ergebnisse
- Großauftrag der Bundeswehr über 5,5 Mio. € bietet weiteres Potenzial
- Höchster Auftragsbestand der Unternehmensgeschichte
- Kursziel angehoben - Unterbewertung von über 55 %

# Unternehmen

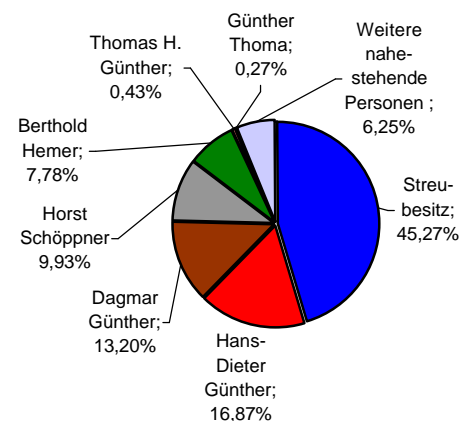
## Profil

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 auf Kommunikationssystemen 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, 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 147 beschäftigten Mitarbeitern erwirtschaftete die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2005/2006, das zum 31.05.2006 endete, einen Konzernumsatz von 18,06 Mio. Euro.

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Hans-Dieter Günther	16,87%
Dagmar Günther	13,20%
Horst Schöppner	9,93%
Berthold Hemer	7,78%
Thomas H. Günther	0,43%
Günther Thoma	0,27%
Weitere nahestehende Personen	6,25%
Streubesitz	45,27%



## Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Ende des Geschäftsjahres 2006/2007	31. Mai 2007
4. Quartalsbericht und Jahresabschluss 2006/07	17. August 2007
Bilanz-Pressekonferenz 2007	30. August 2007
Analystenmeeting 2007	30. August 2007
1. Quartalsbericht 2007/08	12. Oktober 2007
Hauptversammlung 2007	2. November 2007

## Unternehmensentwicklung & Prognose

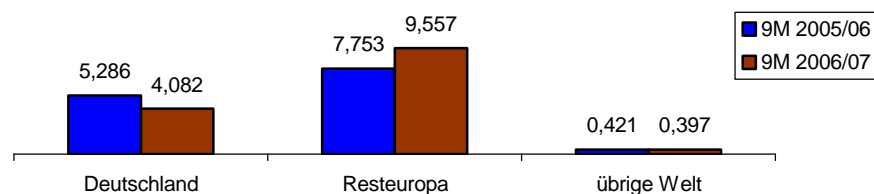
### Umsatzbetrachtung - 9 Monate 2006/07

in Mio. Euro	9M 2006/07	Veränderung	9M 2005/06
Umsatz Gesamt	14,036	+4,28 %	13,460
Umsatz - Deutschland	4,082	-22,78 %	5,286
Umsatz - Resteuropa	9,557	+23,27 %	7,753
Umsatz - übrige Welt	0,397	-5,70 %	0,421
EBITDA	2,035	+9,82 %	1,845
EBIT	1,655	+17,29 %	1,411
Konzernergebnis	0,973	+25,39 %	0,776
EPS in Euro	0,44	+25,71 %	0,35

Europäisches Ausland weiter als Wachstumstreiber

Die CeoTronics AG konnte in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2006/07 die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr erneut steigern und damit die positive Tendenz im laufenden Geschäftsjahr bestätigen. Mit 14,04 Mio. Euro lagen die Umsatzerlöse mit 4,28 % über denen des Vorjahreszeitraums, in dem 13,46 Mio. Euro umgesetzt worden waren.

Umsatzentwicklung nach Absatzmärkten



Quelle: GBC, CeoTronics AG

Maßgeblichen Einfluss auf die Umsatzentwicklung hatte, wie auch schon zum Halbjahr, der Umsatzanteil in Europa, ohne Deutschland. Dort konnte der Absatz um 23,27 % auf 9,56 Mio. Euro gesteigert werden. Dabei machten sich, wie bereits im zweiten Quartal, die anhaltenden staatlichen Investitionen in die Digitalfunktechnik in Frankreich und Spanien positiv bemerkbar. Auch in Großbritannien konnte ein erhöhtes Umsatzniveau verzeichnet werden. Auf den Märkten Schweiz und Polen waren die Umsätze rückläufig, allerdings von einem niedrigen Niveau ausgehend. Der europäische Anteil am Gesamtumsatz belief sich nach neun Monaten auf 68 %.

In Deutschland waren die Umsatzerlöse in den ersten drei Quartalen, wie schon zum Halbjahr, zwar weiterhin rückläufig. Als wesentlicher Grund ist hierfür die Zurückhaltung der Behörden im Zuge der anstehenden Umstellung auf die Digitalfunktechnik zu nennen. Dieser Investitionsstau sollte sich mit der Umstellung gegen Ende des Jahres 2007 bzw. Anfang des Jahres 2008 aber auflösen.

Auslandsanteil liegt bei knapp 70 %

## Auftragsbestand auf neuem Rekordniveau

Rekordauftragsniveau erreicht durch...

Wie bereits zum Halbjahr konnte der hohe Auftragsbestand des Vorjahres zum 28.02.2007 zwar nicht erreicht werden. Dennoch stellt der Bestand den zweithöchsten in der Unternehmensgeschichte dar, so dass die anhaltend gute Entwicklung damit erneut unterstrichen wird. Besonders erfreulich ist der Zuwachs des Auftragsbestands in der Schweiz. Dieser steigerte sich im Vergleich zum Vorjahr um +287,4 %. Damit ist indiziert, dass in der Schweiz die Investitionen in Digitalfunktechnik im Jahr 2007 fortgesetzt werden, so dass dort im kommenden Geschäftsjahr wieder von steigenden Umsätzen auszugehen ist.

...Großauftrag in Höhe von 5,5 Mio. Euro

Am 2. April 2007, also nach dem Bilanzstichtag zum dritten Quartal, meldete das Unternehmen nun aber einen Großauftrag der Deutschen Bundeswehr für 3.700 CT-DECT JetCom Systemen in Höhe von insgesamt 5,50 Mio. Euro. Dabei verteilt sich das Volumen ungefähr zu je 50 % auf die Geschäftsjahre 2007/08 und 2008/09. Dies hob den Auftragsbestand im Vergleich zum Vorjahreswert um 134 % auf das höchste Niveau der Firmengeschichte an.

Option auf weiteren Auftrag mit hohem Volumen

Eine zusätzliche Chance bietet sich der CeoTronics AG aus einer gleichzeitigen Option über weitere 2.200 Helme inklusive Kommunikationssystemen und Zubehör im Volumen von 2,2 Mio. Euro, über die der Auftraggeber jedoch erst zu einem späteren Zeitpunkt entscheiden wird.

## Kostenbetrachtung - 9 Monate 2006/07

Bruttomarge auf 50,50 % verbessert

Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006/07, konnte die Bruttomarge in den ersten drei Quartalen gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesteigert werden. Diese stieg auf 50,50 % an, nachdem sie zum Vorjahreszeitpunkt nur bei 47,72 % gelegen hatte. Wie schon im zweiten Quartal, konnte auch im dritten Quartal eine Bruttomarge deutlich über dem Vorjahreswert erzielt werden. Diese lag für den Zeitraum vom 01. Dezember 2006 bis 28. Februar 2007 bei 50,73 %, nach 41,75 % im Vorjahreszeitraum. Begünstigend wirkten sich auf die Bruttomarge optimierte Produktionsprozesse und günstige Auftragsstrukturen aus.

Bei den Kosten für Forschung & Entwicklung ist, wie auch schon im ersten Halbjahr 2006/07 eine steigende Tendenz zu verzeichnen gewesen, was auf die Entwicklung neuer Produkte sowie Weiterentwicklung vorhandener Technologien zurückzuführen ist. Der F&E-Aufwand lag mit 1,07 Mio. Euro um 22,34 % über dem Vorjahresniveau.

Auch die Verwaltungskosten legten im Vergleich zum Vorjahr weiter zu. Nach einem Plus von 14,7 % zum Halbjahr betrug der Anstieg zum Vorjahreszeitraum nach neun Monaten 14,44 %. Dies wurde vor allem durch erhöhte Personalaufwendungen beeinflusst. Absolut stieg der Verwaltungsaufwand von 1,06 Mio. Euro im Vorjahr auf 1,21 Mio. Euro an.

Vertriebs- und Marketingaufwand zum Vorjahr stabil

Die Aufwendungen für Vertrieb/Marketing lagen mit 3,07 Mio. Euro auf dem Niveau des Vorjahres. Erst im vierten Quartal werden erhöhte Kosten für Messen u.ä. anfallen, die im Vorjahr nicht relevant waren.

Erneut konnte die CeoTronics AG damit die Umsatzerlöse überproportional zu den Kosten steigern. Während die Umsätze um 4,28 % anstiegen, legten die betrieblichen Kosten lediglich um 2,27 % zu. Die positive Geschäftsentwicklung wird hierdurch erneut unterstrichen.

## Ergebnisbetrachtung - 9 Monate 2006/07

EBITDA-Marge auf  
14,50 % erhöht

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2006/07 belief sich auf 2,04 Mio. Euro und lag damit 10,30 % über dem Vorjahresniveau von 1,85 Mio. Euro. Die EBITDA-Marge wurde merklich von 13,71 % im Vorjahresquartal auf 14,50 % erhöht, was die gute operative Entwicklung unterstreicht.

Auch das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte im Vergleich zu den ersten neun Monaten 2005/06 gesteigert werden. Während das EBIT im Vorjahr noch bei 1,41 Mio. Euro lag, betrug es in den ersten drei Quartalen 2006/07 1,66 Mio. Euro, was einer Steigerung von 17,29 % entspricht.

Ein Grund für das verbesserte Ergebnis auf EBIT-Basis waren neben der operativen Entwicklung auch die verringerten Abschreibungen. Diese fielen im laufenden Geschäftsjahr mit 0,38 Mio. Euro um 54 Tsd. Euro geringer aus als noch im Vorjahr.

Weniger Abschreibungen begünstigen verbessertes EBIT

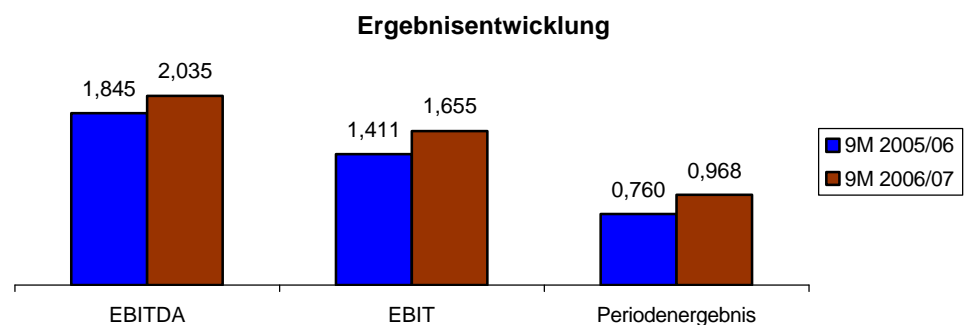
Maßgeblich waren dabei die nicht weiter notwendigen Goodwillabschreibungen bei der CeoTronics USA. Diese schlugen im Vorjahr noch mit über 0,1 Mio. Euro zu Buche. Gemäß den aktuellen Planungen werden auch in den nächsten Jahren keine weiteren Berichtigungen notwendig werden.

Schließlich konnte auch beim Jahresüberschuss eine deutliche Steigerung erzielt werden. So legte der Jahresüberschuss um 27,37 % auf 0,97 Mio. Euro zu. Das entspricht einem Periodenergebnis pro Aktie von 0,44 Euro, 0,09 Euro mehr als im Vorjahreszeitraum.

Der Cash-Flow aus operativer Geschäftstätigkeit erreichte mit 0,39 Mio. Euro nicht den Vorjahreswert von 1,33 Mio. Euro. Vor allem der höhere Forderungsbestand sowie ein angewachsener Vorratsbestand sind hierfür als Gründe zu nennen.

Immobilienwerb erhöht Investitionen

Die Investitionen beliefen sich in den ersten neun Monaten 2006/07 auf 2,87 Mio. Euro und lagen damit deutlich über dem Vorjahreswert von 0,27 Mio. Euro. Ausschlaggebend für diesen Anstieg war der Kauf der Immobilie am Standort Rödermark, für 2,59 Mio. Euro (inklusive Anschaffungsnebenkosten in Höhe von 0,1 Mio. Euro) im zweiten Halbjahr 2006.



Quelle: CeoTronics AG, GBC

Hohe Wachstumserwartung in den kommenden Geschäftsjahren

Die Zielmarge beim EBITDA liegt bei 17 %

Option bietet weiteres Upside-Potenzial

## Prognose und Modellannahmen

Für das laufende Geschäftsjahr 2006/07 gehen wir unverändert davon aus, dass die CeoTronics AG Umsatzerlöse in Höhe von 18,60 Mio. Euro erreichen wird. Damit liegt unsere Prognose leicht über der im Halbjahresbericht 2006/07 vom Unternehmen angekündigten Zielvorgabe von 18,20 Mio. Euro. Auch ergebnisseitig glauben wir, dass die Gesellschaft ihre eigene Prognose übertreffen kann. Die unternehmensinterne Schätzung für den Jahresüberschuss wurde mit 1,04 Mio. Euro veröffentlicht. Wir glauben, dass dieser Wert übertroffen werden kann und gehen von einem Überschuss in Höhe von 1,20 Mio. Euro aus.

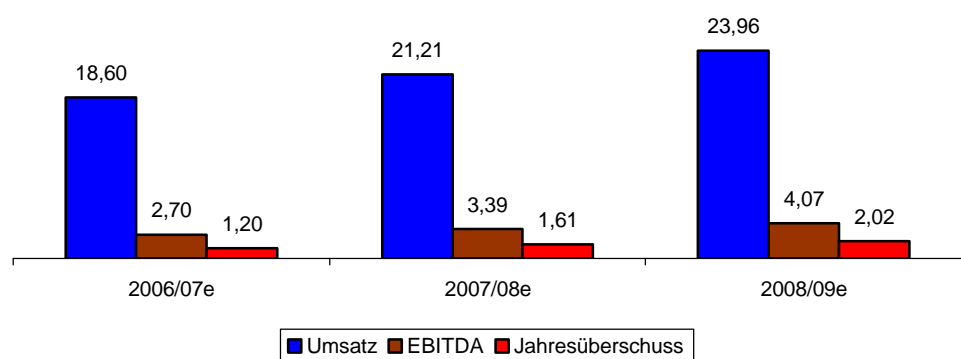
Anfang April meldete die CeoTronics AG einen Großauftrag der Deutschen Bundeswehr im Gesamtvolumen von 5,50 Mio. Euro. Dies war in den bisherigen Schätzungen noch nicht berücksichtigt. Davon werden rund 3,00 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2007/08 ausgeliefert und abgerechnet. Unser Umsatzziel heben wir aus diesem Grund von 20,46 Euro auf 21,21 Mio. Euro an. Im Geschäftsjahr 2008/09 werden schließlich noch circa 2,50 Mio. Euro aus diesem Auftrag anfallen. Wir gehen für das Geschäftsjahr von Umsatzerlösen in Höhe von 23,96 Mio. Euro aus. Beide Prognosen sehen wir als konservativ an.

Auch die Ergebnisseite sollte sich weiterhin stark verbessern. So gehen wir 2007/08 von einem EBITDA in Höhe von 3,39 Mio. Euro aus, im Folgejahr von 4,07 Mio. Euro. Vor allem die Fixkostendegression auf Ebene der Verwaltungskosten sollte dabei einen positiven Effekt auf die Margensituation haben. Aber auch ein unterproportionaler Anstieg der Vertriebs- und Marketingkosten auf Grund der steigenden Anzahl an Großaufträgen sollte sich begünstigend auswirken. Bis zum Geschäftsjahr 2008/09 halten wir daher unverändert eine EBITDA-Marge in Höhe von 17 % für möglich.

Unterm Strich sollten den Aktionären gemäß unserer Prognose in den kommenden Geschäftsjahren 2007/08 und 2008/09 1,61 Mio. Euro bzw. 2,02 Mio. Euro übrig bleiben, was einem Ergebnis pro Aktie in Höhe von 0,73 Euro bzw. 0,92 Euro bedeuten würde.

Die Option aus dem Großauftrag auf weitere 2.200 Systeme für das Kalenderjahr 2009 haben wir in den aktuellen Schätzungen noch nicht berücksichtigt. Im Falle der Realisierung der Option könnten sich weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen ergeben. Auch die möglichen Auswirkungen einer Unternehmenssteuerreform bleiben bislang unberücksichtigt.

Prognosen 2006/07 - 2008/09 in Mio. Euro



Quelle: Schätzungen GBC

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5 %
EBITDA-Marge	17 %
Steuerquote	39,5 %
Working Capital in % vom Umsatz	22,1 %
Umsatz zu OAV	steigend
Abschreibungen vom OAV	8,5 %

## Discounted Cashflow-Modell

Die CeoTronics AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2006/07 bis 2008/09 in Phase Eins, erfolgt in den Jahren 2009/10 bis 2012/13 eine Verstetigung der Annahmen. Dabei haben wir das große erwartete Potenzial durch die Digitalfunkumstellung zunächst nur sehr vorsichtig berücksichtigt und es könnte sich daraus ein weitaus größeres Potenzial für CeoTronics ergeben.

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 9,2 % errechnet (vgl. Initial Coverage Studie vom 12.09.2006). Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des laufenden Geschäftsjahres entspricht als **Kursziel 12,54 Euro**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CeoTronics AG								
in Mio. EUR	GJ 2006/07	GJ 2007/08	GJ 2008/09	GJ 2009/10	GJ 2010/11	GJ 2011/12	GJ 2012/13	Continued
Umsatz	18,60	21,21	23,96	25,16	26,42	27,74	29,13	29,71
Veränderung in %	3,0%	14,0%	13,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA-Marge	14,5%	16,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
EBIT	2,10	2,79	3,46	3,68	3,90	4,10	4,30	4,39
Ebit-Marge	11,3%	13,1%	14,4%	14,6%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Steuerquote	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%
Working Capital	5,08	4,68	5,29	5,55	5,83	6,12	6,43	6,55
in % vom Umsatz	27,30%	22,06%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%
Operatives Anlagevermögen	7,12	7,02	7,26	6,99	6,95	7,30	7,66	7,82
Umsatz zu OAV	2,6	3,0	3,3	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8
Abschreibungen	-0,6	-0,6	-0,62	-0,59	-0,59	-0,62	-0,65	-0,66
Abschreibungen vom OAV	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
<b>Free Cashflows</b>								
EBITDA	2,70	3,39	4,07	4,28	4,49	4,72	4,95	5,05
Steuern auf EBIT	-0,83	-1,10	-1,37	-1,45	-1,54	-1,62	-1,70	-1,73
Investitionen in AV	-2,92	-0,50	-0,86	-0,32	-0,55	-0,97	-1,02	-0,82
Veränderung Working Capital	-0,85	0,40	-0,61	-0,26	-0,28	-0,29	-0,31	-0,13
Investitionen Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gross Free Cashflow</b>	<b>-1,89</b>	<b>2,19</b>	<b>1,24</b>	<b>2,24</b>	<b>2,12</b>	<b>1,84</b>	<b>1,93</b>	<b>2,37</b>

VALUATION IN MIO. EUR	GJ 05/06	GJ 06/ 07 e	GJ 07/ 08 e	GJ 08/09 e
Barwert expliziter FCfs	6,1	8,6	7,2	6,6
Barwert des Continuing Value	17,9	19,5	21,3	23,3
Wert operatives Geschäft	24,0	28,1	28,5	29,9
Nettoschulden (Net debt)	-2,31	0,45	-0,75	-1,01
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>26,3</b>	<b>27,6</b>	<b>29,2</b>	<b>30,9</b>
Fremde Gewinnanteile	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06
Wert des Aktienkapitals	26,3	27,6	29,2	30,8
Ausstehende Aktien in Mio.	2,200	2,200	2,200	2,200
Fairer Wert pro Aktie in EUR	11,94	12,54	13,27	14,01

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2006/07e	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e
Dividendenzahlung inkl. Fremde Anteile	-0,77	-0,88	-0,88	-0,88
Aktienrückkäufe	0	0	0	0
Zinsaufwand/ertrag	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
Langfristiges Wachstum	1%	13,62	12,67	11,83	11,10	10,44
	1,5%	14,11	13,07	12,16	11,37	10,67
	2%	14,68	13,53	12,54	11,68	10,93
	2,5%	15,36	14,07	12,98	12,03	11,22
	3%	16,16	14,70	13,48	12,44	11,55

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 12,54 Euro

Digitalfunkumstellung birgt weitere Fantasie

Kursziel auf 12,54 Euro angehoben

## Fazit

In den vergangenen Wochen konnte die CeoTronics AG immer wieder mit erfreulichen Auftragsmeldungen auf sich aufmerksam machen. Zuletzt wurde ein Großauftrag der Deutschen Bundeswehr im Gesamtvolumen von 5,50 Mio. Euro vermeldet. Dies verhalf dem Unternehmen zu dem größten Auftragsbestand der Unternehmensgeschichte.

Auch die Ende 2007, Anfang 2008 geplante Umstellung auf Digitalfunksysteme in Deutschland sollte der CeoTronics AG weitere Großaufträge beschere. Dies birgt somit weitere Fantasie für den Geschäftsverlauf des Unternehmens. Ähnliche Umstellungen wie in Deutschland stehen zudem in den kommenden Jahren auch in anderen Ländern wie Österreich oder Belgien an. Wir erwarten in den nächsten Jahren daher steigende Umsätze und einhergehend weitere Gewinnsteigerungen.

Die Bilanz der CeoTronics AG ist sehr solide. Mit einer Eigenkapitalquote von knapp 70 % und einer Verschuldung von lediglich 2,53 Mio. Euro ist das Unternehmen gut finanziert. Risiken von Firmenwertabschreibung sind nach den aktuellen Planungen, auch bei der CeoTronics USA, nicht vorhanden.

Durch den Großauftrag der Deutschen Bundeswehr und der anstehenden Umstellung auf Digitalfunktechnik in Deutschland ergeben sich für die CeoTronics AG große Chancen. Nicht nur das Umsatzniveau sollte merklich gesteigert werden können, auch die Ergebnisse und Margen werden nach unserer Einschätzung weiter anziehen. Das Kursziel auf Grundlage unseres DCF-Bewertungsverfahrens erhöht sich dadurch merklich.

**Den fairen Wert der CeoTronics-Aktie sehen wir bei 12,54 Euro und erhöhen damit das bisherige Kursziel von 10,38 Euro (Vgl. Initial Coverage Studie vom 12.09.2006. )**

Seit unserer Erstempfehlung der CeoTronics AG am 12.09.2006 konnte der Kurs der Aktie bereits leicht zulegen. Ausgehend von einem damaligen Kursniveau von 7,40 Euro, notiert die Aktie nun um 7,6 % höher. Das Kurspotenzial für das Geschäftsjahr 2006/07 beträgt nach unserer Einschätzung demnach noch über 55 %.

Das Rating KAUFEN behalten wir somit auch weiterhin bei.

## Anhang

### Risikohinweise und Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts (GBC) für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, 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 German Business Concepts 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.

Dieses Dokument stellt weder eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar und ist nicht in diesem Sinne auszulegen; noch darf es oder ein Teil davon als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässlich 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. German Business Concepts – oder Beteiligungsunternehmen, Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte kann eine Long- oder Shortposition in dem Beschriebenen Wertpapier oder andere Investments, die sich auf in diesem Report veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. German Business Concepts kann diese Wertpapiere am offenen Markt, für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden.

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

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.

German Business Concepts GmbH  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbconcepts.de>; E-Mail: [office@gbconcepts.de](mailto:office@gbconcepts.de)

## Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung:

Weder die German Business Concepts GmbH noch ein ihr verbundenes Unternehmen,

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Finanzinstrumenten, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, beteiligt,
- c) hat die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, mittels Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

**Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.**

### Zusätzliche wichtige Angaben zu der vorliegenden Analyse:

Übersicht über bisherige Studien zur Gesellschaft:

Datum	Studienart	Rating	Kurs bei Erstellung in Euro	Kursziel in Euro
17.04.2007	Research Studie update	KAUFEN	7,96	12,54
16.01.2007	Research Studie update	KAUFEN	7,70	10,38
18.10.2006	Research Studie update	KAUFEN	7,85	10,38
12.09.2006	Research Studie Initial Coverage	KAUFEN	7,40	10,38

**Ersteller der vorliegenden Analyse: Manuel Hoelzle, Felix Gode**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: German Business Concepts GmbH**

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments: Schlusskurs 16.04.2007, Frankfurt

In der Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen (Geschäftsbericht 2003/04, Geschäftsbericht 2004/05, Geschäftsbericht 2005/06, Quartalsbericht Q1 2006/07, Halbjahresbericht 2006/07, Quartalsbericht Q3 2006/07, Ad Hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die German Business Concepts als zuverlässig einschätzt.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt, um sich Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht. Es wurden anschließend aber keine Änderungen vorgenommen, die die Bewertung beeinflusst haben. Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. German Business Concepts GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Die German Business Concepts GmbH verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Vor diesem Stichtag verwendete die Gesellschaft ein 5-stufiges Ratingssystem. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. :

KAUFEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mindestens +10%.

HALTEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende liegt zwischen -10% und +10%.

VERKAUFEN: Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mehr als -10%.

Die German Business Concepts GmbH ist als Researchinstitut gemeldet, bei der zuständigen Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt