



04. November 2024

# Voll auf Empfang

Bundeswehrauftrag läutet neues Kapitel in CeoTronics' Geschichte ein

Kontaktdaten

**Bastian Brach – Analyst**  
+49 40 41111 37 66  
b.brach@montega.de

<b>Empfehlung</b>	<b>Kaufen</b>
<b>Kursziel</b>	<b>7,50 EUR</b>
<b>Kurspotenzial</b>	<b>40%</b>
<b>Aktien­daten</b>	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	5,35
Aktienzahl (in Mio.)	8,0
Marketkap. (in Mio. EUR)	42,7
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	31,0
Enterprise Value (in Mio. EUR)	60,4
Ticker	DB:CEK
<b>Guidance</b>	
Umsatz	ca. 46 Mio. EUR
Konzernergebnis	ca. 3,5 Mio. EUR

Aktienkurs (EUR)

**Aktionärsstruktur**

Gründerfamilien Günther/Hemer	27,9%
Streubesitz/Sonstige Anteile	72,1%

**Termine**

HV	8. November 2024
Zwischenmitteilung HI	Ende November
	-

**Prognoseanpassung**

	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz (alt)</b>	<b>47,7</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>
Δ	-	-	-
<b>EBIT (alt)</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
Δ	-	-	-
<b>EPS (alt)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,59</b>	<b>0,61</b>
Δ	-	-	-

**Analyst**

Bastian Brach  
+49 40 41111 37 66  
b.brach@montega.de

**Publikation**

Initialstudie 4. November 2024

**Voll auf Empfang - Bundeswehrauftrag läutet neues Kapitel in CeoTronics' Geschichte ein**

CeoTronics ist ein **führender Anbieter von Spezial-Kommunikationssystemen** mit dem Schwerpunkt auf Anwendungen in der inneren und äußeren Sicherheit sowie der Industrie. In den vergangenen fünf Jahren profitierte das Unternehmen von der zunehmenden Investitionsbereitschaft für die persönliche Schutzausrüstung und konnte ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 11,9% p.a. seit dem GJ 2018/19 erzielen.

Das Unternehmen adressiert mit seinen Produkten, die v.a. Headsets, digitale Funknetze sowie Spezialkameras umfassen, einen Wachstumsmarkt innerhalb der NATO-Staaten. Dabei sticht insbesondere der **deutsche Markt mit einem Umsatzanteil von 79,1%** hervor. Bedingt durch die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und dem fortwährenden Russland-Ukraine-Krieg, ist die **öffentliche Bereitschaft für Verteidigungsausgaben zuletzt deutlich angestiegen**, was auch im Kernmarkt Deutschland mit dem 2022 neu geschaffenen Sondervermögen Bundeswehr verdeutlicht wird. So erwartet das Marktforschungsinstitut Stellar Market Research für den **Tactical-Headset-Markt eine CAGR von 6,7%** bis zum Jahr 2030. Die erhöhte Nachfrage zeigt sich dabei nicht nur im Militär, sondern auch in der Industrie, die den Arbeitsschutz der eigenen Mitarbeiter stetig erweitern dürfte.

CeoTronics grenzt sich in diesem oligopolistisch strukturierten Markt durch die erstklassige Produktqualität im Premiumsegment sowie durch langjährige Kundenbeziehungen ab. Dies resultierte in der Vergabe des **"Sprechsatz mit Gehörschutz" (SmG)-Auftrags der Deutschen Bundeswehr**, bei der CeoTronics bis zu 191.000 Kommunikations-Bedienelemente liefern soll und der bei einem vollständigen Abruf einen **Auftragswert von deutlich über 100 Mio. EUR** hat. Dies ist bis heute der größte Einzelauftrag in der Firmenhistorie der CeoTronics.

Im laufenden Geschäftsjahr 2024/25 erwartet der Vorstand einen signifikanten Erlösanstieg auf 46 Mio. EUR, was weit über den historischen Niveaus liegen würde. Grund für den starken Anstieg ist insbesondere die zuletzt begonnene Auslieferung des ersten SmG-Abrufs sowie das allgemein starke Interesse an CeoTronics-Produkten, welches sich auch im **rekordhohen Auftragsbestand i.H.v. 70,9 Mio. EUR** zeigt und die Visibilität auf die kommenden Jahre erhöht. Wir positionieren uns für das aktuelle Geschäftsjahr oberhalb der Top Line- und Bottom Line-Guidance und erwarten einen Umsatzanstieg von 61,1% auf 47,7 Mio. EUR bei einem Konzernergebnis von 4,0 Mio. EUR. Auch in den Folgejahren prognostizieren wir eine weitere Verbesserung der wesentlichen Finanzkennzahlen bei dauerhaft positiven Free Cashflows.

**Fazit:** CeoTronics befindet sich aktuell im erfolgreichsten Jahr der Unternehmenshistorie und profitiert auch langfristig von der gestiegenen Investitionsbereitschaft für die innere und äußere Sicherheit. Das starke Produktportfolio sowie die Signalwirkung des Leuchtturmprojekts SmG sollten künftig zu weiteren Aufträgen führen und ein neues **Erlösniveau oberhalb von 50 Mio. EUR bei zweistelligen EBIT-Margen** etablieren, sodass die Bewertung eines KGV 2024/25e von 10,7 attraktiv erscheint. Wir nehmen die Aktie mit dem Rating "Kaufen" und einem Kursziel von 7,50 EUR in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.05.

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	30,1	29,6	47,7	53,8	54,6
Veränderung yoy	3,3%	-1,5%	61,1%	12,7%	1,5%
EBITDA	5,3	3,9	8,0	8,7	8,9
EBIT	3,9	2,5	6,4	7,1	7,3
Jahresüberschuss	2,5	1,3	4,0	4,7	4,9
Bruttomarge	48,2%	46,8%	42,0%	42,5%	43,5%
EBITDA-Marge	17,5%	13,1%	16,8%	16,3%	16,3%
EBIT-Marge	12,9%	8,5%	13,4%	13,3%	13,3%
Net Debt	4,9	17,7	10,0	8,2	6,0
Net Debt/EBITDA	1,4	0,9	2,7	1,6	1,4
ROCE	17,3%	8,4%	17,2%	19,0%	19,0%
EPS	0,38	0,17	0,50	0,59	0,61
FCF je Aktie	0,50	-1,87	0,60	0,43	0,52
Dividende	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25
Dividendenrendite	2,8%	2,8%	3,7%	4,7%	4,7%
EV/Umsatz	2,0	2,0	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA	11,5	15,5	7,5	6,9	6,8
EV/EBIT	15,6	24,0	9,5	8,5	8,3
KGV	14,1	31,5	10,7	9,1	8,8
KBV	2,5	2,1	1,6	1,4	1,3

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 5,35 EUR

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b>	<b>2</b>
<b>Investment Case</b>	<b>4</b>
Aussichtsreiche Perspektiven in strukturell wachsenden Märkten	7
Militär	8
Polizei	10
Hohe Produktqualität als ganzheitlicher Systemanbieter im Nischenmarkt	11
Signifikant steigendes Umsatzniveau im Zuge des SmG-Auftrags avisiert	14
Operating Leverage sollte im Zuge der Top Line-Steigerung eine Rückkehr zu zweistelligen Gewinnmargen ermöglichen	17
Bilanz durch jüngsten Vorratsaufbau geprägt	20
Free Cashflows dürften ab dem laufenden Geschäftsjahr neue Niveaus erreichen	21
Aktie durch Auftragsboom im Aufwind	21
Fazit	22
<b>SWOT</b>	<b>23</b>
Stärken	23
Schwächen	23
Chancen	24
Risiken	24
<b>Bewertung</b>	<b>25</b>
Bewertung	25
DCF-Modell	26
Peergroup-Vergleich	27
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>29</b>
Key Facts	29
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	29
Konsolidierungskreis	30
Segmentbetrachtung	30
Management	31
Aktionärsstruktur	31
<b>Financials</b>	<b>32</b>
DCF-Modell	32
Gewinn- und Verlustrechnung	33
Bilanz	34
Kapitalflussrechnung	35
<b>Disclaimer</b>	<b>36</b>

## Investment Case

Die CeoTronics AG aus Rödermark bei Frankfurt ist ein international führender Systemanbieter von Kommunikationsausrüstungen für Mission-Critical-Anwendungen insbesondere in den Bereichen Verteidigung und Sicherheit sowie Industrie und Flughäfen. Seit der Gründung im Jahre 1985 entwickelt das Unternehmen dabei spezialisierte Lösungen, die von Funksystemen über Push-to-Talk-Bedieneinheiten (PTTs) bis hin zu Spezial-Headsets reichen. Als etablierter Zulieferer international agierender behördlicher Sicherheitsorganisationen, darunter auch die Bundeswehr und anerkannte NATO-Zulieferer, konnte sich das Unternehmen in den letzten 40 Jahren eine starke Position im Markt sichern.

CeoTronics bietet eine breite Palette an Produkten im Bereich der Kommunikationssysteme an und ermöglicht mit ihrem CT-ComLink®-System eine vollständig **vertikal integrierbare Kommunikationslösung** für verschiedene Anwendungen.



Quelle: CeoTronics

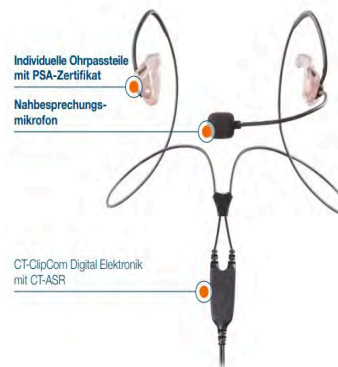
Im Mittelpunkt des Kommunikationssystems stehen die **CT-MultiPTT-Steereinheiten**, die für einen wesentlichen Teil des Konzernumsatzes verantwortlich sind. Zentral im Unternehmensgeschäft ist dabei der CT-MultiPTT 3C, der gleichzeitig drei voneinander unabhängige Kommunikationskreise koordinieren kann. Der Nutzer kann mithilfe der Bedieneinheit per Knopfdruck (Push-to-Talk) in den drei Kanälen kommunizieren und über die Multifunktionsknöpfe die Lautstärke regeln sowie diese mit funkgerätspezifischen Funktionen belegen und nutzen. Der eingehende Funkverkehr kann auf allen Kanälen parallel erfolgen, eine kabellose Bluetooth-Verbindung (z.B. zu einem Mobiltelefon) ist ebenfalls möglich. Dank der modernen Technologie sowie benutzerfreundlichen Bedienung der Steereinheiten stellt dies eine **optimale Lösung insbesondere für die polizeiliche und militärische Kommunikation** dar.

In dieser Produktgruppe hat CeoTronics die größte Bestellung in der Firmenhistorie erhalten, nachdem die **Deutsche Bundeswehr einen Auftrag zur Lieferung von bis zu 191.000 Sprechsätzen mit Gehörschutz (SmG)** an den Generalunternehmer Rheinmetall vergeben hat. **CeoTronics soll hierfür u.a. die Bedienelemente CT-MultiPTT 3C und 1C liefern**, womit die Kommunikation der Bundeswehr grundlegend vereinfacht und modernisiert werden soll. Die **Auslieferung erfolgt bis zum Jahr 2030**, wobei die ersten beiden Lose je 30.000 Stück (jeweils rund 21,5 Mio. EUR Auftragswert), die gleichzeitig die Mindestabnahmemenge darstellen, in den Geschäftsjahren 2024/25 sowie 2025/26 abgerufen werden.



Quelle: CeoTronics

Zur vollständigen Kommunikation über die CT-MultiPTTs vertreibt CeoTronics verschiedene **Headsets**, die sowohl an die eigenen Steuereinheiten sowie andere Endgeräte angeschlossen werden können. Hierzu gehören verschiedene On-Ear-, In-Ear-Varianten, komplette Helm-Systeme und innovative Kehlkopf- und Knochenleitungs-Headsets. Eine wesentliche Rolle im Geschäft des Konzerns spielt dabei das CT-ClipCom Digital-Headset. Das In-Ear-Headset mit Nahbesprechungsmikrofon ermöglicht dank eingebauter Gehörschutzfunktion das Arbeiten in lauter Umgebung mit erschwerter Kommunikation (z.B. Bauindustrie, Flughäfen, Feuerwehr).



Quelle: CeoTronics

Das Angebot des Konzerns wird durch die Produkte der **CT-DECT** (Digital Enhanced Cordless Telecommunication)-Reihe ergänzt, die den **Aufbau eines mobilen Kommunikationskreises** möglich machen. Mithilfe des CT-DECT Multis können Anwender ohne bestehende Kommunikationsinfrastruktur mit bis zu fünf Geräten miteinander verzögerungsfrei kommunizieren und operieren.



Quelle: CeoTronics

Im Segment Video bietet die **Tochterfirma CT-Video GmbH** spezialisierte Produkte für staatliche Sicherheitsorgane sowie Unternehmen im industriellen und landwirtschaftlichen Bereich. Dazu gehören **spezialisierte Kameras**, die selbst bei großen Distanzen, ungünstigen Lichtverhältnissen und Schlechtwettereinwirkungen sehr gute Bildergebnisse liefern. Die Daten der Kameras können durch verschiedene Ergänzungsprodukte über weite Distanzen übertragen werden und das Webinterface ermöglicht einen direkten digitalen Zugang. Des Weiteren stützt die Tochter Kunden mit Monitoren zum Aufbau von Fahrt-Überwachungssystemen bspw. in der Landwirtschaft aus.

Neben dem Verkauf der CT-Produkte gewinnen die **Service-Dienstleistungen** für den Konzern zunehmend an Bedeutung. CeoTronics bietet dabei u.a. Produktschulungen, die Entwicklung kundenspezifischer Lösungen sowie die Pflege und Modifikation von Kundensoftware an. Großaufträge schaffen dabei vor allem durch Software-Maintenance und Reparatur ein wiederkehrendes Dienstleistungsgeschäft.

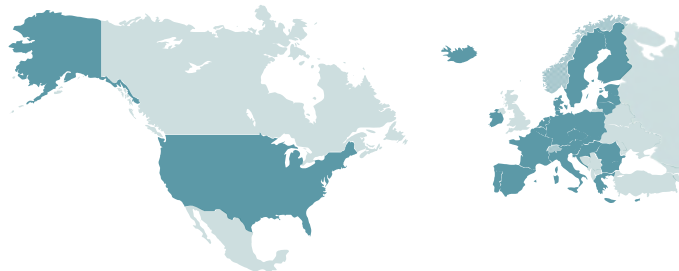
Die CeoTronics-Produkte zeichnen sich durch eine erstklassige Qualität aus, die insbesondere in sicherheitsrelevanten Endmärkten von den Kunden nachgefragt wird. Dies wird u.a. durch die **langjährigen Kundenbeziehungen zu Großkunden** wie der Deutschen Bundeswehr deutlich, die wiederholt Aufträge in Millionenhöhe und zuletzt für den hochvolumigen SmG-Auftrag verantwortlich war. Damit hat sich der Systemanbieter eine sehr starke Wettbewerbsposition nicht nur in Deutschland, sondern auch in Europa erarbeitet, die im aktuellen Umfeld mit steigenden Sicherheitsausgaben weiter ausgebaut werden soll. Als deutscher Anbieter ist CeoTronics aufgrund der Kundennähe und des **hohen europäischen Wertschöpfungsanteils** (EU-Anteil an den Herstellungskosten: >90%) hervorragend dafür positioniert.

**Wettbewerbsqualität der CeoTronics AG**

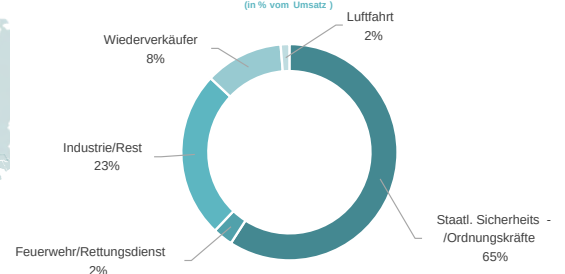


Die **Prioritätsmärkte von CeoTronics beschränken sich vor allem auf die NATO-Staaten zzgl. der Schweiz und Norwegen**, was aufgrund des eigenen Werte-Kompass' der Fall ist, der deutlich restriktiver im Vergleich zu den gesetzlichen Bestimmungen ist. Der Umsatzanteil im Heimatmarkt Deutschland betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr nahezu 80%. Neben dem Kernmarkt Militär/Ordnungskräfte beliefert CeoTronics die **Kundengruppen Feuerwehr/Rettungsdienst, Industrie und die Luftfahrt**.

Hauptmärkte der CeoTronics AG

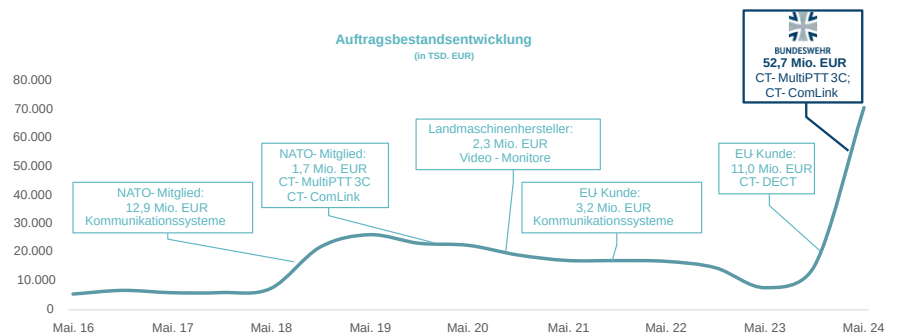


Kundengruppen 2023/2024 (in % vom Umsatz)



Quelle: CeoTronics

Zukünftig erwarten wir, dass CeoTronics weiterhin oberhalb des Branchenniveaus wachsen wird. Wir rechnen mit einem **mittelfristigen Umsatzanstieg auf 57,3 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2027/28** (CAGR 2023/24-2027/28e: 17,9%). Der deutliche Erlösanstieg bei einer unterproportionalen Entwicklung der Kostenfaktoren (Vertrieb, Forschung & Entwicklung, Verwaltung) sollte trotz etwas schwächerer Bruttomargen zu einer **signifikanten Ausweitung der operativen Marge** führen. Wir erwarten im Detailplanungszeitraum dauerhaft positive Free Cashflows im mittleren einstelligen Millionenbereich sowie eine EBIT-Marge, die im GJ 2024/25 bei 13,4% liegen wird. Dies entspricht einem EV/EBIT-Multiple von 9,5x. Auch in den Folgejahren erwarten wir attraktive operative Margen, die oberhalb von 13% liegen. Das Unternehmen zeichnet sich zudem durch eine **hohe Visibilität aufgrund des vollen Orderbuchs** (Auftragsbestand: 1,5 Jahre) aus und profitiert direkt von der europaweit gestiegenen Bereitschaft für Investitionen in die innere sowie die äußere Sicherheit.



Quelle: CeoTronics

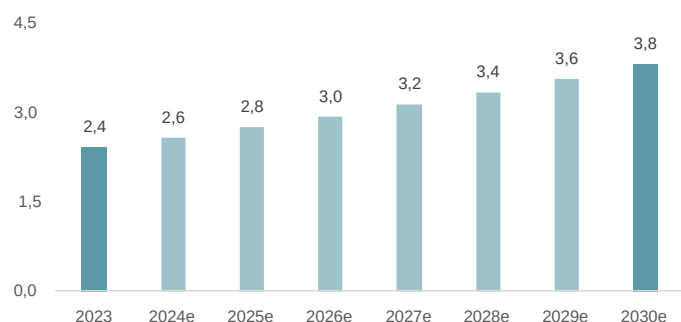
## Aussichtsreiche Perspektiven in strukturell wachsenden Märkten

- Markt für Tactical-Headsets wächst konjunkturunabhängig im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich
- Ausgabebereitschaft für innere und äußere Sicherheit ist seit Beginn des russischen Überfalls auf die Ukraine und durch zunehmende Kriminalität massiv angestiegen

Die CeoTronics AG produziert und vertreibt hochwertige Kommunikationsausrüstung für Sicherheits- und Rettungskräfte, das Militär sowie für die Industrie. Als einer der weltweit führenden Anbieter für Push-to-Talk-Geräte (PTTs), Spezial-Headsets sowie portable Funkgeräte bedient das Unternehmen innerhalb des Marktes für Kommunikationstechnologie einen Nischenbereich. Der weit **überwiegende Umsatzbeitrag wird in dem Bereich Staatliche Sicherheits-/Ordnungskräfte innerhalb Deutschlands** erzielt, sodass diese Entwicklung im Fokus der Marktanalyse steht.

Das Gesamtvolumen des Tactical Headset-Marktes belief sich laut dem Marktforschungsinstitut Stellar Market Research auf 2,4 Mrd. US-Dollar in 2023 und sollte bis zum Jahr 2030 mit einem durchschnittlichen Wachstum von 6,7% p.a. auf über 3,8 Mrd. US-Dollar ansteigen. Zu den **strukturellen Nachfragetreibern** der Branche gehören v.a. die **steigenden Sicherheitsanforderungen** im Zuge der zunehmenden geopolitischen Spannungen, der **technische Fortschritt** in der Kommunikationstechnologie sowie ein **erweiterter Arbeitsschutz** für die Mitarbeiter in sicherheitskritischen Branchen.

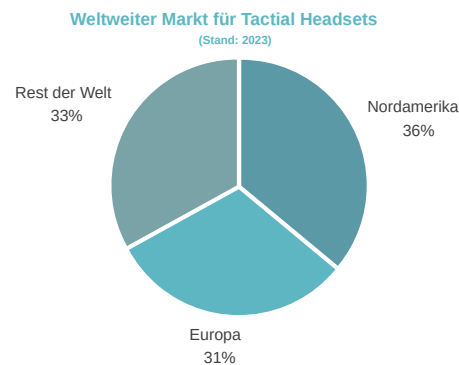
Entwicklung des Tactical - Headset Markts (in Mrd. EUR)



Quelle: Stellar Market Research

Die Wachstumsdynamik ist unserer Ansicht nach **weitgehend konjunkturunabhängig**, da sie insbesondere von der Investitionsbereitschaft der staatlichen Institutionen geprägt ist, was sich auch durch die positive Marktentwicklung in den (wirtschaftlich schwachen) vergangenen Jahren gezeigt hat. Hier stand insbesondere in Europa das wachsende Sicherheitsbedürfnis infolge des russischen Angriffskriegs in der Ukraine im Vordergrund, der maßgeblich zur Bewilligung von höheren staatlichen Militärbudgets beigetragen hat.

Der weltweite Markt für Tactical Headsets wird dominiert von Nordamerika (36%) und Europa (31%), die jeweils für einen Anteil von rund einem Drittel verantwortlich sind. Die USA stellen aufgrund des anhaltend hohen Militärbudgets (2024: 967 Mrd. USD, 3,4% des BIPs) und der resultierenden technologischen Anforderungen an die Ausrüstung den weltweit größten Einzelmarkt. Der Rest der Welt steht aggregiert für das verbleibende Drittel im Gesamtmarkt.



Quelle: Stellar Market Research

## Militär

Der Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs im Jahr 2022 markierte einen Wendepunkt in der Verteidigungsstrategie der europäischen NATO-Bündnispartner. Während die USA traditionell hohen Wert auf die Erfüllung des NATO-Ziels von Rüstungsausgaben i.H.v. 2% des Bruttoinlandsprodukts legte, **führte der Konflikt auf europäischem Boden zu einer grundlegenden Neubewertung der Sicherheitsprioritäten** auf dem gesamten Kontinent. Vor dem Konflikt hatten viele EU-Staaten ihre Verteidigungsbudgets schrittweise gekürzt und sich auf diplomatische Lösungen konzentriert. Der Krieg machte jedoch die Schwachstellen in der militärischen Vorbereitung Europas und die **Notwendigkeit einer reduzierten Abhängigkeit von den USA** bzgl. Sicherheitsgarantien deutlich.

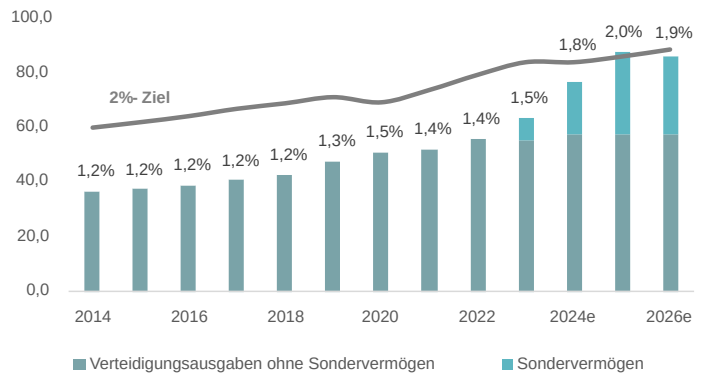
### Sondervermögen Bundeswehr

Als Leuchtturmprojekt richtete die Bundesregierung im Jahr 2022 mit einer Grundgesetzänderung (Art. 87a Abs. 1a GG) das sogenannte **Sondervermögen Bundeswehr** ein. Der Verteidigungsfonds umfasst ein **Vermögen von 100 Mrd. EUR** und hat die Modernisierung sowie die Stärkung der deutschen Streitkräfte als Ziel. Durch schnelle und umfangreiche Investitionen in kritischen Bereichen wie neue Waffensysteme, fortschrittliche Kommunikationstechnologien, Cyberabwehr und Ausrüstung für Soldaten soll die Verteidigungsfähigkeit der Bundeswehr erhöht werden. Der Fonds besteht zusätzlich zum regulären Budget des Verteidigungsministeriums und ist damit **unberührt von möglichen Haushaltssperren und Budgetkürzungen**.

Historisch lagen die Verteidigungsausgaben Deutschlands (CeoTronics wichtigstem Markt) im Zeitraum 2014-2018 bei rund 1,2% des Bruttoinlandsprodukts und damit signifikant unterhalb des 2%-Ziels der NATO, wenngleich die absoluten Ausgaben von 36,5 Mrd. USD auf 42,9 Mrd. USD stiegen. Dieses Wachstum beschleunigte sich ab 2019 und insbesondere ab dem Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs im Jahr 2022, sodass allein im 3-Jahreszeitraum 2022-2025e ein sprunghafter Anstieg von 57,2% verzeichnet werden dürfte. Somit sollte Deutschland im kommenden Jahr erstmals wieder die 2%-Grenze überschreiten.



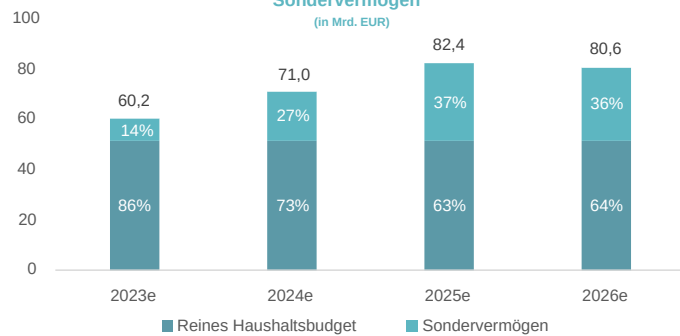
**Verteidigungsausgaben in Deutschland und NATO - Ziel**  
 (in Mrd. EUR; 2014- 2023 Verteidigungsausgaben nach Einzelplan 14 plus 10,3% zusätzliche NATO klassifizierte Verteidigungsausgaben)



Quelle: Bundeshaushalt Einzelplan 14, ifo Institut, Statistisches Bundesamt

Auch in den Folgejahren dürfte das Sondervermögen Bundeswehr zu einem weiteren Anstieg der Verteidigungsausgaben führen, die folglich auch in höheren Investitionen im Bereich Soldatenausrüstung (u.a. Kommunikationssysteme) resultieren. Der reguläre Haushaltsentwurf des Bundesministeriums der Verteidigung sieht für das Jahr 2024 Ausgaben in Höhe von 51,8 Mrd. EUR vor. Diese Ausgaben sind nicht direkt mit den Verteidigungsausgaben nach der NATO-Definition vergleichbar, da diese weitere Ausgaben außerhalb des Verteidigungsetats hinzurechnet. In den Jahren nach 2024 wird das Ausgabenniveau des regulären Haushaltsentwurfs nach der aktuellen Planung auf dem jetzigen Niveau verbleiben und nicht mehr signifikant ansteigen. Diese Stagnation wird jedoch durch das Sondervermögen Bundeswehr überkompensiert. Von diesem wurden 2023 rund 8,4 Mrd. EUR genutzt, im laufenden Jahr sind knapp 20 Mrd. EUR eingeplant. Somit verbleiben nach Abzug der geschätzten Zinszahlungen, die ebenfalls aus dem Sondervermögen zu zahlen sind und rund 13 Mrd. EUR betragen, noch knapp 60 Mrd. EUR für die Jahre ab 2025. Bei Ausgaben von rund 30 Mrd. EUR in den kommenden beiden Jahren würde das Sondervermögen bis ins Jahr 2026 reichen. Ohne die Ausgaben des Sondervermögens würde ab dem Jahr 2027 ein signifikanter Rückgang folgen, falls die regulären Verteidigungsausgaben nicht deutlich gesteigert werden. Da jedoch in der Politik die Bereitschaft da ist, die Investitionen in die äußere Sicherheit nicht wieder auf das schwache Niveau vor 2023 sinken zu lassen, ist ein **signifikanter Rückgang auch nach Ablauf des Sondervermögens u.E. unwahrscheinlich.**

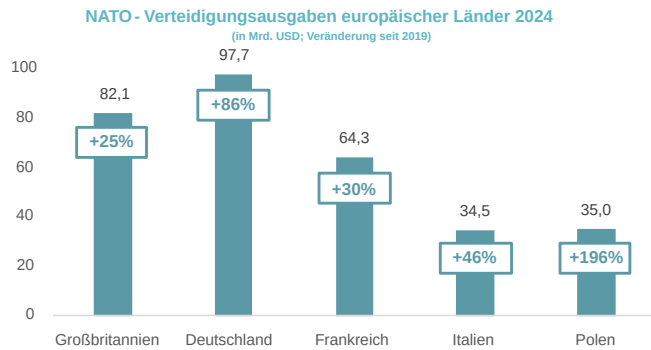
**Aufteilung reguläres Haushaltsbudget und Sondervermögen**  
 (in Mrd. EUR)



Quelle: Bundeshaushalt Einzelplan 14, ifo Institut

**Restliches Europa**

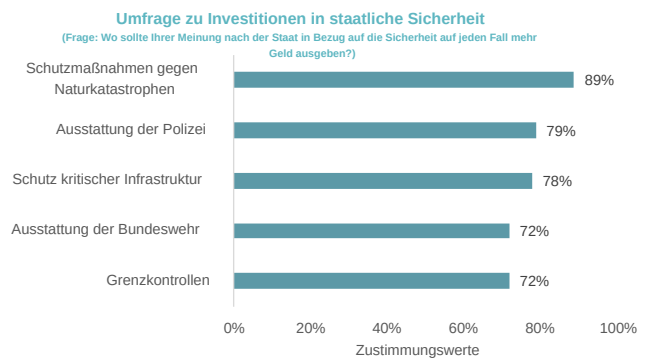
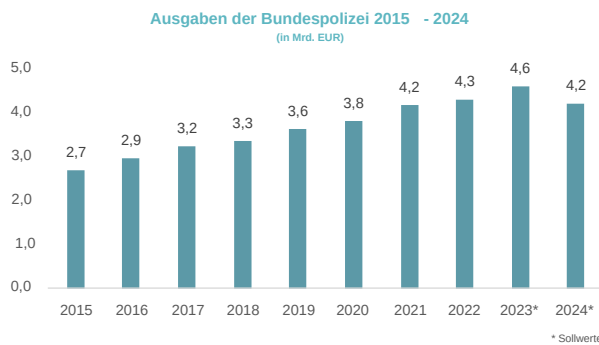
Neben Deutschland rüsten auch **andere EU-Staaten und NATO-Mitglieder** auf und **investieren zunehmend in die eigene Sicherheit**. Neben Deutschland konnte insbesondere Polen eine deutliche Steigerung der Verteidigungsbudgets von 11,8 Mrd. USD im Jahr 2019 auf 35,0 Mrd. USD (+196%) verzeichnen, was angesichts der Tatsache, dass Polen vorher bereits das 2%-NATO-Ziel erfüllte, eine beeindruckende Entwicklung darstellt. Auch Frankreich, Italien und Großbritannien verzeichneten deutliche Sprünge in den Verteidigungsausgaben, sodass die größten europäischen Verteidigungsmächte mit Ausnahme von Italien (1,5% des BIP) das NATO-Ziel in diesem Jahr erfüllen. Insgesamt bestätigt diese Entwicklung den allgemeinen Trend hinsichtlich der steigenden Bedeutung der Verteidigungsfähigkeit und damit einhergehend die zusätzliche Bereitschaft für Rüstungsinvestitionen.



Quelle: NATO

**Polizei**

Neben der Ausrüstung des Militärs sind die Ordnungskräfte der Polizei ein weiterer wichtiger Abnehmer von leistungsstarken Kommunikationsgeräten. In Deutschland werden die Ausgaben der Polizei im Allgemeinen und die Ausrüstungsinvestitionen im Speziellen im Bundeshaushalt (Bundespolizei) sowie in den Landeshaushalten (Landespolizei) festgelegt. In der Vergangenheit wurden die **Investitionen in die innere Sicherheit ebenfalls signifikant ausgeweitet**. Im Vergleich zu 2015 sollen diese im laufenden Kalenderjahr auf Bundesebene um über 50% auf 4,2 Mrd. EUR und damit überproportional im Vergleich zur Wirtschaftsleistung ansteigen. Gleichzeitig ist auch die Zustimmung für Investitionen in eine erhöhte innere und äußere Sicherheit zuletzt angestiegen, sodass aktuell rund drei Viertel der deutschen Bevölkerung zusätzliche Ausgaben für die Ausstattung der Polizei und Bundeswehr unterstützen.



Quelle: Bundeshaushalt Einzelplan 6, IfD Allensbach

## Hohe Produktqualität als ganzheitlicher Systemanbieter im Nischenmarkt



- Oligopolistischer Markt für Spezial-Kommunikationsgeräte mit wenigen direkten Wettbewerbern
- Markteintrittsbarrieren über hohe Produktqualität, langjährige Kundenbeziehungen, eigene Softwareentwicklung und After-Sales-Services

Der Mission-Critical-Headset-Markt ist insgesamt als **Wachstumsmarkt zu klassifizieren, der von einer oligopolistischen Angebotsstruktur geprägt** ist, in der wenige spezialisierte Anbieter in Konkurrenz zueinander stehen. Diese erfüllen gemäß der Kundenanforderungen einen sehr hohen Anspruch an Sicherheitsanforderungen und grenzen sich so vom Massenmarkt ab. Die potenzielle Konkurrenz kann übergeordnet in drei Cluster segregiert werden:

### Direkte Konkurrenz

Als **Closest Peer** betrachten wir das börsennotierte Unternehmen **INVISIO** aus Schweden, welches für europäische und US-amerikanische Streitkräfte Kommunikationssysteme mit Gehörschutz vertreibt. Das Produktangebot der beiden Unternehmen unterscheidet sich v.a. darin, dass CeoTronics größere Bedieneinheiten und Tasten herstellt, die in zeitkritischen Situationen mit geringerer Visibilität eine bessere Bedienbarkeit versprechen, während das Headset von INVISIO eine bessere Tauchleistung (bis zu 10m tief) für Spezialeinheiten bietet. INVISIO hat im vergangenen Jahr (GJ 2023) einen Umsatz von 1,2 Mrd. SEK bzw. 109 Mio. EUR erzielt, wobei ein relevanter Teil davon aus den USA kommt. Die Marktkapitalisierung beträgt derzeit knapp unter 1,0 Mrd. EUR.

Das israelische Unternehmen **Silynxcom** konzentriert sich auf das In-Ear-Segment innerhalb der Tactical Headsets. Der Schwerpunkt liegt dabei auf dem Militär und Polizeikräften, so wurde neben der israelischen Armee IDF auch die niederländische Royal Army sowie Teile der Landespolizei Rheinland-Pfalz ausgestattet, wenngleich die Produkte preislich und qualitativ unterhalb von INVISIO und CeoTronics liegen. In 2023 erzielte das Unternehmen Umsätze i.H.v. 7,6 Mio. EUR.

Ein weiterer Konkurrent ist das **3M-Tochterunternehmen Peltor**, insbesondere was den Bereich Gehörschutz in der Industrie angeht, jedoch auch im Bereich der staatlichen Sicherheitsbehörden und Streitkräften ("Comtac"-Produkte) aktiv ist. Aufgrund der Zugehörigkeit zum 3M-Konzern sind keine finanziellen Kennzahlen für den Bereich Gehörschutz bekannt.

### Neue Wettbewerber

Diese Gruppe umfasst sowohl aufstrebende neue Unternehmen sowie etablierte Anbieter der Rüstungsbranche, die in den Markt für Kommunikationssysteme vorstoßen könnten. Neue Marktteilnehmer stehen insbesondere vor der Hürde, die nötigen Zertifizierungen zu erlangen und die Kundenbeziehungen aufzubauen, die CeoTronics über die letzten Jahrzehnte gepflegt hat und die in diesem Segment besonders relevant sind. Für größere Rüstungsunternehmen fällt die letztere Hürde zwar weg, allerdings müssten dieses ebenfalls erhebliche Ressourcen in die Produktentwicklung investieren, um den Anforderungen im Premiumbereich gerecht zu werden, was sich u.E. aufgrund des im Vergleich zu den Umsätzen dieser Unternehmen geringen Marktpotenzials nicht lohnen würde.

### Hersteller von Kommunikationstechnologie

Diese Konkurrenten liefern eher generische Kommunikationslösungen, die zwar kostengünstiger sind und damit für den Massenmarkt funktionieren, jedoch in sicherheitskritischen Anwendungen nicht zum Einsatz kommen. Insbesondere chinesische Anbieter spielen für europäische Kunden im Militärbereich aus offensichtlichen sicherheitspolitischen Gründen keine Rolle. Auch aufgrund der vergleichsweise geringen Größe ist dieser Markt für große Elektronikkonzerne (wie bspw. Motorola Solutions) weniger relevant.

Die hohe Wettbewerbsqualität der CeoTronics gegenüber der Konkurrenz wird auch durch die Vergabe des SmG-Auftrags durch die Bundeswehr unter Beweis gestellt. Dieser unterstreicht in besonderem Maße die Attraktivität der Produkte für Kunden in sicherheitskritischen Bereichen. Auch künftig dürfte das Unternehmen die eigene Marktposition weiter ausbauen und attraktive Aufträge gewinnen, was wir insbesondere auf folgende Aspekte zurückführen:

- Hohe Produktqualität:** CeoTronics hebt sich von seinen Mitbewerbern durch eine erstklassige Produktqualität im Premiumsegment ab, die durch entsprechende **Zertifizierungen und interne Qualitätssicherungsprozesse** gestützt wird. Sowohl die CT-MultiPPTs als auch der CT-DECT Multi erfüllen verschiedene Standards zur Qualitätsgewährleistung, u.a. die IP-Schutzklassen IP66 und IP67, die Staubdichtheit, Schutz gegen Strahlwasser und Schutz gegen Untertauchen garantieren. Darüber hinaus unterstreichen Zertifizierungen für explosionsgeschützte Geräte und persönliche Schutzausrüstungen das Engagement von CeoTronics, sicherheitskritische Branchen wie Verteidigung und Polizei mit zuverlässigen, leistungsstarken Produkten auszurüsten. Dieser Fokus auf Qualität und Konformität wird durch die hauseigenen Qualitätssicherungssysteme noch verstärkt, die jedes einzelne Produkt während des gesamten Entwicklungs- und Produktionsprozesses streng überwachen, kontrollieren und testen.
- Langjährige Kundenbeziehungen:** CeoTronics pflegt langfristige Beziehungen zu seinen Kunden, insbesondere zu Großkunden wie der Bundeswehr, die wiederholt langfristige Aufträge erteilen. Diese dauerhaften Partnerschaften spiegeln u.E. die Zuverlässigkeit und die hohe Produktqualität wieder. CeoTronics' tiefes Verständnis der betrieblichen Anforderungen seiner Kunden, das durch jahrelange Zusammenarbeit gewonnen wurde, ermöglicht es dem Unternehmen, maßgeschneiderte Kommunikationslösungen anzubieten, die für die Verteidigung und die öffentliche Sicherheit relevant sind. Der **langfristige Charakter der Abnahmeverträge verschafft CeoTronics Planungssicherheit** und stärkt die Kundenbindung, was in hohen Eintrittsbarrieren für Wettbewerber resultiert.

#### Auftragsübersicht

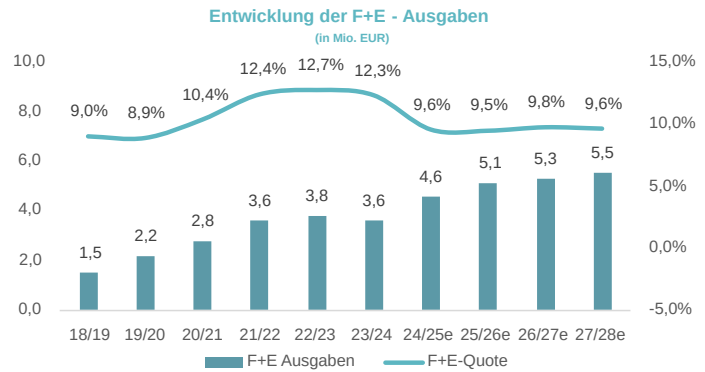
(über 2 Mio. EUR)

Datum	Auftraggeber	Auftragshöhe	Produkt	Abwicklung
09/24	Europäischer Kunde	6.600.000	CT-DECT, CT-MultiPPT, CT-ClipCom	-
08/24	Europ. Kunde (SmG)	2.400.000	-	-
05/24	Bundeswehr (SmG)	2.700.000	Zubehör	2026
04/24	Bundeswehr (SmG)	7.000.000	CT-ComLink-Anschlusskabel	2026
04/24	Bundeswehr (SmG)	43.000.000	CT-MultiPPT 3C & IC	2026
03/24	Europäischer Kunde	11.000.000	CT-DECT	2026
10/23	Europäischer Kunde	2.800.000	Headsets	2024
11/22	Landmaschinenhersteller	2.000.000	Video-Monitore	2023
11/21	Europäischer Kunde	3.200.000	Kommunikationssysteme	-
08/21	Europäischer Kunde	3.000.000	-	2021
10/20	Landmaschinenhersteller	2.300.000	Video-Monitore	2022
10/18	NATO-Mitglied	12.900.000	Kommunikationssysteme	2022

Quelle: CeoTronics

- Leuchtturmprojekt SmG:** Der SmG-Auftrag (Erläuterung auf S. 14) ist für das Unternehmen ein herausragender Auftrag, der die Fähigkeiten des Unternehmens bei der Bereitstellung von sicherheitskritischen Kommunikationslösungen unter Beweis stellt. Die erfolgreiche Durchführung dieses hochkarätigen Projekts würde nicht nur die Position des Unternehmens als vertrauenswürdiger Auftragnehmer im Verteidigungsbereich festigen, sondern ebenfalls ein starkes Signal an künftige Kunden und Partner über die Fähigkeit des Unternehmens zur Abwicklung von komplexen Aufträgen senden.
- Hybrides Vertriebsmodell:** Der Vertrieb zeichnet sich durch ein hybrides Modell aus, welches die **Expertise der eigenen Vertriebsmitarbeiter mit der großen Marktreichweite externer Distributoren/Vertriebspartner** kombiniert und so einen flexiblen Ansatz zur Marktdurchdringung schafft. Das interne Vertriebsteam besteht aus Spezialisten mit fundierten Kenntnissen über elektronische Produkte und Kommunikationssysteme, darunter auch ehemalige Bundeswehrangehörige. Dieses interne Fachwissen ermöglicht es dem Unternehmen, enge Beziehungen zu wichtigen Kunden zu pflegen. Auf der anderen Seite erweitert der Einsatz von externen Vertriebspartnern die Marktreichweite des Unternehmens und ermöglicht eine größere Flexibilität. Dadurch wird sowohl der persönliche Service als auch die umfassende Marktabdeckung gewährleistet.

- Investitionen in F+E:** Das absehbare Erlöswachstum in den kommenden Jahren ermöglicht es CeoTronics, das Budget für Forschung und Entwicklung weiter aufzustocken und so die **Innovationsfähigkeit des Unternehmens zu steigern**. Infolgedessen dürfte die Fähigkeit, neue Produkte und Features auf den Markt zu bringen, weiter zunehmen, was im Militär besonders relevant ist. Neben schnelleren Entwicklungszyklen dürfte sich auch eine Verbesserung der Produktfunktionalität zeigen, die den Wettbewerbsvorsprung weiter auszubauen sollte.



- Eigene Software:** Durch die interne Softwareentwicklung können die **Kommunikationssysteme individualisiert und an die spezifischen Kundenwünsche angepasst** werden. Dank dieser Flexibilität können die Kunden je nach ihren betrieblichen Erfordernissen verschiedene Konfigurationen, Upgrades und Funktionen wählen, wie bspw. die Anpassungen des Tastenlayouts. Darüber hinaus eröffnet dieser softwarebasierte Ansatz finanziell attraktive Möglichkeiten für margenstarke Umsatzströme aus Software-Upgrades.
- After-Sales-Services:** CeoTronics bietet umfassende After-Sales-Services an, darunter **Instandhaltung, Wartung, Software-Upgrades und spezielle Personalbildungen**, um sicherzustellen, dass die Kunden während des gesamten Produktlebenszyklus kontinuierlich unterstützt werden. Damit werden die Beziehungen zu den eigenen Kunden weiter gestärkt und zusätzliche Erlösströme generiert.
- Hoher Anteil deutscher/europäischer Fertigung:** Als deutsches Unternehmen hat CeoTronics eine große räumliche und kulturelle Nähe zu seinen europäischen Kunden, die einen Großteil der Umsätze ausmachen. Diese **lokale Wertschöpfung** (europäischer Anteil an Herstellungskosten: >90%) entspricht den Präferenzen vieler europäischer Verteidigungs- und Sicherheitsorganisationen, die Lieferanten den Vorzug geben, die in der Lage sind, die strengen Sicherheitsstandards zu erfüllen.
- Skaleneffekte in Einkauf und Produktion:** Verglichen mit kleineren Wettbewerbern profitiert CeoTronics von erheblichen Skaleneffekten im Einkauf und der Produktion. Als etablierter Marktteilnehmer mit langfristigen Verträgen und einem breit gefächerten Kundenstamm kann CeoTronics Skalenvorteile im Bereich Produktions-, Forschungs- und Entwicklungs- sowie Verwaltungskosten aufweisen und so eine höhere betriebliche Effizienz erzielen. Folglich kann das Unternehmen wettbewerbsfähige Preise anbieten und gleichzeitig attraktive Gewinnspannen erzielen.

**Wettbewerbsposition der CeoTronics AG**

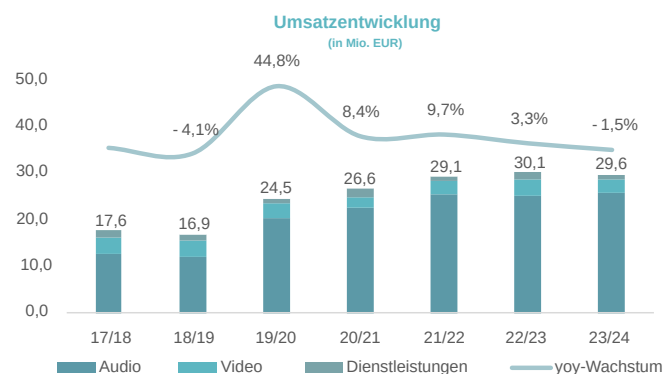


## Signifikant steigendes Umsatzniveau im Zuge des SmG-Auftrags avisiert



- Signifikanter Umsatzsprung in 2024/25 sowie weiteres Wachstum danach, getrieben vom Sprechersatz mit Gehörschutz (SmG)-Auftrag
- Zweistellige EBIT-Margen trotz rückläufiger Bruttomarge durch hohe Operating Leverage
- Positive FCFs durch gute Cash-Conversion bei steigenden operativen Ergebnissen

Die Unternehmenshistorie der CeoTronics war größtenteils von einem recht konstanten Umsatzniveau geprägt, welches seit 2004 in der Spanne von 14 Mio. EUR bis 22 Mio. EUR lag. Die Entwicklung in diesem Zeitraum war primär von kleineren Aufträgen geprägt und schwankte v.a. mit den Budgetplänen der öffentlichen Auftraggeber. Mit der Akquisition von relevanten Großaufträgen konnte sich CeoTronics ab 2019/20 trotz der aufkommenden Coronakrise zusätzliche Erlöse sichern und das nachhaltige Niveau signifikant ausbauen. Seitdem erzielte der Hersteller von Kommunikationsausrüstung bis zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2023/24 ein durchschnittliches jährliches Top Line-Wachstum von 4,8% p.a..



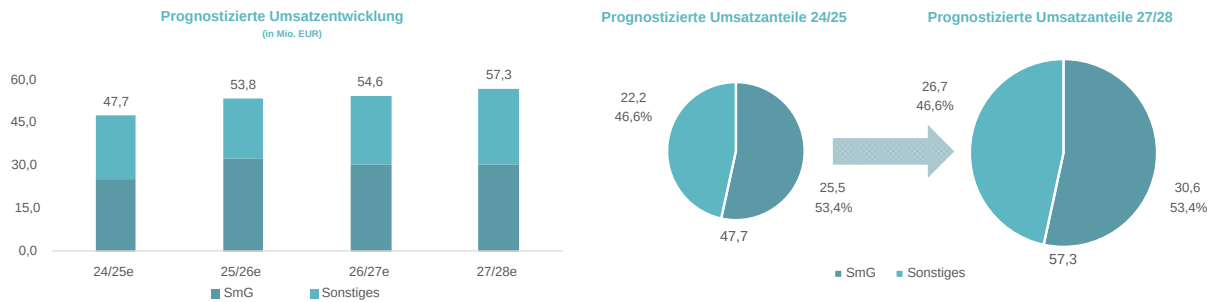
Quelle: CeoTronics, Montega

Für 2024/25 **erwartet der Vorstand einen deutlichen Umsatzsprung** von 55,4%, was absolut gesehen einem Betrag von 46 Mio. EUR entspricht. Der Grund für diesen liegt in der gewonnenen Ausschreibung des SmG-Bundeswehrauftrags im April 2024, mit dem CeoTronics bis zu 191.000 Bundeswehr-Soldaten mit Kommunikationsgeräten und -zubehör ausrüsten soll. Fest vereinbart ist bis jetzt die Mindestabnahmemenge i.H.v. 60.000 Stück (Auftragsvolumen: 43,0 Mio. EUR), die bereits in zwei Losen abgerufen wurde. Jeweils 30.000 Stück werden im Geschäftsjahr 2024/25 respektive 2025/26 geliefert. Neben dem SmG-Auftrag wird der Konzern zudem weitere Erlöse von größtenteils europäischen öffentlichen Kunden (v.a. im Bereich Militär/Polizei sowie Industrie) verbuchen.

Wir **positionieren uns für das aktuelle Geschäftsjahr etwas optimistischer und rechnen mit einem Umsatz von 47,7 Mio. EUR**. Dies entspricht einer Top-Line-Steigerung von über 60% gegenüber dem vorherigen Geschäftsjahr, welche im Wesentlichen auf den folgenden Umsatzanteilen beruht:

- Auslieferung des ersten SmG-Loses im Volumen von 21,5 Mio. EUR plus Zubehör-Erlöse
- Rückgang der "regulären" Umsätze, die nicht auf dem SmG-Projekt basieren, aufgrund von begrenzten Kapazitäten auf 22,2 Mio. EUR (-25,0% yoy)

Für den weiteren Detailplanungszeitraum bis zum Jahr 2027/28 erwarten wir ein durchschnittliches Wachstum von 6,3% pro Jahr, was sich neben den prognostizierten **Losabrufen des SmG-Projekts auch aufgrund einer positiven Erlösentwicklung der weiteren Aufträge** ergibt.

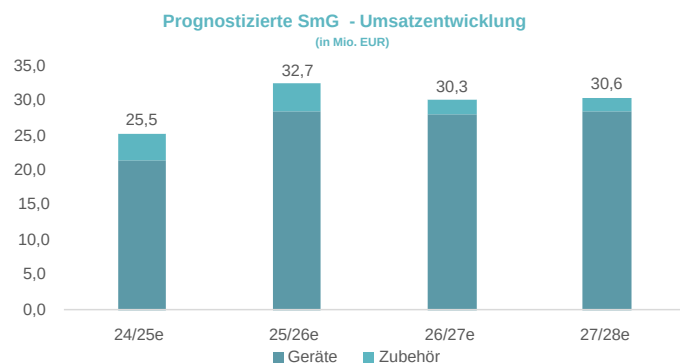


Quelle: Montega

### Sprechsatz mit Gehörschutz (SmG)-Auftrag

Die Modernisierung der Deutschen Bundeswehr, u.a. im Bereich Soldaten-Ausrüstung ist bereits seit mehreren Jahren geplant gewesen. Bisher verwendete die Bundeswehr eine Vielzahl unterschiedlicher und teils inkompatibler Funkgeräte, was die Effizienz und Koordination in Einsätzen erheblich einschränkte. Die Notwendigkeit einer grundlegenden Neuausstattung im Bereich Kommunikation ist mit Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs noch einmal verdeutlicht worden und hat zudem die Freigabe der finanziellen Mittel für ein solches Projekt vereinfacht. Die Ausschreibung für diesen Auftrag hat der Generalunternehmer Rheinmetall Electronics GmbH, eine Tochterfirma der Rheinmetall AG, gewonnen, der damit zum Kunden der CeoTronics wird. Der Auftrag auf Seiten der CeoTronics umfasst die **Belieferung der Bundeswehr mit insgesamt bis zu 191.000 Geräten vom Typ CT-MultiPTT 3C und 1C**. Die Mindestabnahmemenge beträgt 60.000 Stück und wird nach aktueller Planung bis Ende 2025 abgerufen. Anschließend erwarten wir weitere Lieferungen von rund 120.000 Stück bis ins Jahr 2029. Angesichts der knapp 200.000 Soldaten, die aktuell für Deutschland dienen, und der Intention des Auftrages, die Kommunikationsgeräte der Bundeswehr zu vereinheitlichen, scheint uns diese Erwartung realistisch. Der Gesamtauftrag würde sich bei 180.000 Funkgeräten exklusive Zubehör auf rund 129,0 Mio. EUR belaufen.

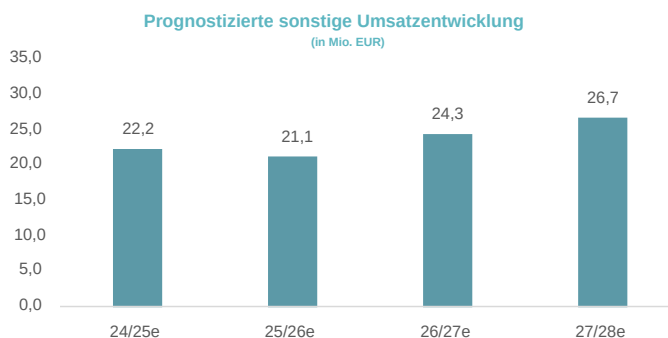
Passend zu den bestellten Funkgeräten stattet CeoTronics die Bundeswehr **auch mit den zugehörigen Kabeln (CT-ComLink®-Anschlusskabel)** aus, welche in den erwarteten Erlösen i.H.v. 129,0 Mio. EUR nicht enthalten sind. Hier prognostizieren wir zusätzliche Umsätze, die pro Gerät bei über 200€ liegen dürften und die Erlöse aus dem SmG-Auftrag somit weiter erhöhen. Mit rund 30 Mio. EUR jährlichem Umsatzvolumen wird in den kommenden Jahren der Großteil der Erlöse mit dem SmG-Projekt erzielt werden. Die Zubehör-Umsätze haben wir nach dem GJ 2025/26 nur geringfügig modelliert, um der Unsicherheit Rechnung zu tragen, dass die bisher nicht bestellten Anschlusskabel von einem anderen Anbieter bereitgestellt werden. Diese Annahme dürfte sich bei weiteren Zubehör-Aufträgen als zu konservativ erweisen.



Quelle: Montega

## Sonstige Aufträge

Während dieser Großauftrag eine Schlüsselrolle im Wachstum des Unternehmens spielt, werden auch andere Projekte weiterhin einen wesentlichen Beitrag zum Umsatz leisten. Mit 22,2 Mio. EUR (-25,0% yoy) wird im Geschäftsjahr 2024/25 u.E. **knapp die Hälfte des Umsatzes durch Aufträge außerhalb des SmG-Projekts** generiert. Neben auditiven Kommunikationsgeräten vertreibt CeoTronics auch mobile Videoübertragungssysteme, die ebenfalls in diesem Segment enthalten sind, übergeordnet jedoch eine wesentlich geringere Rolle spielen (Umsatzanteil 2023/24: 9,6%, -1,7PP yoy). Der Rückgang des Segments "Sonstige Aufträge" im laufenden Jahr erklärt sich dadurch, dass ein **erheblicher Teil der Produktionskapazitäten für die Erfüllung des SmG-Auftrags gebunden** sein wird. Auch für das Folgejahr prognostizieren wir eine geringe Top Line-Reduktion. Ab dem Geschäftsjahr 2026/27 wird sich dieses Segment u.E. erholen und ein nachhaltiges Umsatzwachstum generieren. Die Nachfrage wird zum einen durch die stark zunehmenden Rüstungsausgaben in CeoTronics' Schlüsselmarkt Europa getrieben, die im Zuge der sicherheitspolitischen Neuausrichtung vieler Länder erheblich steigen. Zum anderen wird das prognostizierte Wachstum im Markt für Tactical Headsets, auch außerhalb des Militärs, das langfristige Potenzial des Unternehmens stützen.



Quelle: Montega

## Optionalität Software

Bei allen Aufträgen, aber insbesondere beim SmG-Auftrag, besteht zudem erhebliches Zusatzpotenzial, das über die initialen Hardware-Lieferungen von Kommunikationsgeräten und Zubehör hinausgeht. Neben der regelmäßigen Wartung umfassen diese Erlösquellen auch optional buchbare Software-Upgrades, die die Funktionalität der Systeme erweitern oder individuelle Anpassungen, wie die Änderung der Tastenbelegung, ermöglichen. Zuletzt betrug dieser **hochmarginige Dienstleistungs-Anteil rund 3% - 5% der Gesamtumsätze, soll zukünftig jedoch deutlich steigern**. Etwaige Upgrades würden im Gegensatz zu vielen Software-Unternehmen, die wiederkehrende Abomodelle anbieten, als Einmalzahlung berücksichtigt werden. Das Potenzial der Softwareerlöse ist bisher nur in geringem Umfang in unseren Prognosen berücksichtigt und könnte v.a. in den Jahren, in welchen Kunden sich für die Software-Nachrüstung entscheiden, zu erheblichen Zusatzerlösen führen.



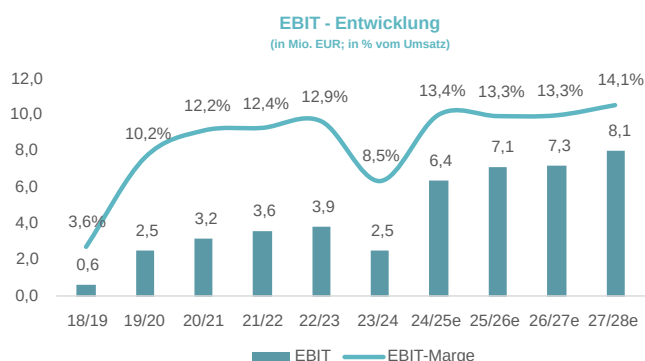
## Operating Leverage sollte im Zuge der Top Line-Steigerung eine Rückkehr zu zweistelligen Gewinnmargen ermöglichen

Die CeoTronics AG hat in den letzten zehn Jahren eine zunächst unstetige Entwicklung des operativen Ergebnisses erlebt. Nach den Spätfolgen der globalen Finanzkrise durchlief das Unternehmen eine längere Phase, die durch meist niedrige, zeitweise sogar negative operative Margen gekennzeichnet war. Diese Phase finanzieller Instabilität wurde durch mehrere Faktoren ausgelöst, darunter die schwache Nachfrage infolge von Kosteneinsparungen nach der Finanzkrise und der Euro-Krise 2012 (u.a. in der Verteidigungsindustrie) und einer zu hohen Kostenbasis, die die Rentabilität unter Druck setzten.

Mit dem **signifikanten Umsatzsprung im Geschäftsjahr 2019/2020 konnte CeoTronics nachhaltig zweistellige EBIT-Margen** erreichen, die bis zu einem leichten Rückgang im Jahr 2023/24 gehalten werden konnten. Ausschlaggebend für die deutliche Steigerung war der **hohe operative Leverage** des Unternehmens. CeoTronics arbeitet mit einer relativ geringen Fertigungstiefe, was bedeutet, dass ein erheblicher Teil der Produktion ausgelagert ist und die Personalstruktur auch bei einem höheren Erlösniveau nicht im selben Maße angepasst werden muss. Der leichte Rückgang im vergangenen Geschäftsjahr kam v.a. aufgrund von Auftragsverzögerungen infolge der Haushaltssperren in deutschen Ministerien zustande.

Im laufenden Geschäftsjahr 2024/25 avisiert der Vorstand ein Nettoergebnis von 3,5 Mio. EUR, was u.E. einem EBIT von rund 5,6 Mio. und damit einer EBIT-Marge i.H.v. 12,2% in Bezug auf die Umsatzguidance entspricht. Wir positionieren uns oberhalb von diesem Ziel und **erwarten ein EBIT von 6,4 Mio. EUR (EBIT-Marge: 13,4%) sowie ein Nettoergebnis von 4,0 Mio. EUR**. Hauptgrund für den deutlichen Ergebnisanstieg wird u.E. die Zunahme des Bruttoergebnisses bei unterproportional steigenden Personal- und sonstigen Kosten sein.

Mittelfristig peilt der Vorstand eine Fortsetzung der positiven Entwicklung im laufenden Geschäftsjahr an, ohne eine konkrete Guidance zu geben. Aufgrund des mehrjährigen Auftragsbestands (31.05.2024: 70,9 Mio. EUR), der insgesamt gestiegenen Bereitschaft für Rüstungsinvestitionen sowie möglicher Folgeaufträge aus laufenden Projekten prognostizieren wir ebenfalls eine weitere Ausweitung des Ergebnisses. Bis zum Geschäftsjahr 2027/2028 erwarten wir eine stetige Steigerung des EBIT auf 8,1 Mio. EUR (EBIT-Marge: 14,1%) infolge weiter steigender Deckungsbeiträge.

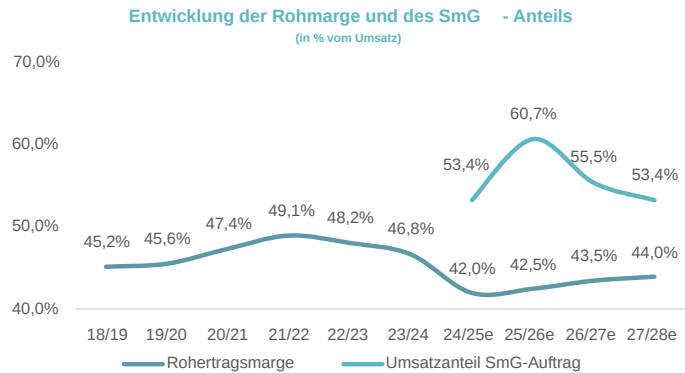


Quelle: CeoTronics, Montega

## Bruttoergebnis

Das Geschäftsmodell zeichnete sich in der Vergangenheit durch **relativ stabile Bruttomargen aus, die zuletzt zwischen 45% und 50% lagen**. Wir gehen davon aus, dass die Margen gerade **zu Beginn neuer Großaufträge etwas geringer sein** dürften, was sich jedoch über die Zeit durch Effizienzen in der Fertigung verbessern dürfte. Diese Entwicklung war auch in den vergangenen Jahren zu beobachten, als der Umsatzsprung im Jahr 2019/20 zunächst nicht zu höheren Bruttomargen führte, welche zu diesem Zeitpunkt bei 45,6% lagen. Die steigende Produktionseffizienz zeigte sich in der Folgezeit, in der die Anzahl der Operations-Mitarbeiter von 53 auf 45 im Jahr 2022/23 reduziert werden konnte. Folglich stieg die Bruttomarge auf knapp 50% an. Besonders hervorzuheben ist auch die Tatsache, dass CeoTronics trotz der zwischenzeitlich hohen Inflation und instabilen Lieferketten bei Elektronikbauteilen keinen Einbruch der Rohertragsmarge zu verzeichnen hatte. Dies deutet auf starke Kundenbeziehungen und eine trotz der geringen Konzerngröße vergleichsweise hohe Preissetzungsmacht hin. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir hingegen eine rückläufige Bruttomarge (-4,8PP yoy), was durch den hohen Anteil des SmG-Auftrags am Gesamtumsatz erklärt werden kann, da dieser eine deutlich geringere Bruttomarge als kleinere Aufträge aufweisen dürfte.

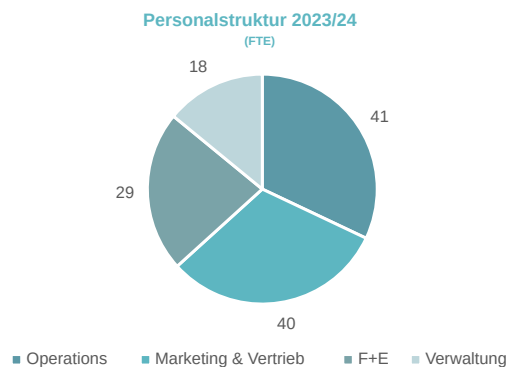
Ab dem Geschäftsjahr 2025/26 gehen wir von einer schrittweisen Zunahme der Bruttomarge aus, die zum einen durch die angesprochenen Produktionseffizienzen im Zeitverlauf und zum anderen durch den sinkenden Umsatzanteil des SmG-Auftrags bis 2027/28 profitieren sollte.



Quelle: CeoTronics, Montega

### Kostenentwicklung

Mit Blick auf vergleichbare Industrieunternehmen weist CeoTronics einen **hohen Fixkostenanteil** aus, der sich in dem hohen operativen Leverage der Vergangenheit widerspiegelte. So lag die Personalaufwandsquote zuletzt bei 34,3%, wobei hier auch die zu den Herstellungskosten zugehörigen Personalaufwendungen der Produktion gezählt werden. Auf Basis der Mitarbeiteranzahl in den einzelnen Geschäftsbereichen gehen wir jedoch davon aus, dass auch die um Operations-Mitarbeiter bereinigte Personalaufwandsquote bei rund einem Viertel des Umsatzes liegt. Die Mitarbeiteranzahl blieb in den vergangenen Jahren nahezu konstant.

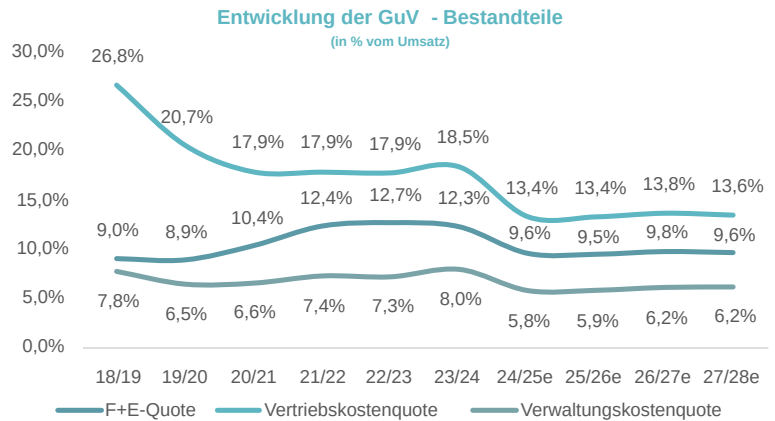


Quelle: CeoTronics, Montega

Die positive Unternehmensentwicklung der letzten fünf Jahre hat es CeoTronics ermöglicht, die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowohl absolut als auch relativ zum Umsatz signifikant zu steigern, während die Kostendisziplin im Vertrieb ein Grund für die Margenausweitung war. Unsere Annahmen bzgl. der Entwicklung der wesentlichen GuV-Bestandteile sind nachfolgend aufgeführt:

**Forschung & Entwicklung:** Investitionen in die Weiterentwicklung der Hardware-Produkte und die stetige Verbesserung der eigenen Software sind elementarer Bestandteil der Unternehmensphilosophie. Damit erhält CeoTronics den Technologievorsprung vor Wettbewerbern und kann sich neue Projekte sichern sowie die in der Vergangenheit hohe Preissetzungsmacht beibehalten. In Anbetracht der positiven Geschäftsentwicklung hat der Konzern seit dem Geschäftsjahr 2018/19 die Ausgaben für diesen Posten stetig erhöht und die Mitarbeiterzahl von 21 auf 29 FTEs im abgelaufenen Geschäftsjahr gesteigert. Wir gehen auch für das laufende Jahr von einem weiteren Anstieg auf bis zu 32 FTEs aus, wenngleich der **Anstieg der F&E-Kosten unterproportional** ausfallen dürfte, sodass die F&E-Quote nach mehreren Jahren erstmals wieder unter 10% vom Umsatz sinkt. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass CeoTronics **eigene Entwicklungsleistungen teilweise aktiviert** (2023/24: 0,7 Mio. EUR) und über die Nutzungsdauer von fünf bis zehn Jahren abschreibt.

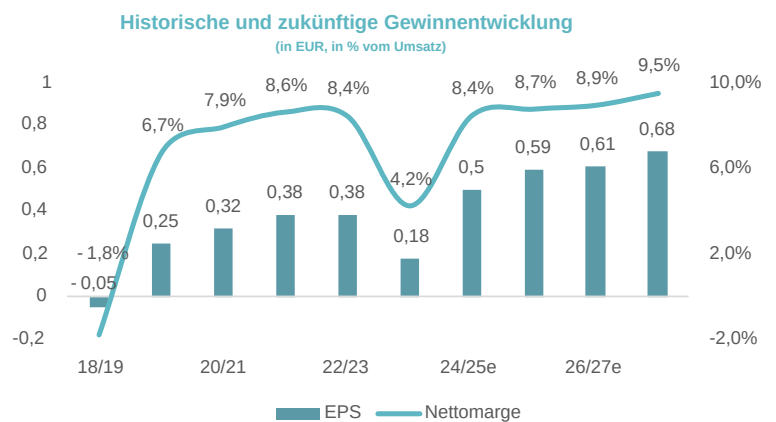
**Vertrieb:** Die Vertriebsabteilung arbeitet mit einer dualen Struktur, die sowohl das eigene Vertriebsteam von CeoTronics umfasst, das Großkunden und direkte Kundenbeziehungen betreut, sowie ein Netz von Vertriebspartnern. Diese externen Partner tragen dazu bei, die Marktreichweite zu vergrößern, ohne die internen Personalkosten zu erhöhen. Die **Vertriebskosten stiegen in der Vergangenheit langsamer als der Gesamtumsatz**, was vor allem auf eine stabile Mitarbeiteranzahl (FTE) in der Abteilung zurückzuführen ist, die in den vergangenen fünf Geschäftsjahren trotz eines nahezu verdoppeltem Umsatz nur von 36 auf 39 anstieg. Wir erwarten, dass CeoTronics diesen Weg fortsetzt und dadurch die Vertriebskostenquote im laufenden Jahr im Vergleich zu 2018/19 halbieren kann.



Quelle: CeoTronics, Montega

Im Zuge des Vorratsaufbaus in Vorbereitung auf den SmG-Auftrag hat CeoTronics die Kreditlinien, die aus Kontokorrentkrediten bestehen und ein Volumen von maximal 18,7 Mio. EUR umfassen, größtenteils ausgenutzt. Um die Unternehmensfinanzierung ausgewogener zu gestalten und die Nettoliquidität wieder in Richtung des positiven Bereichs zu führen, wurden im **Oktober 2023 (Geschäftsjahr 2023/24) sowie im Juni 2024 (Geschäftsjahr 2024/25) zwei Kapitalerhöhungen** durchgeführt, die insgesamt rund 4,7 Mio. EUR einbrachten. Die positive Ergebnisentwicklung sollte zudem dazu beitragen, dass die Eigenkapitalquote zum Ende des laufenden Geschäftsjahrs wieder über 50% steht. Der Zinsaufwand betrug im 2. Halbjahr des GJ 2023/24 rund 0,4 Mio. EUR (FK-Kosten: ca. 5%) und sollte in den kommenden Semestern rückläufig sein, was neben dem allgemein sinkenden Zinsniveau insbesondere der Rückführung der Kredite geschuldet sein sollte.

Insgesamt prognostizieren wir aufgrund der genannten Faktoren eine **deutliche Ausweitung des Nettoergebnisses** und damit auch einen Anstieg des EPS in den kommenden Jahren. Vom Niveau der vergangenen Jahre von durchschnittlich rund 0,30 EUR pro Aktie dürfte sich dieses bis zum Geschäftsjahr 2025/26 verdoppeln und bereits im laufenden Jahr trotz der Verwässerung infolge der beiden Kapitalerhöhungen 0,50 EUR je Aktie erreichen.



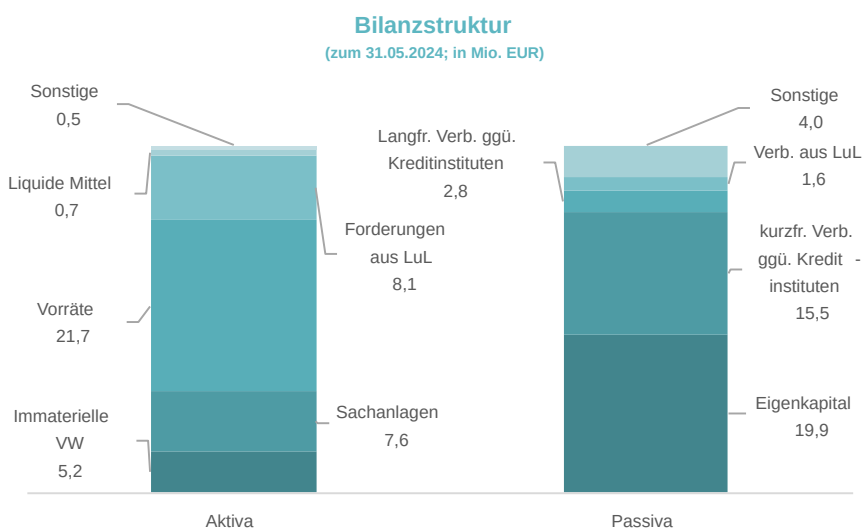
Quelle: CeoTronics, Montega

## Bilanz durch jüngsten Vorratsaufbau geprägt

Die Bilanzstruktur CeoTronics entspricht in weiten Teilen der eines typischen Industrieunternehmens mit geringer Fertigungstiefe. So entfielen zum Ende des Geschäftsjahres 2023/24 12,8 Mio. EUR auf das Anlagevermögen (29,3% der Bilanzsumme), was die zweitgrößte Position auf der Aktivseite darstellt und sowohl Sachanlagen (7,6 Mio. EUR) als auch selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände (5,2 Mio. EUR) enthält. Der **größte Posten sind die Vorräte** (21,7 Mio. EUR), die nahezu die Hälfte der Bilanzsumme ausmachen. Diese erhöhten sich infolge der Vergabe des SmG-Auftrags signifikant, da CeoTronics v.a. den Bestand an kritischen Elektronikbauteilen (bspw. Stecker, Kabel, Platinen) ausbaute, um auch bei Lieferkettenverzögerungen den eigenen Auslieferungsplan einhalten zu können. Wir gehen davon aus, dass der **Vorratsbestand zunächst seinen Höhepunkt erreicht hat und mit Auslieferung der ersten SmG-Lose (ab Oktober 2024) rückläufig** sein wird. Die Liquidität wird vom Unternehmen traditionell eher gering gehalten, wobei kurzfristige Zahlungsabflüsse durch die bestehenden Kontokorrentkreditlinien aufgefangen werden.

Infolge des Vorratsaufbaus stieg die Bilanzsumme an, sodass die Eigenkapitalquote trotz Kapitalerhöhung rückläufig war und zum Ende des letzten Geschäftsjahres 45,4% erreichte. Auch hier erwarten wir aus der zweiten Kapitalerhöhung im Juni sowie dem Abbau der Vorräte eine Erholung im laufenden Jahr. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten i.H.v. 18,4 Mio. EUR (41,9% der Bilanzsumme) teilen sich in kurzfristige Kontokorrentkredite (15,5 Mio. EUR) und langfristige Verbindlichkeiten (2,8 Mio. EUR) auf. Die weiteren Posten der Passiva (Rückstellungen, Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, latente Steuerabgrenzung) sind zu vernachlässigen.

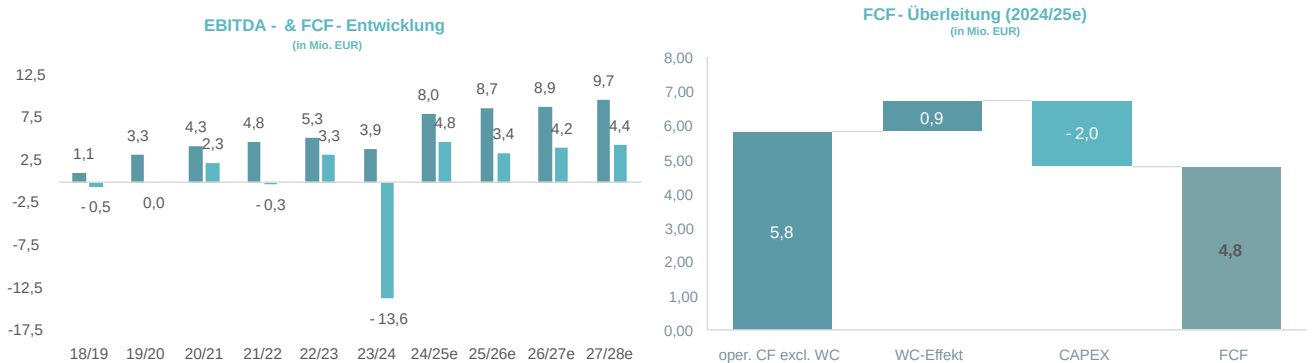
Zwar lag die **Nettoverschuldung zum Ende des Geschäftsjahres mit 17,7 Mio. EUR (Net Debt/EBITDA: 4,5) deutlich oberhalb der Vorjahre**, dies lag jedoch an dem hochvolumigen SmG-Auftrag und sollte durch den kommenden Abbau der Vorräte, der Kapitalerhöhung im Juni sowie den zweistelligen operativen Margen bereits im laufenden Jahr wieder deutlich verbessert sein. Dies ermöglicht es CeoTronics, auch zukünftig weiter in die eigenen Produkte zu investieren und simultan dazu die Verschuldung zu reduzieren.



Quelle: CeoTronics

## Free Cashflows dürften ab dem laufenden Geschäftsjahr neue Niveaus erreichen

Die Free Cashflows von CeoTronics sind neben dem operativen Ergebnis wesentlich von Veränderungen im Working-Capital geprägt und waren dadurch im letzten Jahr trotz positivem operativen Ergebnis im negativen Bereich. Mit -13,6 Mio. EUR erzielte der Konzern den Tiefpunkt in der Unternehmenshistorie, wobei Working Capital-Veränderungen mit einem Wert von -14,7 Mio. EUR beitrugen und auf den angesprochenen Lageraufbau zurückzuführen waren. In den **Jahren zuvor schwankte der FCF zwischen -0,5 Mio. EUR und 3,3 Mio. EUR**. Wir gehen davon aus, dass CeoTronics im aktuellen Geschäftsjahr eine **Rückkehr des operativen Cashflows in den positiven Bereich** gelingt und mit 6,7 Mio. EUR ein neues Rekordniveau in der jüngeren Historie des Unternehmens erreicht wird. Dies wird u.E. vor allem aufgrund der starken operativen Entwicklung gelingen, während Working Capital-Effekte ebenfalls einen leicht positiven Beitrag beisteuern dürften. Einem leichten Rückgang im Folgejahr aufgrund vom fehlenden Working Capital-Beitrag dürfte eine positive Entwicklung in den Folgejahren bis GJ 2027/28 folgen. Die **CAPEX steigen in unserem Modell auf ein Niveau von 2,0 bis 2,4 Mio. EUR** im Detailplanungszeitraum. Insgesamt dürfte CeoTronics somit über den gesamten Zeitraum klar **positive Free Cashflows zwischen 3,4 und 4,4 Mio. EUR** erzielen.

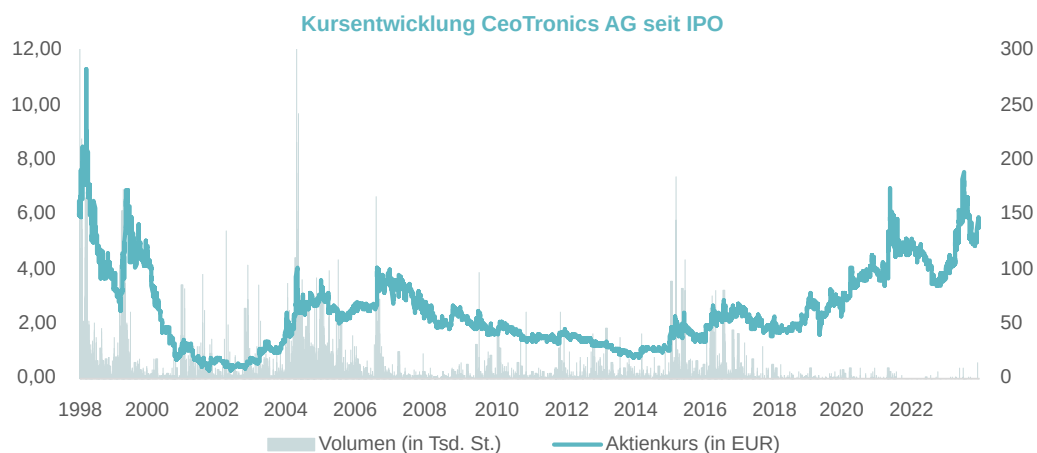


Quelle: CeoTronics, Montega

## Aktie durch Auftragsboom im Aufwind

Die historische Aktienentwicklung spiegelt die unterschiedlichen Phasen in der Unternehmensentwicklung der CeoTronics wider, angefangen mit dem IPO im Neuen Markt im Jahr 1998 (Erster Kurs: 5,80 EUR) und dem Anstieg der Aktie zu den Hochzeiten der Markteuphorie auf kurzzeitig über 10 EUR. Der anschließende Markteinbruch traf auch die CeoTronics-Aktie, die in der Folge auf bis zu 0,33 EUR fiel. Eine anschließende Erholung wurde mit der Finanzkrise 2008 gestoppt und die Aktie entwickelte sich in der Folgezeit unter schwankenden Umsätzen und Gewinnen negativ. Deutlich positiver entwickelte sich die Aktie in den vergangenen Jahren, in denen das höhere Top Line-Niveau zu zweistellig positiven operativen Margen führte und die Geschäftsentwicklung insgesamt aufgrund der akquirierten Großaufträge beständiger wurde. Mit dem russischen Überfall auf die Ukraine zu Beginn des Jahres 2022 konnte die Aktie in Erwartung auf eine Aufrüstung der europäischen Partner neue Höchstkurse erklimmen. Diese Erwartungshaltung wurde mit dem richtungsweisenden SmG-Auftrag der Bundeswehr erfüllt, sodass die Aktie sich in den letzten Monaten bei knapp über 5 EUR bewegte.

Der **Fokus liegt aktuell einerseits auf der erfolgreichen Abarbeitung des SmG-Auftrags, aber auch auf der Akquise neuer Projekte**, die die Umsatzbasis weiter erhöhen könnten. Durch das Leuchtturmprojekt SmG sehen wir CeoTronics hier hervorragend aufgestellt, um bei ähnlichen Aufträgen, wenngleich in kleinerer Größenordnung, auch in Zukunft den Zuschlag zu erhalten. Die Bereitschaft der europäischen Länder für eine signifikante Steigerung der Rüstungsausgaben sollte der gesamten Branche Rückenwind geben. Wir rechnen in den kommenden Jahren mit einer positiven Umsatzentwicklung, die sich überproportional in den Ergebnissen niederschlagen dürfte. Weitere Losabrufe aus dem SmG-Projekt über die Mindestabnahmemenge hinausgehend sowie zusätzliche Auftragsmeldungen sowie die positive Geschäftsentwicklung sollten sich in den kommenden Jahren als Treiber der Equity Story erweisen.



Quelle: CapitalIQ

## Fazit

Seit Beginn des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine ist das Sicherheitsbedürfnis in Europa wieder in den Vordergrund gerückt, die Ausgabebereitschaft für Verteidigung ist auf staatlicher Seite signifikant angestiegen und wird in den kommenden Jahren zu enormem Rückenwind im Sektor führen. CeoTronics ist durch den gewonnenen SmG-Auftrag der Bundeswehr auf dem Weg, ein dauerhaft höheres Top Line-Niveau zu erreichen als dies bisher in der Unternehmenshistorie der Fall war. Auch über das Geschäftsjahr 2025/26 hinaus erwarten wir neben weiteren Abrufen aus dem SmG-Auftrag (über das Mindestniveau hinaus) auch zusätzliche Aufträge von Streitkräften anderer Länder, für die ein erfolgreich abgeschlossener SmG-Auftrag aufgrund seines Volumens als Leuchtturmprojekt dienen und das Interesse an den Kommunikationsgeräten der CeoTronics steigern dürfte. Der hohe Auftragsbestand bietet dabei Planungssicherheit für die mittelfristige Zukunft, die Investitionen in Forschung und Entwicklung sollten die Wettbewerbsfähigkeit weiter stärken.

Aufgrund der hohen operativen Hebelwirkung dürfte der **Erlösanstieg mit zweistelligen EBIT-Margen einhergehen**, die bei weiter steigenden Umsätze von dem hohen Niveau im laufenden Geschäftsjahr weiter ausgebaut werden sollten. Wir erwarten zum Ende des Planungszeitraums im **Geschäftsjahr 2027/28 einen Umsatz von 57,3 Mio. EUR bei einem EBIT von 8,1 Mio. EUR** (EBIT-Marge: 14,1%). Bei einem KGV 2024/25e von 10,7 ist das Unternehmen u.E. aufgrund der weiteren Wachstumsaussichten in der Top- und Bottom Line attraktiv bewertet. Folglich nehmen wir CeoTronics mit der Empfehlung "Kaufen" und einem DCF-basierten Kursziel von 7,50 Euro in unsere Coverage auf.

## SWOT

Die CeoTronics AG zeichnet sich durch die Positionierung als Premiumhersteller in der Marktnische Mission-Critical-Kommunikationsgeräte aus. Dabei konnte das Management in den vergangenen Jahren einen starken operativen Track Record aufweisen und langjährige Beziehungen mit wichtigen Kundengruppen aufbauen. Dies bedingt jedoch eine gewisse Abhängigkeit gegenüber wenigen Großkunden, die in diesem Geschäftsmodell nicht zu vermeiden ist. Chancen bestehen insbesondere in der Signalwirkung des SmG-Auftrags, der bei erfolgreicher Auslieferung die Grundlage für ähnliche Aufträge anderer Staaten bieten könnte.

### Stärken

- **Premiumhersteller in attraktiver Nische:** Die CeoTronics AG ist seit vielen Jahren ein etablierter Hersteller spezialisierter Kommunikationsgeräte und hat sich damit einen festen Platz in der Nische der Mission-Critical-Kommunikationsgeräte gesichert. Die starke Marktstellung in dem oligopolistischen Umfeld verleiht CeoTronics eine gewisse Preissetzungsmacht.
- **Hohe Qualitätssicherung:** Die Produkte der CeoTronics AG wurden unterschiedlichen Prüfungen unterzogen und erfüllen sowohl IP-Schutzklassen als auch Militärstandards. Dazu gehören u.a. die Standards IP66 (Staubdichtheit), IP67 (Wasserschutz in 1m Wassertiefe) und MIL-STD-810G (Stoßfestigkeit, Temperaturbeständigkeit, Druckbeständigkeit, Staub- und Sandresistenz und Spritzwasserdichtheit), welche verschiedene Produkte der Gruppe erfüllen.
- **Langjährige Kundenbeziehungen:** Durch langjährige Beziehungen zu der Bundeswehr, verschiedenen NATO-Ländern und Industriekunden hat sich das Unternehmen eine starke Position im Wettbewerb gesichert, Markteintrittsbarrieren geschaffen und eine gute Reputation im Markt erlangt. Diese Position bietet insbesondere Vorteile bei der Ausschreibung von Neuaufträgen bestehender Kunden und auch Neukunden.
- **Operativer Track Record:** Die CeoTronics AG verzeichnete in den vergangenen fünf Jahren ein positives operatives Ergebnis bei einem steigenden Umsatzwachstum und stabilen Ergebnismargen, was die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells beweist.
- **Geringe Konjunkturabhängigkeit:** Das Sondervermögen der deutschen Bundesregierung i.H.v. 100 Mrd. EUR fungiert als haushaltsunabhängiges Vermögen für Sicherheitsausgaben und ermöglicht der CeoTronics AG durch den SmG-Auftrag für die nächsten Jahr planbare Einnahmen selbst bei einer möglichen Konjunkturschwäche.
- **Management-Erfahrung:** Das eingespielte Vorstandsteam des Unternehmens verfügt über gemeinsame langjährige Erfahrung und spielte eine wesentliche Rolle an der zuletzt fortschrittlichen Entwicklung des familiengeführten Unternehmens. Der Sohn des Mitbegründers, Thomas H. Günther, ist so bereits seit 2003 als CEO des Unternehmens tätig und wird seit 2022 durch CTO Dr.-Ing. Björn Schölling unterstützt, der die Einführung der innovativen CT-ComLink, CT-MultiPTTs und CT DECT-Produkte begleitet hat.

### Schwächen

- **Geringe Wertschöpfungstiefe:** Die CeoTronics AG hat einen erheblichen Teil ihrer Produktion ausgelagert und arbeitet daher mit einer relativ geringen Fertigungstiefe. Der Eigenanteil an der Produktion ist damit vergleichsweise gering.
- **Abhängigkeit von öffentlichen Verteidigungsausgaben:** Das Geschäft des Unternehmens ist stark von der Höhe der Rüstungsinvestitionen, insbesondere der der deutschen Bundesregierung abhängig. Sollten diese in den kommenden Jahren mit dem Auslaufen des Sondervermögens rückläufig sein, könnte sich dies negativ auf den Konzern auswirken.
- **Verhandlungsnachteil ggü. Großkunden:** Als kleinerer Anbieter hat das Unternehmen häufig eine schwächere Position, wenn es um die Aushandlung von Zahlungsbedingungen geht. Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass CeoTronics bei Auftragsvergaben keine Anzahlungen erhält, sondern die Projekte meist vorfinanzieren muss. Diese Praxis belastet die Liquidität und erhöht das finanzielle Risiko, besonders bei Großaufträgen.
- **Hohe WC-Quote:** Da der Konzern keine Anzahlungen auf seine Produkte nimmt, ist das Geschäftsmodell der Gruppe Working Capital-intensiv. Insbesondere Großaufträge resultieren in hohen Vorratsbeständen und hohen Forderungen.
- **Geringes Handelsvolumen der Aktie:** Das zuletzt geringe Handelsvolumen der Aktie begünstigt größere Preisschwankungen und kann ein zusätzliches Risiko darstellen. Zudem erschwert es Investoren den Kauf und Verkauf der Aktie.

## Chancen

- **SmG als Vorzeigeprojekt:** Bei erfolgreicher Auslieferung des Großauftrags der Bundeswehr kann dies ein positives Signal für weitere ausländische Sicherheitsorganisationen und NATO-Mitglieder sein und damit Folgegroßaufträge begünstigen.
- **Weitere Abrufe aus SmG:** Durch den Abruf weiterer Produkte aus dem SmG-Auftrag (MONe: 140.000 Geräte bis Ende 2029), winken dem Konzern weitere deutliche Umsatzsteigerungen gegenüber dem laufenden Geschäftsjahr.
- **Zukünftiger Wechsel auf 5G:** Nach der erfolgten Umstellung von Analogfunk (Umwandlung in Wellenform und Senden über Frequenz) auf Digitalfunk (Umwandlung in binäre Datenpakete) dürfte sich der Markt in Richtung LTE/5G als Übertragungsweg entwickeln. Dieser Wandel sollte zu einer Nachfrage nach 5G-kompatiblen Produkten und softwarebasierten Applikationen führen.
- **Schnellere Entwicklungsgeschwindigkeit:** Durch das stark erhöhte Erlösniveau verfügt das Unternehmen über mehr finanzielle Ressourcen, um die Budgets für Forschung und Entwicklung auszuweiten. Diese zusätzlichen Mittel ermöglichen schnellere Innovationszyklen, was besonders in einem technologiegetriebenen Markt wie der Kommunikationsbranche für sicherheitskritische Anwendungen entscheidend ist.
- **Zukünftige Softwareumsätze:** Die CeoTronics AG generiert durch den SmG-Vertrag neben den Umsätzen aus dem Produktverkauf ebenfalls Erträge aus zukünftigen Softwaredienstleistungen. Dazu zählen zum Beispiel die Individualisierung der Produkte durch Anpassung der Tastenbelegung oder eine potenzielle Erweiterung der Konnektivität der Geräte. Diese zukünftigen Dienstleistungsumsätze haben wir bisher in unserem Modell nur geringfügig berücksichtigt und bieten weiteres Potenzial für Umsatzsteigerungen.
- **Operating Leverage:** Die Auslagerung großer Teile der Wertschöpfung und die hohe Kostendisziplin führen zu einem hohen Operating Leverage. Umsatzsteigerungen spiegeln sich damit nur unterproportional in der Personal- und sonstigen Kostenstruktur wider, was in einer besseren Abdeckung der Fixkosten und höheren Margen resultiert.

## Risiken

- **Hohe Abhängigkeit von einzelnen Projekten:** Einzelne Großprojekte sind für wesentliche Teile des Umsatzes verantwortlich und können bei Ausbleiben für deutliche Umsatzeinbrüche sorgen.
- **SmG-Abrufe unterhalb der Erwartung:** Im Zuge des SmG-Auftrags ist ebenfalls ein geringerer Abruf als erwartet möglich, da die verbindliche Abnahme über die Gesamtdauer des Vertrages bisher nur auf die Mindestabrufe beschränkt ist. Allerdings halten wir dieses Risiko für überschaubar, da es u.E. nicht realistisch ist, nur einen Teil der Bundeswehr-Soldaten mit dem notwendigen und modernisierten Kommunikationsequipment auszurüsten.
- **Geringere Rüstungsinvestitionen infolge geopolitischer Deeskalation:** Bei einer potentiellen Beruhigung der momentanen Konflikte, insbesondere im Nahen Osten und dem Ukraine-Russland-Krieg, ist ein Auslaufen des Sondervermögens möglich. Bei einer Rückkehr zum niedrigen Niveau der Investitionsausgaben in Deutschland und einer Verfehlung des 2%-Ziels können umsatzseitige Verluste nicht ausgeschlossen werden.
- **Negative Industrieentwicklung:** Der Absatz von CeoTronics-Produkten im Industriebereich könnte unter der aktuellen Konjunkturschwäche und daraus resultierenden Kürzungen der Investitionen leiden.
- **Aufkommen von europäischer Konkurrenz aufgrund der positiven Marktentwicklung:** Aufgrund der zuletzt positiven Marktentwicklung von europäischen Rüstungskonzernen in Folge der internationalen Konflikte kann ein zusätzliches Aufkommen von Konkurrenz nicht ausgeschlossen werden.



## Bewertung

Wir haben die Bewertung von CeoTronics anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells und die Peergroup werden im Folgenden dargestellt.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die starken Wachstumsperspektiven von CeoTronics, die sich auf Basis der **starken Auftragsbestände** und der **langfristigen Investitionsbereitschaft auf Kundenseite** ergeben. Dies wird insbesondere durch den mehrjährigen SmG-Auftrag untermauert, für den wir im Anschluss an die Auslieferung der Mindestabnahmemenge noch weitere signifikante Abrufe erwarten. Zudem ist das Interesse an CeoTronics-Produkten auch außerhalb des SmG-Projekts in den vergangenen Jahren signifikant angestiegen, was sich an den zuletzt akquirierten Aufträgen zeigt. Das laufende Geschäftsjahr stellt in dieser Hinsicht einen Meilenstein dar, in welchem erstmals ein Umsatzniveau oberhalb von 40 Mio. EUR erreicht werden sollte. Mit einem **Auftragsbestand i.H.v. 70,9 Mio. EUR**, der dem eineinhalbfachen des erwarteten Jahresumsatzes 2024/25 entspricht, und einem **stetigen Fluss an neuen Bestellungen** sehen wir das Unternehmen nicht nur im laufenden Geschäftsjahr, sondern auch in den Folgejahren gut positioniert, um von dem Investitionstrend in der inneren und äußeren Sicherheit zu profitieren und positive Wachstumsraten zu erzielen.

Insgesamt erwarten wir ein Erlöswachstum, das deutlich oberhalb des Gesamtmarktes Tactical Headsets verläuft und im Prognosezeitraum (2023/24 bis 2027/28) bei einer CAGR von 17,9% liegt. Langfristig haben wir eine Normalisierung des Top Line-Wachstums unterstellt, was sich im Terminal Value in einer Steigerungsrate von 2,0% widerspiegelt.

Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass das neue Umsatzniveau bei unterproportional steigenden Fixkosten zu einer deutlichen Steigerung des operativen Ergebnisses sowie einer zweistelligen operativen Marge führt. Zwar dürfte die Rohertragsmarge aufgrund des großvolumigen SmG-Auftrags zunächst rückläufig sein. Dies wird u.E. jedoch durch die voraussichtlich günstige Entwicklung aller relevanten Kostenfaktoren (F+E, Personal, Vertrieb, Verwaltung) überkompensiert und zu einer EBIT-Marge von 14,1% zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2027/28 führen.

Das verwendete **Beta von 1,2** reflektiert einerseits den starken Track Record der vergangenen Jahre sowohl bzgl. des Erlöswachstums als auch der stabilen operativen Margen. Zudem überzeugt die hohe Visibilität aufgrund des mehrjährigen Auftragsbestandes sowie dem hohen Momentum bei Neubestellungen. Andererseits besteht im Geschäftsmodell von CeoTronics ein inhärentes Risiko aufgrund der Abhängigkeit von wenigen Großkunden. Die Liquidität in der Aktie ist zudem im Vergleich zur Marktkapitalisierung unterhalb von vergleichbaren Unternehmen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% bei einem Fremdkapitalzins i.H.v. 5,0% ergibt sich ein **WACC von 7,60%**. Für die CeoTronics AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 7,50 Euro.

## DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>47,7</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>	<b>57,3</b>	<b>59,0</b>	<b>60,5</b>	<b>62,0</b>	<b>63,3</b>
Veränderung	61,1%	12,7%	1,5%	5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>
EBIT-Marge	13,4%	13,3%	13,3%	14,1%	13,5%	13,0%	12,5%	12,0%
<b>NOPAT</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
in % vom Umsatz	3,5%	3,0%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	4,0%	4,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	<b>0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>
- Investitionen	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>
Investitionsquote	4,1%	3,9%	4,1%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%
<b>Übriges</b>								
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Present Value	5,0	3,3	3,5	3,5	4,1	3,8	3,4	49,9
<b>Kumuliert</b>	<b>5,0</b>	<b>8,3</b>	<b>11,8</b>	<b>15,4</b>	<b>19,4</b>	<b>23,3</b>	<b>26,7</b>	<b>76,6</b>

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	76,6
Terminal Value	49,9
Anteil vom Tpv-Wert	65%
Verbindlichkeiten	18,4
Liquide Mittel	0,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>58,9</b>

Aktienzahl (Mio.)	7,98
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,38</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>38%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>5,35</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,20
WACC	7,6%
ewiges Wachstum	2,0%

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	6,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	4,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	13,5%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	13,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	12,0%

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,10%	6,02	6,41	6,63	6,86	7,40
7,85%	6,32	6,75	6,99	7,25	7,86
<b>7,60%</b>	<b>6,65</b>	<b>7,12</b>	<b>7,38</b>	<b>7,68</b>	<b>8,35</b>
7,35%	7,00	7,52	7,82	8,14	8,90
7,10%	7,38	7,96	8,29	8,66	9,52

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	EBIT-Marge ab 2032e				
	11,50%	11,75%	12,00%	12,25%	12,50%
8,10%	6,37	6,50	6,63	6,76	6,89
7,85%	6,71	6,85	6,99	7,13	7,26
<b>7,60%</b>	<b>7,09</b>	<b>7,24</b>	<b>7,38</b>	<b>7,53</b>	<b>7,68</b>
7,35%	7,51	7,66	7,82	7,97	8,13
7,10%	7,96	8,13	8,29	8,46	8,62

Quelle: Montega

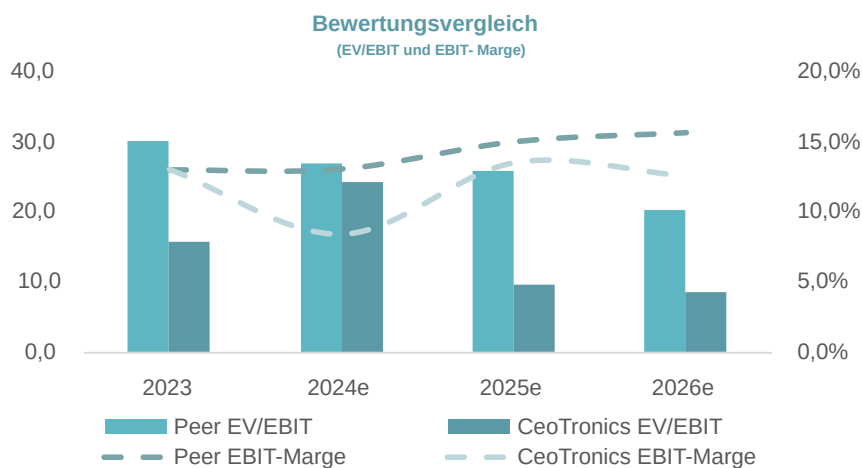
## Peergroup-Vergleich

Anmerkung: Das Geschäftsjahr von CeoTronics endet jeweils zum 31.05., sodass wir nachfolgend das GJ 2023/24 mit dem FY 2024 der Konkurrenten vergleichen.

Die Peergroup haben wir in mehrere Teile aufgeteilt, um einerseits den Vergleich zu dem Closest Peer INVISIO sowie weiteren im Ansatz vergleichbaren Unternehmen aus dem Bereich der Kommunikationsausrüstung zu ermöglichen. Für Silynxcom Ltd., die ebenfalls zu den engen Peers von CeoTronics gehört, liegen keine Analystenschätzungen vor, weshalb wir dieses Unternehmen nicht in die Peergroup mit einbeziehen können.

Die Peergroup-Analyse offenbart, dass die CeoTronics-Aktie aktuell im Vergleich zur PeerGroup insgesamt mit einem starken Abschlag notiert. Dies spiegelt sich sowohl in den Umsatz- als auch Ergebnismultiples wider, die für die kommenden Jahre oftmals mehr als doppelt so hoch sind. Auch im **direkten Vergleich mit dem Closest Peer INVISIO (Angaben in SEK) zeigt sich eine deutliche Unterbewertung** beim Umsatzmultiple. Zwar ist der geringere Wert hier zumindest teilweise mit den geringeren Margen der CeoTronics zu erklären, doch auch auf Ergebnisebene bleibt die Unterbewertung vorhanden. Als einen Grund sehen wir neben der deutlich größeren Marktkapitalisierung von >1 Mrd. EUR auch die bessere Handelbarkeit der Aktie aufgrund der Notierung im NASDAQ Stockholm (Mid Cap-Segment) im Vergleich zur im Freiverkehr gelisteten CeoTronics-Aktie.

Im Durchschnitt der Jahre 2024e bis 2026e (entspricht den Geschäftsjahren 2023/24 - 2025/26 bei CeoTronics) beträgt der Bewertungsabschlag gegenüber der gesamten Peergroup >50% bezogen auf das EV/Umsatz. Auch das EV/EBITDA (+79%), das EV/EBIT (>100%) und das KGV (>100%) signalisieren Potenzial gegenüber der Peergroup-Bewertung, sodass CeoTronics insgesamt im Rahmen der Peergroup-Analyse unterbewertet scheint.



## Peergroup CeoTronics AG

Unternehmen	Kurs	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
	(LW)	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Invisio AB (publ)	268,50	9,2	6,8	6,3	5,7	59,7%	34,8%	8,4%	9,8%
Motorola Solutions, Inc.	461,76	8,4	7,7	7,3	6,9	9,5%	8,2%	5,9%	6,1%
Frequentis AG	25,40	0,8	0,7	0,7	0,6	10,8%	5,5%	7,5%	7,5%
Mobotix AG	0,58	0,7	0,8	0,7	0,7	12,7%	- 20,8%	15,2%	5,6%
<b>Median</b>		<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>11,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>6,8%</b>
<b>CeoTronics AG</b>	<b>5,40</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4%</b>	<b>- 1,7%</b>	<b>61,1%</b>	<b>19,1%</b>
Potenzial/Differenz		126%	87%	176%	200%	- 8,3 PP	- 8,5 PP	53,2 PP	12,3 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>15,00</b>	<b>12,00</b>	<b>18,78</b>	<b>20,64</b>				

Unternehmen	EV	EV / EBITDA				EBITDA - Marge			
	(Mio. LW)	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Invisio AB (publ)	11.388	37,0	29,1	23,4	20,5	24,9%	23,5%	26,9%	27,9%
Motorola Solutions, Inc.	83.496	28,2	24,6	22,9	20,9	29,7%	31,4%	31,9%	32,9%
Frequentis AG	324	7,3	6,8	6,2	5,7	10,3%	10,5%	10,7%	10,9%
Mobotix AG	42	126,3	21,1	7,5	6,1	0,5%	4,0%	9,7%	11,3%
<b>Median</b>		<b>32,6</b>	<b>22,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,3</b>	<b>17,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>18,8%</b>	<b>19,6%</b>
<b>CeoTronics AG</b>	<b>61</b>	<b>11,5</b>	<b>15,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>17,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>16,8%</b>	<b>15,3%</b>
Potenzial/Differenz		184%	47%	100%	91%	0 PP	- 3,8 PP	- 2,1 PP	- 4,3 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>19,41</b>	<b>8,96</b>	<b>13,03</b>	<b>12,32</b>				

Unternehmen	EV	EV/EBIT				EBIT - Marge			
	(Mio. LW)	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Invisio AB (publ)	11.388	46,9	34,5	26,9	23,3	19,6%	19,8%	23,4%	24,6%
Motorola Solutions, Inc.	83.496	30,0	26,9	24,9	23,0	27,9%	28,8%	29,4%	30,0%
Frequentis AG	324	12,2	11,6	10,4	9,5	6,2%	6,2%	6,4%	6,5%
Mobotix AG	42	neg.	neg.	35,1	17,6	- 6,1%	- 4,6%	2,1%	3,9%
<b>Median</b>		<b>30,0</b>	<b>26,9</b>	<b>25,9</b>	<b>20,3</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,0%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,5%</b>
<b>CeoTronics AG</b>	<b>61</b>	<b>15,6</b>	<b>24,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,5%</b>
Potenzial/Differenz		92%	10%	173%	137%	0 PP	- 4,5 PP	- 1,5 PP	- 3 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>12,44</b>	<b>6,20</b>	<b>18,55</b>	<b>15,82</b>				

Unternehmen	EV	KGV				Free Cashflow - Yield			
	(Mio. LW)	2023	2024e	2025e	2026e	2023	2024e	2025e	2026e
Invisio AB (publ)	11.388	68,7	51,6	39,3	34,3	1,5%	1,1%	2,5%	2,7%
Motorola Solutions, Inc.	83.496	38,6	34,7	31,8	28,7	2,1%	2,0%	2,8%	3,2%
Frequentis AG	324	18,3	16,9	15,1	13,9	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mobotix AG	42	neg.	neg.	n.a.	8,3	- 5,1%	10,9%	8,8%	5,9%
<b>Median</b>		<b>38,6</b>	<b>34,7</b>	<b>31,8</b>	<b>21,3</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>
<b>CeoTronics AG</b>	<b>61</b>	<b>14,2</b>	<b>31,8</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>5,4%</b>	<b>- 22,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>5,6%</b>
Potenzial/Differenz		172%	9%	195%	132%	4,7 PP	- 23,9 PP	5,3 PP	2,6 PP
<b>Fairer Wert je Aktie</b>		<b>14,68</b>	<b>5,90</b>	<b>15,92</b>	<b>12,55</b>				

Quelle: CapitalIQ, Montega

## Unternehmenshintergrund

Die CeoTronics AG ist ein international führender Systemanbieter von Kommunikationsausrüstungen für Mission-Critical-Anwendungen insbesondere in den Bereichen Verteidigung und Sicherheit sowie Industrie und Flughäfen. Seit der Gründung im Jahre 1985 entwickelt das Unternehmen mit Sitz in Rödermark dabei spezialisierte Lösungen, die von Funksystemen über Push-to-Talk-Bedieneinheiten (PTTs) bis hin zu Spezial-Headsets reichen. Ergänzt wird das Angebot durch Produkte zur Video-Observationstechnik sowie durch Dienstleistungen (Software, After Sales-Service). Als etablierter Zulieferer international agierender behördlicher Sicherheitsorganisationen, darunter auch der Bundeswehr und anerkannter NATO-Zulieferer konnte sich das Unternehmen in den letzten 40 Jahren eine starke Position im Markt sichern.

### Key Facts

<b>Sektor</b>	Kommunikationstechnologie
<b>Ticker</b>	CEK
<b>Mitarbeiter</b>	126 (FTE)
<b>Umsatz</b>	29,6 Mio. Euro
<b>EBIT</b>	2,5 Mio. Euro
<b>EBIT-Marge</b>	8,5%

### Geschäftsmodell

Produktion und Vertrieb von Spezial-Kommunikations-Ausrüstung

### Kernkompetenz

Entwicklung von Kommunikationslösungen im Premium-Segment durch zielkundenorientiertes Produktdesign.

### Geschäftsbereiche

Audio (87%), Video (10%) Service (3%)

Quelle: CeoTronics, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2023/24

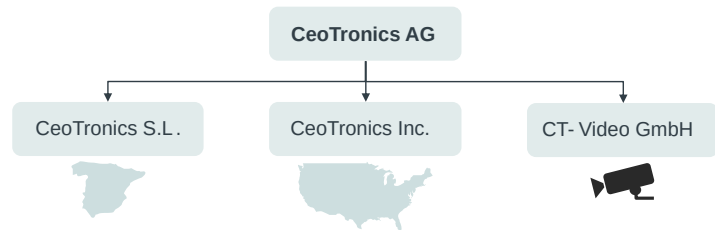
## Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1985 Gründung der CeoTronics GmbH durch Hans-Dieter Günther und Berthold Hemer
- 1992 Gründung der CeoTronics S.L. in Spanien und der CeoTronics Inc. in den USA
- 1997 Umwandlung der Rechtsform zur CeoTronics AG
- 1998 Börsengang der CeoTronics AG im Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
- 1999 Gründung der Tochtergesellschaft CT-Video GmbH
- 2003 Listing im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse  
Generationswechsel: Thomas H. Günter übernimmt Rolle des CEOs
- 2007 Erhalt des bis dato größten Auftrags über 8,5 Mio. EUR für CT-DECT JetCom von der Bundeswehr
- 2011 Wechsel des Marktsegments in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse
- 2014 Mitgründer Berthold Hemer wechselt aus dem Vorstand in die F+E-Abteilung und den Aufsichtsrat
- 2022 Dr.-Ing. Björn Schölling wird als CTO in den Vorstand berufen
- 2024 Erhalt des größten Auftrags der Unternehmensgeschichte über mindestens 43,0 Mio. EUR (+Zubehör) zur Ausstattung der Bundeswehr

### Konsolidierungskreis

Die CeoTronics AG agiert als Mutterunternehmen und ist für die internationale Produktion und den Vertrieb der Kommunikationslösungen sowie Service-Dienstleistungen verantwortlich. Das Unternehmen verfügt über zwei 100%-Tochter-Landesgesellschaften, die CeoTronics S.L. und die CeoTronics Inc., die für lokale Geschäftsaktivitäten in Spanien und in den USA verantwortlich sind. Daneben erfolgt die Vertriebs- und Produktionsaktivität der CeoTronics Videotechnik über die Tochtergesellschaft CT-Video GmbH mit Sitz in Eisleben. In den letzten Jahren gab es keine Zugänge zum Konsolidierungskreis. Ferner verfolgt das Unternehmen bisher keine externe Wachstumsstrategie über Zukäufe.

#### Organisationsstruktur der CeoTronics AG



Quelle: CeoTronics

### Segmentbetrachtung

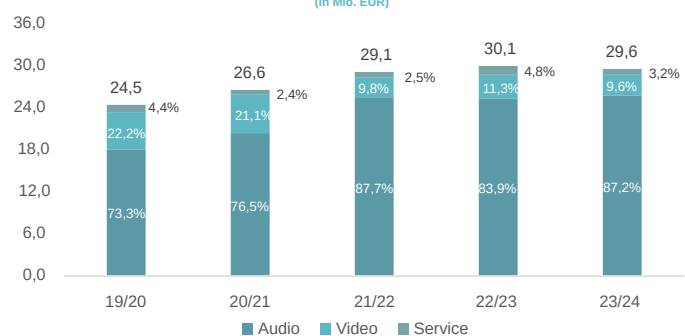
Die Geschäftsaktivitäten der CeoTronics AG lassen sich in die drei Segmente Audio, Video und Dienstleistungen gliedern.

Unter das Segment Audio fallen die umsatztreibenden Kommunikationstechnologien des Konzerns. Dazu zählt das Unternehmen die zugehörigen Produkte aus den Kategorien Funknetze, -systeme und Headsets, Audio-Vibrationstechnologie, Helmkommunikation, In-Ear-Headsets, Covert Communication sowie kabelgebundene Audio-Kommunikation und Zubehör. Im Fokus der Großaufträge der Gruppe stehen insbesondere die zentralen Push-to-Talk-Steuereinheiten (CT-MultiPTTs), die In-Ear-CT-ClipCom-Headsets mit Gehörschutzfunktion und das mobile CT-DECT-Funksystem.

Das Segment Video umfasst währenddessen die Geschäfte des Tochterunternehmens CT-Video GmbH im Bereich der Observations- & Überwachungstechnologie. Im Bereich Service bietet die CeoTronics AG zu den physischen Produkten Service-Dienstleistungen, wie u.a. Softwaremanagement, Schulungen und Wartungen an, die dem Unternehmen wiederkehrende Erträge sichern.

Auf das umsatzstärkste Segment Audio entfielen im GJ 23/24 mit 25,8 Mio. EUR 87,2% der Erlöse, danach folgte das Segment Video mit 2,8 Mio. EUR (9,6%) und zuletzt Service mit 1,0 Mio. EUR (3,2%).

Umsatzverteilung nach Segmenten  
(in Mio. EUR)



Quelle: CeoTronics

Regional betrachtet bildet Deutschland mit 79,1% am Gesamtumsatz (23,4 Mio. EUR) im GJ 23/24 die wichtigste Absatzregion der CeoTronics AG. Auf das restliche Europa entfallen weitere 18,7% (5,5 Mio. EUR) der Erlöse und 2,2% (0,6 Mio. EUR) auf Absatzregionen in der übrigen Welt. Insgesamt vertreibt der Konzern seine Produkte in 40 verschiedenen Ländern und hat für 17 dieser Länder eigene Sales-Mitarbeiter.

Regionale Umsatzverteilung 23/24  
(in Mio. EUR)



Quelle: CeoTronics

## Management

Die CeoTronics AG wird aktuell von einem zweiköpfigen Managementteam mit langjähriger gemeinsamer Erfahrung geführt, das aus Thomas H. Günther und Björn Schölling besteht.



**Thomas Günther** ist seit 1995 in verschiedenen Positionen bei der CeoTronics AG tätig. Als Sohn des Mitbegründers Hans-Dieter Günther avisierte er früh die zukünftige Übernahme der Geschäftsleitung des Konzerns. Im Jahr 2000 machte er mit seiner Berufung in den Vorstand als CMO, zuständig für den Bereich Marketing & Vertrieb, den ersten Schritt zum Generationenwechsel. Im Jahr 2003 folgte schließlich die Ernennung zum CEO und die Übergabe von Vater Hans-Dieter Günther. Von 2018–2022 leitete er das Unternehmen als Alleinvorstand und prägt bis heute als Vorstandsvorsitzender wesentlich die Entwicklung des Unternehmens.



**Dr.-Ing. Björn Schölling** ist ebenfalls ein langjähriges Mitglied der CeoTronics AG und seit 2008 in den Schwerpunkten F&E, Innovation, Software und Technologie aktiv. Der promovierte Elektroingenieur spielte eine ausschlaggebende Rolle bei der Entwicklung und Einführung der CT-ComLink®, CT-MultiPTTs sowie der DECT-Kommunikationssystem-Technologie. Seit Juni 2022 ist Dr.-Ing. Björn Schölling als CTO ebenfalls Teil des Vorstands und komplettiert das eingespielte Vorstandsteam.

## Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der CeoTronics AG beträgt nach den letzten beiden Kapitalerhöhungen 7.980.000 EUR und unterteilt sich in ebenso viele auf den Inhaber lautende Stammaktien, woraus sich ein rechnerischer anteiliger Betrag am Grundkapital von 1,00 EUR je Aktie ergibt.

Die Aktien werden seit dem IPO im Jahr 1998 an der Börse gehandelt und befinden sich seit 2011 im Basic Board an der Frankfurter Börse (Freiverkehr). Die beiden Gründerfamilien Günther und Hemer sind weiterhin an der Gesellschaft beteiligt, die Familie Günther ist der größte Anteilseigner. Beide Familien halten zusammen einen Anteil von 27,9%. Die restlichen Aktien können aufgrund der Notierung im Freiverkehr nicht eindeutig zugeordnet werden, ein Großteil davon dürfte sich u.E. jedoch im Streubesitz befinden.

## DCF Modell

Angaben in Mio. EUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>47,7</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>	<b>57,3</b>	<b>59,0</b>	<b>60,5</b>	<b>62,0</b>	<b>63,3</b>
Veränderung	61,1%	12,7%	1,5%	5,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>
EBIT-Marge	13,4%	13,3%	13,3%	14,1%	13,5%	13,0%	12,5%	12,0%
<b>NOPAT</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
in % vom Umsatz	3,5%	3,0%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	4,0%	4,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	<b>0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>
- Investitionen	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>
Investitionsquote	4,1%	3,9%	4,1%	4,1%	3,9%	3,8%	3,9%	4,0%
<b>Übriges</b>								
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>
WACC	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Present Value	5,0	3,3	3,5	3,5	4,1	3,8	3,4	49,9
<b>Kumuliert</b>	<b>5,0</b>	<b>8,3</b>	<b>11,8</b>	<b>15,4</b>	<b>19,4</b>	<b>23,3</b>	<b>26,7</b>	<b>76,6</b>

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	76,6
Terminal Value	49,9
Anteil vom Tpv-Wert	65%
Verbindlichkeiten	18,4
Liquide Mittel	0,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>58,9</b>

Aktienzahl (Mio.)	7,98
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,38</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>38%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>5,35</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,20
WACC	7,6%
ewiges Wachstum	2,0%

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	6,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	4,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	13,5%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	13,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	12,0%

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,10%	6,02	6,41	6,63	6,86	7,40
7,85%	6,32	6,75	6,99	7,25	7,86
<b>7,60%</b>	<b>6,65</b>	<b>7,12</b>	<b>7,38</b>	<b>7,68</b>	<b>8,35</b>
7,35%	7,00	7,52	7,82	8,14	8,90
7,10%	7,38	7,96	8,29	8,66	9,52

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	EBIT-Marge ab 2032e				
	11,50%	11,75%	12,00%	12,25%	12,50%
8,10%	6,37	6,50	6,63	6,76	6,89
7,85%	6,71	6,85	6,99	7,13	7,26
<b>7,60%</b>	<b>7,09</b>	<b>7,24</b>	<b>7,38</b>	<b>7,53</b>	<b>7,68</b>
7,35%	7,51	7,66	7,82	7,97	8,13
7,10%	7,96	8,13	8,29	8,46	8,62

Quelle: Montega



G&V (in Mio. EUR) CeoTronics AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>29,1</b>	<b>30,1</b>	<b>29,6</b>	<b>47,7</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>
Herstellungskosten	14,8	15,6	15,8	27,7	30,9	30,8
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>14,3</b>	<b>14,5</b>	<b>13,9</b>	<b>20,0</b>	<b>22,9</b>	<b>23,7</b>
Forschung und Entwicklung	3,6	3,8	3,6	4,6	5,1	5,3
Vertriebskosten	5,2	5,4	5,5	6,4	7,2	7,5
Verwaltungskosten	2,1	2,2	2,4	2,8	3,2	3,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,8	0,5	0,5	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
<b>EBITA</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
Finanzergebnis	-0,2	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>
EE-Steuern	0,9	1,1	0,7	1,7	1,9	2,0
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) CeoTronics AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Herstellungskosten	50,9%	51,8%	53,2%	58,0%	57,5%	56,5%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>49,1%</b>	<b>48,2%</b>	<b>46,8%</b>	<b>42,0%</b>	<b>42,5%</b>	<b>43,5%</b>
Forschung und Entwicklung	12,4%	12,7%	12,3%	9,6%	9,5%	9,8%
Vertriebskosten	17,9%	17,9%	18,5%	13,4%	13,4%	13,8%
Verwaltungskosten	7,4%	7,3%	8,0%	5,8%	5,9%	6,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,8%	0,2%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,7%	2,7%	1,6%	1,0%	0,5%	0,5%
<b>EBITDA</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,3%</b>	<b>16,3%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5%	2,7%	2,0%	1,6%	1,4%	1,4%
<b>EBITA</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,8%</b>	<b>11,1%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7%	1,9%	2,6%	1,9%	1,6%	1,6%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,3%</b>
Finanzergebnis	-0,6%	-0,9%	-2,0%	-1,5%	-0,9%	-0,7%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,6%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,6%</b>
EE-Steuern	3,2%	3,6%	2,3%	3,5%	3,6%	3,7%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Bilanz (in Mio. EUR) CeoTronics AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,6	5,3	5,2	5,4	5,8	6,2
Sachanlagen	7,2	7,4	7,6	7,7	7,9	8,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>12,8</b>	<b>12,7</b>	<b>12,8</b>	<b>13,1</b>	<b>13,6</b>	<b>14,3</b>
Vorräte	12,3	13,1	21,7	20,7	20,9	21,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,4	1,5	8,1	9,2	10,3	10,5
Liquide Mittel	0,2	1,4	0,7	5,5	2,3	0,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>16,0</b>	<b>16,6</b>	<b>31,0</b>	<b>35,9</b>	<b>34,0</b>	<b>32,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>28,8</b>	<b>29,4</b>	<b>43,8</b>	<b>49,0</b>	<b>47,6</b>	<b>46,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,7</b>	<b>17,2</b>	<b>19,9</b>	<b>26,8</b>	<b>29,9</b>	<b>32,6</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	2,9	2,3	1,7	1,7	1,8	1,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,1	6,3	18,4	15,5	10,5	6,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,4	1,4	1,6	2,6	3,0	3,0
Sonstige Verbindlichkeiten	1,7	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>23,9</b>	<b>22,1</b>	<b>17,7</b>	<b>13,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>28,8</b>	<b>29,4</b>	<b>43,8</b>	<b>49,0</b>	<b>47,6</b>	<b>46,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Bilanz (in % der Bilanzsumme) CeoTronics AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	19,3%	18,0%	11,9%	11,1%	12,1%	13,3%
Sachanlagen	25,0%	25,3%	17,4%	15,7%	16,5%	17,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>44,4%</b>	<b>43,3%</b>	<b>29,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>28,6%</b>	<b>30,8%</b>
Vorräte	42,6%	44,5%	49,6%	42,2%	43,9%	45,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,3%	5,0%	18,6%	18,8%	21,6%	22,7%
Liquide Mittel	0,7%	4,9%	1,6%	11,2%	4,9%	1,1%
Sonstige Vermögensgegenstände	3,9%	2,2%	1,0%	0,9%	0,9%	0,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>55,5%</b>	<b>56,6%</b>	<b>70,8%</b>	<b>73,2%</b>	<b>71,4%</b>	<b>69,2%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>54,6%</b>	<b>58,6%</b>	<b>45,4%</b>	<b>54,7%</b>	<b>62,9%</b>	<b>70,4%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	9,9%	7,7%	3,8%	3,5%	3,7%	3,8%
Zinstragende Verbindlichkeiten	24,7%	21,4%	41,9%	31,6%	22,1%	14,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,7%	4,7%	3,7%	5,3%	6,3%	6,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	5,9%	7,4%	5,2%	4,8%	5,0%	5,2%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>45,3%</b>	<b>41,2%</b>	<b>54,6%</b>	<b>45,2%</b>	<b>37,1%</b>	<b>29,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) CeoTronics AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,5	2,5	1,3	4,0	4,7	4,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,7	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,9	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,2
<b>Cash Flow</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>
Veränderung Working Capital	-3,6	0,2	-14,7	0,9	-0,9	-0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,0</b>	<b>4,7</b>	<b>-12,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>
CAPEX	-1,3	-1,3	-1,5	-2,0	-2,1	-2,3
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,3</b>
Dividendenzahlung	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,6	-2,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,3	-0,8	12,1	-2,9	-5,0	-4,0
Sonstiges	0,0	-0,3	-4,4	4,7	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>6,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,8</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

<b>Kennzahlen CeoTronics AG</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Ertragsmargen</b>						
Bruttomarge (%)	49,1%	48,2%	46,8%	42,0%	42,5%	43,5%
EBITDA-Marge (%)	16,6%	17,5%	13,1%	16,8%	16,3%	16,3%
EBIT-Marge (%)	12,4%	12,9%	8,5%	13,4%	13,3%	13,3%
EBT-Marge (%)	11,8%	12,0%	6,5%	11,9%	12,3%	12,6%
Netto-Umsatzrendite (%)	8,6%	8,4%	4,2%	8,4%	8,7%	8,9%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	17,0%	17,3%	8,4%	17,2%	19,0%	19,0%
ROE (%)	17,6%	16,1%	7,3%	20,2%	17,5%	16,3%
ROA (%)	8,7%	8,6%	2,9%	8,2%	9,9%	10,5%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	6,9	4,9	17,7	10,0	8,2	6,0
Net Debt / EBITDA	1,4	0,9	4,5	1,2	0,9	0,7
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,3	0,9	0,4	0,3	0,2
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-0,3	3,3	-13,6	4,8	3,4	4,2
Capex / Umsatz (%)	4%	4%	5%	4%	4%	4%
Working Capital / Umsatz (%)	38%	43%	69%	58%	51%	52%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	1,5	1,3	1,9	1,1	0,9	0,9
EV/EBITDA	8,8	7,6	14,5	6,6	5,8	5,5
EV/EBIT	11,7	10,4	22,5	8,3	7,1	6,7
EV/FCF	-166,3	12,1	-4,2	11,0	14,9	11,7
KGV	14,1	14,1	31,5	10,7	9,1	8,8
KBV	2,7	2,5	2,1	1,6	1,4	1,3
Dividendenrendite	2,8%	2,8%	2,8%	3,7%	4,7%	4,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

## Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 04.11.2024):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108  
53117 Bonn

### Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt. Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilender Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### Bedeutung des Anlageurteils:

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

## Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (3) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Montega und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Montega und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Montega oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Montega hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 04.11.2024)
CeoTronics AG	1,8,9

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs (EUR)</b>	<b>Kursziel (EUR)</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Erststudie)	04.11.2024	5,35	7,50	+40%