



Researchstudie (Anno)

Vectron Systems AG

VECTRON

- GJ 2022 erwartungsgemäß von starkem Umsatz- und Ergebnisrückgang geprägt -
- Ausbau Digitalgeschäft und anorganisches Wachstum sollten ab 2023 zu einer deutlichen Verbesserung der operativen Kennzahlen führen -

Kursziel: 9,40 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 20

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 25.05.2023 (09:26 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 25.05.2023 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Vectron Systems AG *5a,6a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,40 EUR
(bisher: 9,40 EUR)

aktueller Kurs: 3,99
24.05.2023 / XETRA / 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
WKN: A0KEXC
Börsenkürzel: V3S
Aktienanzahl³: 8,04
Marketcap³: 32,07
EnterpriseValue³: 25,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 58,5 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Börse Frankfurt (Scale)
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: Ø 175 (2022)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmler; Dr. Ralf-Peter Simon; Christoph Thye

Mit bisher mehr als 250.000 verkauften Kassensystemen zählt die Vectron Systems AG zu den größten europäischen Anbietern von Kassensystemen. Darauf aufbauend gewinnt der Bereich von in die Kassen integrierten Apps sowie digitalen und cloudbasierten Services in den Branchen Gastronomie und Bäckerei zunehmend an Bedeutung. Das Spektrum der Lösungen reicht von Loyalty- und Paymentfunktionen über Omni-Channel-Ordering bis hin zu Online-Reservierung und Online Reporting. Im Handelsgesegmente ist die 100-prozentige Tochtergesellschaft acardo (acardo group AG/acardo activation GmbH) einer der führenden Anbieter für Consumer-Activation-Tools, wie Coupons, Cashback-Lösungen und Konsumenten-Apps in Deutschland. Diese werden heute in mehr als 30.000 Filialen, bestehend aus Lebensmittelhändlern, Drogerien, Kinos und Apotheken eingesetzt. Dabei bietet acardo den Kunden einen FullService, von der Konzeption, über die technische Umsetzung bis hin zum Coupon-Clearing. Zu den Kunden zählen die größten Unternehmen der jeweiligen Branche, bspw. EDEKA, Müller, Nestlé, Unilever, Kellogg's, Krombacher, Coca-Cola, PEPSI, Beiersdorf, Hexal, CinemaxX, Cineplex, Universal und Warner Bros.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	25,22	36,75	43,18	51,29
EBITDA	-3,86	1,82	5,27	8,55
EBIT	-5,36	0,32	3,74	7,02
Jahresüberschuss	-5,27	0,03	1,99	3,90

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,65	0,00	0,25	0,49
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,03	0,71	0,60	0,51
EV/EBITDA	neg.	14,30	4,93	3,04
EV/EBIT	neg.	82,02	6,94	3,70
KGV	neg.	1242,15	16,12	8,22
KBV	1,57			

Finanztermine

13.06.2023: Hauptversammlung
31.08.2023: Halbjahresbericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.03.2022: RS / 9,40 / KAUFEN
05.01.2023: RS / 9,20 / KAUFEN
13.09.2022: RS / 9,35 / KAUFEN
22.06.2022: RS / 11,00 / KAUFEN
04.03.2022: RS / 15,70 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Erwartungsgemäß hat die Vectron Systems AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 mit Umsatzerlösen in Höhe von 25,22 Mio. € (VJ: 38,23 Mio. €) einen deutlichen Umsatzrückgang ausgewiesen. Dies liegt einerseits am Auslaufen des Sondereffektes (TSE-konforme Kassenumstellung) begründet. Auf der anderen Seite hatten pandemiebedingte Einschränkungen sowie der Ukraine-Krieg die Investitionsbereitschaft der wichtigsten Vectron-Kunden weiterhin belastet. Dies hatte zu einem Rückgang der Umsätze mit Kassensystemen in Höhe von -50,4 % 14,78 Mio. € (VJ: 29,78 Mio. €) geführt. Dem steht aber ein Anstieg des Digitalgeschäftes gegenüber, welches derzeit ganz klar im Fokus der Vectron liegt. Auf Basis eines Ausbaus auf rund 17.000 Digital-Verträge (VJ: 7.000 Verträge) legten die wiederkehrenden Umsätze um 36,5 % auf 8,64 Mio. € (VJ: 6,33 Mio. €) sichtbar zu und machen mittlerweile 34,3 % an den Gesamtumsätzen aus.
- Angesichts der stark rückläufigen Umsatzentwicklung lag auch das EBITDA mit -3,86 Mio. € (VJ: 4,71 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Die Ergebnisentwicklung war darüber hinaus von Kosten im Zusammenhang mit der Initiierung des Kostensparprogramms „Fit for Future“, welche zu jährlichen Einsparungen von 1,80 Mio. € bis 2,16 Mio. € führen soll, belastet. Im Rahmen des Programms sollen Ineffizienzen behoben werden und zudem wird die Produktion der Vectron-Kassen, aufgrund des erwarteten Bedeutungsverlustes, an fremde Hersteller ausgelagert.
- Es wird demnach sichtbar, dass der Unternehmensfokus noch stärker auf den Ausbau des Digitalgeschäftes liegt. Dies ist als Antwort auf den hohen Digitalisierungsbedarf in der Gastronomie zu verstehen. Zusammen mit den installierten Vectron-Kassen haben die digitalen Produkte der Vectron für die Kunden den Vorteil, alles aus einer Hand zu beziehen und damit mit einem Vertrag eine barrierefreie Lösung zu haben. Die aktuellen digitalen Vectron-Module sollen sukzessive erweitert werden. In diesem Jahr wurden bereits Ordering-Module und ein Self-payment-Modul eingeführt. Weitere Produkte wie das Inhouse-Ordering über Terminal, Kitchen Video oder Online-Tischreservierung sollen noch in 2023 eingeführt werden.
- Zudem dürfte die künftige Entwicklung wesentlich vom Erwerb des Couponing-Spezialisten acardo group AG, der umfangreiche Kontakte im Lebensmittelhandel, Drogerien, Apotheken und Kino mit sich bringt, geprägt sein. Mit der Einbindung der acardo-Produkte und Dienstleistungen wird das Produktspektrum der Vectron damit erheblich ausgeweitet und die Gesellschaft wird deutlich weniger vom volatilen Kassengeschäft abhängig sein. Nach HGB erwartet das acardo-Management für 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 12,5 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 2,8 Mio. €.
- Zusammen mit den acardo-Umsätzen hat das Vectron-Management eine konkrete Planung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 publiziert. Demgemäß soll bereits im laufenden Geschäftsjahr wieder ein positives EBITDA erreicht werden. Daran angelehnt erwarten wir für 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 36,75 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 1,82 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem sichtbaren Umsatzanstieg und einer überproportionalen Ergebnisverbesserung.
- Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,40 €) ermittelt. Dabei hat der Anstieg des risikolosen Zinssatzes einen kurszielreduzierenden Effekt. Als Folge des unverändert hohen Inflationsgeschehens haben wir das Umsatzwachstum im Terminal Value auf 2,5 % (bisher: 2,0 %) angehoben, was einen kurszielerhöhenden Effekt hat. In Summe haben sich beide Effekte ausgeglichen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

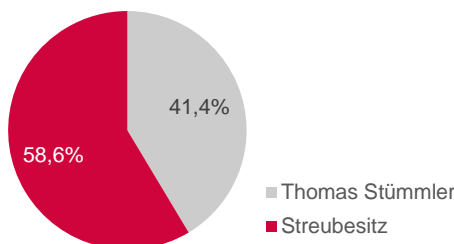
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsmodell	4
Kerngeschäft	4
Digitalstrategie.....	4
acardo-Erwerb.....	6
Markt und Marktumfeld	8
Digitalisierung in der Gastronomie- und Bäckereigewerbe	8
Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe	9
Wettbewerb/Peer-Group	9
Unternehmensentwicklung.....	10
Zahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung 2022	11
Umsatzentwicklung 2022	11
Ergebnisentwicklung 2022	12
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2022	14
Prognosen und Bewertung.....	15
Grundlage Schätzungen	15
Erwerb der acardo group AG	15
Ausbau Digitalgeschäft.....	16
Umsatz und Ergebnisprognosen.....	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
Thomas Stümmler	41,4%
Streubesitz	58,5%

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG



Geschäftsmodell

Kerngeschäft

Das bisherige Kerngeschäft der Vectron Systems AG (kurz: Vectron) umfasst den Verkauf von intelligenten und selbst entwickelten Kassensystemen, bestehend aus Hardware und Software. Mit dem regionalen Schwerpunkt auf Deutschland, Österreich, Schweiz und den BeNeLux-Ländern adressiert die Gesellschaft insbesondere die Zielbranchen Bäckerei und Gastronomie sowie Hotellerie und Metzgereien. Mit mittlerweile über 250.000 Installationen in mehr als 30 Ländern zählt Vectron zu den größten europäischen Herstellern von Kassensystemen.

Vertrieben werden die Vectron-Kassensysteme in erster Linie über ein Netz von ca. 300 Fachhandelspartnern. Damit entfällt der Unterhalt eines kostenintensiven Vertriebsnetzwerks. Die Handelspartner übernehmen dabei die Anpassung der Bedienoberfläche, die Einbindung von Fremdsystemen und damit insgesamt die Installation der Vectron-Kassen. Auch der After-Sales-Bereich, wie etwa der technische Service oder Notfallhilfen, werden von den Handelspartnern abgedeckt.

Die Vectron-Kassensysteme lassen sich dabei in die beiden Hauptgruppen Hardware und Software unterteilen, die in-house entwickelt und dadurch aufeinander gut abgestimmt sind. Wie in der nachfolgenden Digitalstrategie dargestellt, stellt die Software den Schwerpunkt bei den Kassensystemen dar. Während die Fertigung der Hardware bislang bei der Vectron AG angesiedelt war, wird diese, aus Kostengründen sowie aufgrund der Tatsache, dass der Kasserverkauf an Bedeutung verliert, ab Mitte 2023 vollständig ausgelagert. Zusätzlich dazu bietet die Gesellschaft digitale Cloudlösungen an. Die klassischen Registrierkassen werden unter den Markennamen Vectron und Duratec vertrieben.

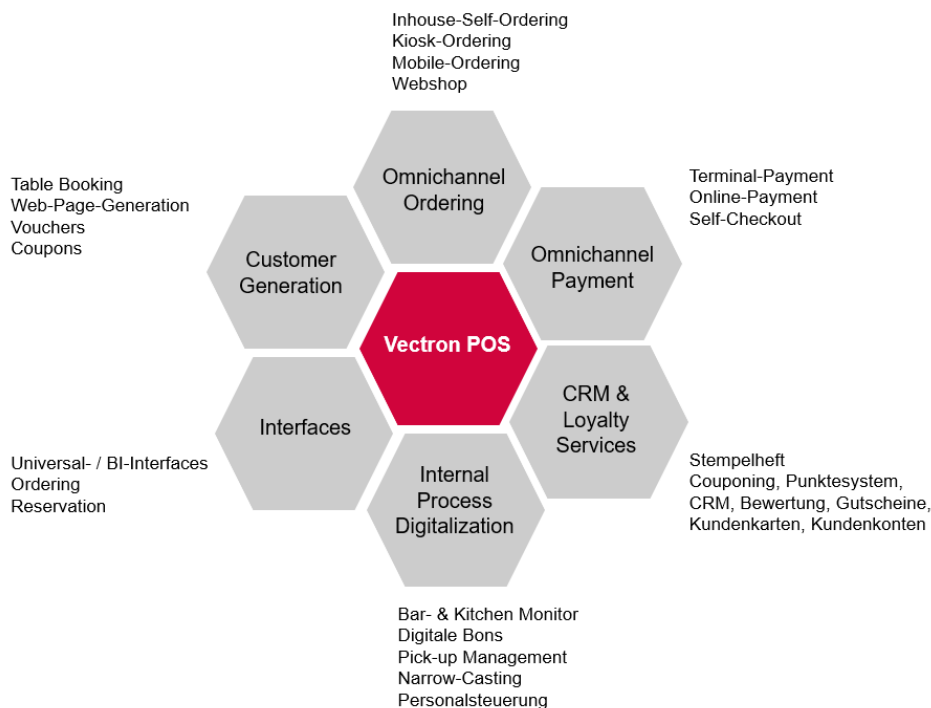
Digitalstrategie

Als Antwort auf den steigenden Digitalisierungsbedarf bei den Hauptkunden Gastronomie und Bäckereien hat die Gesellschaft das digitale Dienstleistungsangebot ausgeweitet. Nachdem mit der digitalen Kundenbindungsplattform bonVito bereits im Jahr 2011 erstmals eine Einbindung digitaler Services mit Kassensystemen erfolgt ist, wurde in den vergangenen Geschäftsjahren das digitale Produktspektrum ausgebaut. Dazu gehören die my Vectron-Cloudpakete, die 2019 in den Markt eingeführt wurden und einen modularen Aufbau aufweisen. Die Module zum Einführungszeitpunkt wie etwa Sicherheits-Backup der Daten, ein Echtzeit-Reporting oder der digitale Bon, wurden ebenfalls sukzessive erweitert.

So hat die Vectron beispielsweise seit dem Jahr 2021 das Angebot um eigene Payment-Lösungen erweitert. Hier ist die Erkenntnis berücksichtigt worden, wonach der Payment-Bereich ein großer Umsatzbringer ist, welcher insbesondere im Rahmen der Corona-

Pandemie und der daraus resultierenden hohen Nachfrage nach Kartenzahlungen, eine höhere Relevanz erhalten hat. In diesem Zusammenhang wurde im Herbst 2021, als Ergänzung zur stationären Kasse, ein tragbares All-in-One-Terminal auf den Markt gebracht, womit die Bestellabwicklung, Kartenzahlung und der Rechnungsdruck am Tisch ermöglicht wird.

Der Fokus der Unternehmensstrategie liegt auf dem weiteren Ausbau der digitalen Produktpalette. Dadurch soll grundsätzlich der Schwenk von den derzeit noch dominierenden Einmalumsätzen hin zu wiederkehrenden Erträgen erfolgen. Als eine Maßnahme hierfür soll das Vertriebsmodell der Kassensysteme um ein SaaS-Modell bei der Kassensoftware erweitert werden. Marktgerecht würden damit die Installationskosten reduziert bzw. auf die Laufzeit verteilt werden. Auf der anderen Seite sollen die aktuellen Cloud-Module erheblich erweitert werden. Wie dem nachfolgenden Produkt-Cluster zu entnehmen ist, soll die im Mittelpunkt stehende Vectron-Kasse um digitale Module ergänzt und deren Funktionalität erweitert werden.



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Im laufenden Geschäftsjahr ist die Einführung verschiedener digitaler Module geplant, womit auch auf Produktebene die Basis für steigende Digitalumsätze ausgeweitet wird. Bereits eingeführt wurde ein Inhouse-Ordering-Modul, mit dem die Kunden direkt am Tisch über einen QR-Code eine Bestellung aufgeben können, welches seit dem Ende des ersten Quartals 2023 verfügbar ist. Auch ein Ordering-Modul wurde eingeführt, womit die Betreiber die Möglichkeit haben, auf eigener Webseite eine Bestellfunktion zu integrieren, die automatisch in die Kasse übernommen wird. Weitere Produkte wie etwa Self-Ordering-Terminals, eine integrierte Paymentoption über QR-Code oder das Kitchen Video, mit dem das Küchenpersonal am Bildschirm über Bestellungen informiert wird, sollen noch im laufenden Geschäftsjahr eingeführt werden.

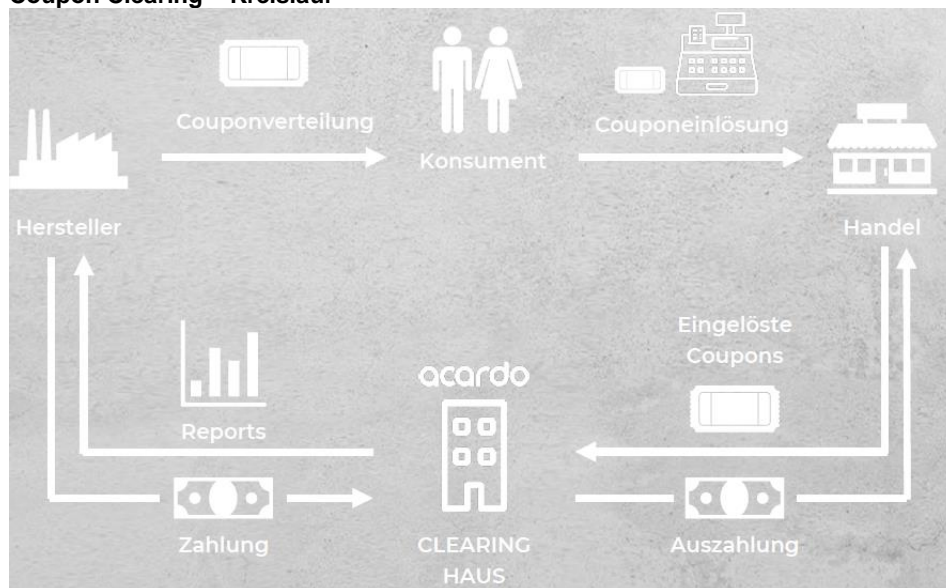
acardo-Erwerb

Kurz vor Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2022 hat die Vectron Systems AG (Vectron) den Erwerb (zum 01.01.2023) der acardo group AG (acardo) bekannt gegeben. Bei der acardo handelt es sich um einen Spezialisten für Couponing und anderen innovativen Verkaufsförderkonzepten, welcher den Branchenschwerpunkt auf den Lebensmittelhandel, Drogerien, Apotheken und Kino hat.

acardo hat in ihrer 20jährigen Unternehmenshistorie umfangreiche Kontakte im Lebensmitteleinzelhandel (Edeka, Kaufland, Drogeriemarkt Müller etc.) aufgebaut. Diesen Kunden bietet die Gesellschaft automatische Couponlösungen und -verrechnungen (Clearing), eine automatische warenkorbbasierte Ausspielung von Coupons auf den Kassenschein (Check-out-Couponing) sowie Coupons in Apps und auf Webseiten an. acardo verfügt beim Einzelhandel über mehr als 30.000 Akzeptanzstellen.

Auf Basis der umfangreichen Kontakte im Lebensmitteleinzelhandel werden den von acardo betreuten Konsumgüterherstellern (Coca-Cola, Nestlé, Unilever, Warner Bros., Beiersdorf, L'Oréal, Milupa, Krombacher, Fisherman's Friend etc.) Verkaufsförderkampagnen angeboten. Im Rahmen ihres Digitalpaketes findet über die digitalen Apps (couponplatz, scondoo, EDEKA und Müller App) eine direkte und spezifische Kundenansprache statt. acardo fungiert dabei als Bindeglied zwischen Händler und Konsumgüterindustrie. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft Full-Service-Lösungen bei Gewinnspielen, Geld-zurück-Garantien, Sampling, Prämien oder Loyalty-Programmen an.

Coupon Clearing – Kreislauf



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Mit der Einbindung der acardo -Produkte und Dienstleistungen wird das Produktspektrum der Vectron erheblich ausgeweitet und die Gesellschaft wird in ihrer neuen Form deutlich weniger vom volatilen Kassengeschäft abhängig sein. Gemäß Unternehmensangaben werden die Umsätze künftig damit aus den Bereichen Kassensysteme, digitale Dienstleistungen sowie aus den nun erworbenen Marketingdienstleistungen der acardo bestehen. Kassensysteme werden dabei eine zunehmend unwichtigere Rolle spielen, während die beiden letztgenannten Umsatzbereiche an Bedeutung gewinnen sollen. Gleichzeitig wird die Branchenabhängigkeit von der Gastronomie sichtbar verringert werden.

Die Vectron erkennt dabei ein großes Potenzial für Verkaufsförderung und Couponing in ihren Zielbranchen Gastronomie und Bäckereien und sieht die Kassensysteme als Schlüssel zur erfolgreichen Digitalisierung. Daraus lässt sich ableiten, dass insbesondere der Kundentausch beider Gesellschaften als ein wesentlicher Synergieeffekt der Akquisition zugrunde lag. Nach Unternehmens-Angaben soll das Geschäft der acardo weiter selbstständig geführt werden, was unter anderem auch durch die Einberufung des acardo-Vorstandes Christoph Thye in den Vectron-Vorstand belegt wird.

MARKT UND MARKTUMFELD

Gemäß der dargestellten Unternehmensausrichtung wird die Vectron den Fokus, der bislang auf der Entwicklung und dem Vertrieb von digitalen Kassensystemen lag, zunehmend auf den Vertrieb der digitalen Dienstleistungen ausrichten. Mit der Übernahme der acardo wird die Vectron-Gruppe künftig auch den Bereich Marketing-Dienstleistungen abdecken.

Digitalisierung in der Gastronomie- und Bäckereigewerbe

Die Digitalisierung im Gastronomiegewerbe hatte insbesondere im Zuge der Corona-Pandemie einen Wachstumsschub erfahren und ist mittlerweile zu einem wesentlichen Werkzeug avanciert, um die aktuellen Herausforderungen zu meistern. Eine für die Konsumenten besonders sichtbare Herausforderung ist der vorherrschende Fachkräftemangel, der bei einigen Betrieben zur Reduktion der Öffnungszeiten oder zur Verschlinkung von Speisekarten geführt hat.

Mit Blick auf die langjährige Entwicklung wird sichtbar, dass der sich nun verschärfende Fachkräftemangel bereits seit mehreren Jahren abgezeichnet hat. Gemäß Statistiken des Branchenverbands DEHOGA ist die Anzahl der neuen Auszubildenden zuletzt (2021) auf 17.364 gefallen. Vor der Corona-Pandemie hatten jedes Jahr etwas unter 25.000 eine Ausbildung im Gaststättengewerbe begonnen. In den Jahren 2003 bis 2008 lag die Anzahl mit über 40.000 neuen Azubis pro Jahr deutlich höher. Gemäß dem „DIHK-Report Fachkräfte 2022“ bleiben derzeit in 60 % der Stellen im Gastgewerbe, infolge von Personalengpässen, unbesetzt. Mit einer Entspannung der Lage ist vom aktuellen Standpunkt aus nicht zu rechnen. Einer Umfrage der Gewerkschaft Nahrungsmittel-Genuss-Gaststätten zur Folge plant rund ein Drittel der Beschäftigten mit einem Branchewechsel.

Angesichts dessen ist eine Neuausrichtung der Organisation sowie der Prozesse von wesentlicher Bedeutung für die Marktteilnehmer. Neben der Implementierung digitaler Bezahlmöglichkeiten kann beispielsweise das Angebot von digitalen Bestellprozessen (Ordering), der digitalen Reservierung oder der digitalen selbstständigen Bezahlung (Self-Checkout) zu einer Entschärfung der Lage beitragen. Jedoch zeigt es sich, dass die Gastronomie-Branche hier noch ein deutliches Aufholpotenzial aufweist. Gemäß Daten des „Digitalisierungsindex Mittelstand 2021/2022“ der Deutschen Telekom liegt die Digitalisierung im deutschen Gastgewerbe mit einem Indexstand von 57 Punkten unterhalb des durchschnittlichen Wertes des Mittelstands und reiht sich dabei sogar hinter dem Handwerk, der Industrie und der Logistik ein. Dabei verfügten lediglich 48 % der Unternehmen des Gastgewerbes über ein Online-Reservierungs- und Buchungssystem und lediglich 45 % arbeiten dabei mit einem digitalen Kassensystem. Eine digitale Speisekarte wird von nur 32 % der befragten Unternehmen angeboten.

Mit dem vorherrschenden Status Quo werden nicht nur wichtige Werkzeuge zur Entlastung der aktuellen Herausforderungen außen vor gelassen, es werden zudem die Kundenbedürfnisse nicht bedient. Beispielhaft hierfür steht das bargeldlose Bezahlen, welches immer mehr zum Standardverfahren bei den Kunden avanciert ist. Einer Bitkom-Befragung zur Folge haben von Juli bis September 2022 rund 90 % der Kunden mindestens einmal bargeldlos für den Einkauf bezahlt. Die Quote bei den Jüngeren (16 bis 29jährige) liegt mit 96 % nochmals höher. Etwa zwei Drittel der Befragten gaben zudem an, dass es sie stört, wenn eine bargeldlose Bezahlung nicht möglich ist und 62 % würden sich sogar eine gesetzliche Verpflichtung für das Angebot einer bargeldlosen Bezahlung wünschen.

Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe

Die noch unterentwickelte Digitalisierung in der Gastronomie dürfte zum Teil auf eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft zurückzuführen sein, da viele Unternehmen des Gastgewerbes im Zuge von Lockdowns und Reiseverboten von hohen Umsatzeinbußen betroffen waren. Auch in 2022 lagen die Umsätze des Gastgewerbes gemäß Daten des Statistischen Bundesamtes mit -12,5 % immer noch sichtbar unterhalb des Vorkrisen-Jahres 2019. Nach Angaben des Branchenverbandes DEHOGA lässt sich nach dem Wegfall der Corona-Auflagen zwar ein kontinuierliches Nachfragewachstum erkennen, die Herausforderungen sind aber angesichts steigender Energie- und Lebensmittelpreise aber nach wie vor groß.

Angesichts der sich aufhellenden Stimmung und der Notwendigkeit Digitalisierungsdienste einzuführen, ist von einer steigenden Investitionsbereitschaft auszugehen. Zumal viele Betriebe staatliche Förderungen in Anspruch nehmen und damit die Investitionskosten deutlich reduzieren können. Seitens des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz können etwa kleine bis mittlere Unternehmen mit dem Programm „Digital Jetzt“ bis Ende 2023 finanzielle Zuschüsse für Investitionen in digitale Technologien erhalten. Darüber hinaus vergibt die KfW günstige Förderkredite für Digitalisierungsvorhaben. Zudem existieren auf Ebene der Bundesländer unterschiedliche Förderungen.

Mit der auf digitalen Dienstleistungen ausgerichteten Produktpalette sollte die Vectron einerseits von einem zunehmenden Nachholbedarf im Gaststättengewerbe profitieren. Darüber hinaus sollte das Gaststättengewerbe ohnehin zur Bewältigung der aktuellen Herausforderungen und der Bedienung der Kundenwünsche verstärkt in die Digitalisierung investieren. Etwas verbesserte Branchenaussichten sowie unterschiedliche Förderprogramme sollten diese Vorhaben unterstützen. Die Vectron ist unserer Ansicht nach, mit dem derzeit vorhandenen umfangreichen Kundenbestand, gut positioniert, um an diesem Trend zu partizipieren.

Wettbewerb/Peer-Group

Der Markt für Kassensysteme ist sehr heterogen und vornehmlich von kleinen, regional tätigen Anbietern geprägt. Zudem bietet die Vectron AG einen umfangreichen Produkt- und Serviceumfang an, der in dieser Form bei keinem Wettbewerber anzutreffen ist. Daher würde eine Peer-Group-Analyse keinen adäquaten Vergleich ermöglichen, weswegen wir im Rahmen dieser Researchstudie darauf verzichten.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	38,23	25,22	36,75	43,18	51,29
Bestandsveränderungen	0,16	-0,97	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,12	0,01	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	38,50	24,25	36,75	43,18	51,29
Materialaufwand	-12,19	-5,61	-12,62	-14,74	-18,03
Rohertrag	26,31	18,64	24,13	28,44	33,26
Personalaufwand	-11,99	-12,43	-13,85	-14,52	-15,82
sonstige betriebl. Erträge	0,13	0,15	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebl. Aufwendungen	-9,41	-9,32	-8,46	-8,65	-8,89
Wertminderungsaufwendungen	-0,33	-0,73	0,00	0,00	0,00
sonstige Steuern	-0,01	-0,17	0,00	0,00	0,00
EBITDA	4,71	-3,86	1,82	5,27	8,55
Abschreibungen	-1,58	-1,50	-1,50	-1,53	-1,53
EBIT	3,13	-5,36	0,32	3,74	7,02
Zinserträge	0,28	0,25	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,30	-0,35	-0,28	-0,90	-1,44
Gewinn vor Steuern	3,12	-5,46	0,04	2,84	5,58
Steuern	-0,68	0,19	-0,01	-0,85	-1,67
Ergebnis nach Steuern	2,44	-5,27	0,03	1,99	3,90
EBITDA	4,71	-3,86	1,82	5,27	8,55
in % der Umsatzerlöse	12,3%	-15,3%	4,9%	12,2%	16,7%
EBIT	3,13	-5,36	0,32	3,74	7,02
in % der Umsatzerlöse	8,2%	-21,2%	0,9%	8,7%	13,7%
Ergebnis je Aktie in €	0,30	-0,65	0,00	0,25	0,49

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2022

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	25,00	38,23	25,22
EBITDA	-1,67	4,71	-3,86
EBIT	-3,01	3,13	-5,36
Nachsteuerergebnis	-2,31	2,44	-5,27

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

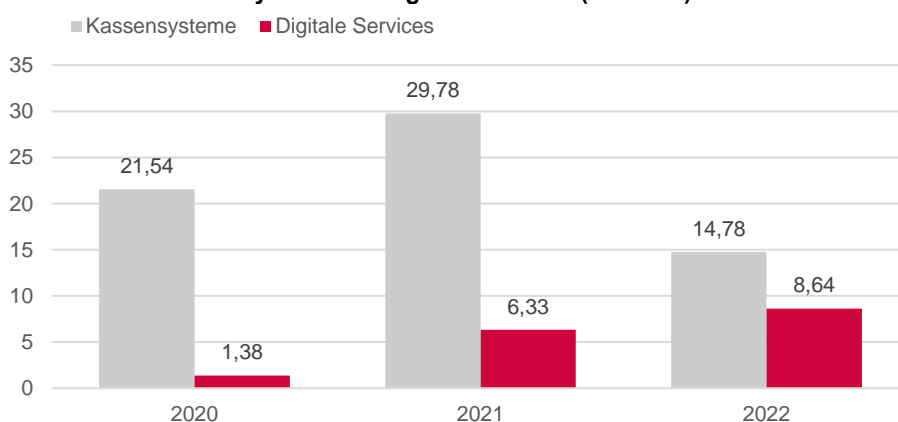
Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hat die Vectron erstmalig die IFRS-Rechnungslegung angewendet. Rückwirkend und zu Vergleichszwecken wurden dabei auch die Geschäftsjahreszahlen 2020 dem IFRS-Standard angepasst. Uneingeschränkt vergleichen lassen sich damit nur noch die Geschäftsjahre 2020, 2021 und 2022.

Umsatzentwicklung 2022

Nachdem die Vectron AG im Geschäftsjahr 2021 noch vom so genannten Fiskalisierungseffekt profitiert und damit einen neuen Umsatzrekordwert erreicht hatte, war das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 von einer deutlich rückläufigen Umsatzentwicklung in Höhe von -34,0 % auf 25,22 Mio. € (VJ: 38,23 Mio. €) geprägt. Unterschiedliche Faktoren haben zu dieser Entwicklung beigetragen. In erster Linie dürfte hierfür der deutliche Rückgang der TSE-konformen Kassenumstellung, für die der letzte Stichtag der 31.03.2021 war, verantwortlich sein. Zwar geht die Gesellschaft davon aus, dass immer noch ein zweistelliger Prozentsatz von Kassenbetreibern die gesetzeskonforme Umrüstung noch nicht vorgenommen hat, die Nachfrage nach Kassensystemen hatte in 2022 deutlich nachgegeben.

Neben dem Auslauf des Fiskalisierungseffektes war das abgelaufene Geschäftsjahr zudem unverändert von pandemiebedingten Einschränkungen belastet. Zusätzliche Verunsicherung und eine damit rückläufige Investitionsbereitschaft ergaben sich im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg, der darüber hinaus mit einem Anstieg der Betriebskosten der wichtigen Vectron-Kundenbranchen einhergegangen war. Dies hatte zu einem Rückgang der Umsätze mit Kassensystemen in Höhe von -50,4 % 14,78 Mio. € (VJ: 29,78 Mio. €) geführt.

Umsatzerlöse Kassensysteme vs. digitale Services (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Um die Geschäftsentwicklung unabhängiger von Schwankungen aufzustellen sowie die Einnahmen pro Kunde zu steigern, liegt der Fokus der Vectron auf dem Ausbau des Digitalgeschäftes. Damit sollten wiederkehrende Umsätze und die Planbarkeit der Geschäftsentwicklung deutlich gesteigert werden. Dass diese Strategie Früchte trägt, wird

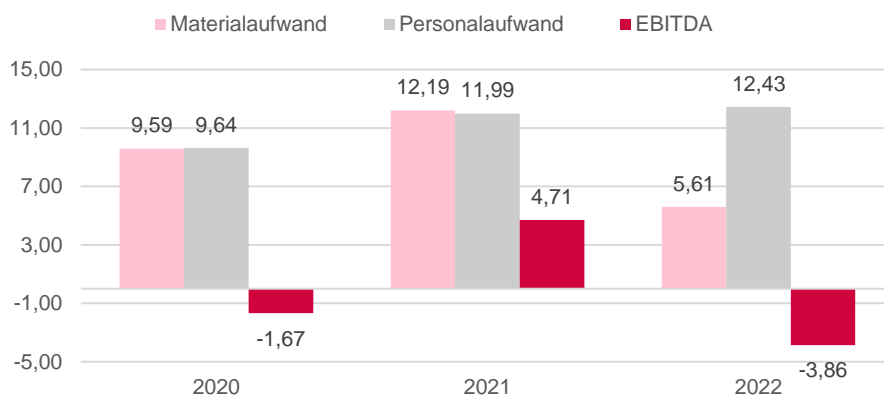
anhand des deutlichen Anstiegs der Umsätze mit digitalen Services sichtbar. Gegenüber dem stark rückläufigen Einmalgeschäft mit Kassensystemen legten diese um +36,5 % auf 8,64 Mio. € (VJ: 6,33 Mio. €) sichtbar zu, was einem Anteil von 34,3 % an den Gesamtumsätzen entspricht. Die Basis für diesen Erfolg findet sich im ebenfalls deutlichen Ausbau der Digitalverträge, die innerhalb des vergangenen Geschäftsjahres um rund 7.000 auf 17.000 Verträge angestiegen sind. Einerseits ist dies als eine Folge des steigenden Marktbedarfs zu sehen, andererseits hat die Gesellschaft ihr digitales Produktspektrum ausgebaut.

Mit zunehmender Kundenansprache sowie der geplanten Einführung weiterer digitaler Module wird der Anteil der wiederkehrenden Umsätze in den kommenden Geschäftsjahren sogar an Bedeutung gewinnen (siehe Prognosen und Modellannahmen).

Ergebnisentwicklung 2022

Angesichts der stark rückläufigen Umsatzentwicklung lag auch das EBITDA mit -3,86 Mio. € (VJ: 4,71 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Im August 2022 hatte die Gesellschaft zunächst eine EBITDA-Guidance auf -2,05 bis -0,45 Mio. € ausgegeben, bevor diese im November 2022 weiter reduziert wurde, ohne jedoch ein konkretes Niveau zu benennen. Vor dem Hintergrund der letzten Guidance ist das negative EBITDA damit nicht mehr überraschend gewesen.

Materialaufwand, Personalaufwand, EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Hervorzuheben ist dabei der positive Effekt des Ausbaus des Digitalgeschäftes, was zu einer überproportionalen Reduktion des Materialaufwands um -54,0 % auf 5,61 Mio. € (VJ: 12,19 Mio. €) und damit der Materialaufwandsquote auf 22,3 % (VJ: 31,9 %) geführt hat. Dies ist für die Vectron AG ein historisch niedriger Wert. In den Geschäftsjahren 2013 bis 2021, also inklusive der Geschäftsjahre mit HGB-Bilanzierung, lag die Materialaufwandsquote bei durchschnittlich 42,9 %.

Dem rückläufigen Materialaufwand steht, trotz des Umsatzrückgangs, ein Anstieg des Personalaufwands auf 12,43 Mio. € (VJ: 11,99 Mio. €) gegenüber. Dieser Anstieg hängt maßgeblich mit der Initiierung des Kostensenkungsprogramms „Fit for Future“ zusammen, welches zu jährlichen Einsparungen von 1,80 Mio. € bis 2,16 Mio. € führen soll. Grundlage dieses Programms ist die auf den Ausbau des Digitalgeschäftes ausgelegte Unternehmensstrategie, was zu einem Bedeutungsverlust beim Verkauf von Kassensystemen führen wird. Diesbezüglich hat sich die Vectron entschieden, die Fertigung der eigenen Kassen vollständig einzustellen und diese künftig von fremden Herstellern zu beziehen. Produktionsnahe Bereiche wie der Einkauf oder die Hardware-Entwicklung waren von Stellenstreichungen betroffen. Darüber hinaus wurden, als Folge der negati-

ven Geschäftsentwicklung, auch weitere Stellen gestrichen, was insgesamt zu einer rückläufigen Entwicklung der Mitarbeiter auf 179 (VJ: 195) geführt hat. In diesem Zusammenhang sind Restrukturierungsaufwendungen, hauptsächlich aus Abfindungszahlungen bestehend, in Höhe von rund 1,5 Mio. € angefallen.

Erwartungsgemäß lag, ausgehend vom negativen EBITDA, auch das Nachsteuerergebnis mit -5,27 Mio. € (VJ: 2,44 Mio. €) unterhalb der Break-Even-Schwelle. Erwähnenswert ist dabei, dass in 2022 der Unterschied zwischen EBITDA und Nachsteuerergebnis maßgeblich den Abschreibungen entspricht, während das Finanzergebnis, aufgrund der nur geringfügigen Fremdkapitalfinanzierung, nahezu ausgeglichen ist. Die Abschreibungen in Höhe von 1,50 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €) werden von den Abschreibungen von Nutzungsrechten nach IFRS 16, die etwas mehr als die Hälfte der Gesamtabschreibungen ausmachen, dominiert.

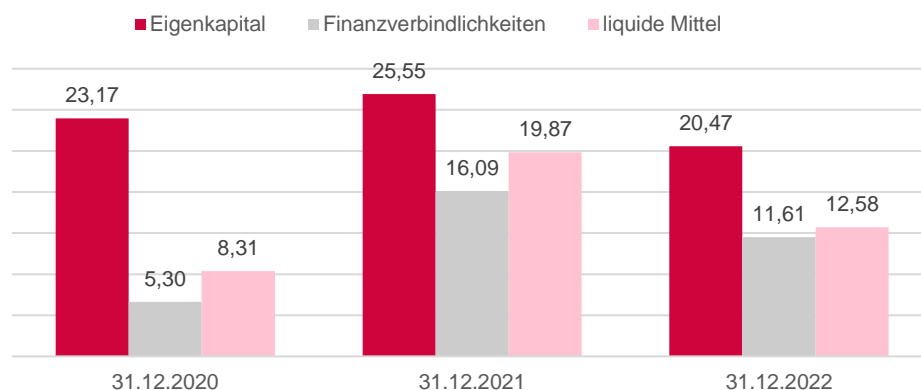
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	23,17	25,55	20,47
EK-Quote	72,6%	53,6%	56,1%
Liquide Mittel	8,31	19,87	12,58
Working Capital	8,07	2,43	2,34
Finanzverbindlichkeiten	5,30	16,09	11,61
Cashflow - operativ	-2,08	10,18	-2,05
Cashflow - Investition	-1,23	0,06	-0,23
Cashflow - Finanzierung	0,31	1,34	-4,99

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Das negative Nachsteuerergebnis hat zu einer Reduktion des Eigenkapitals auf 20,47 Mio. € (31.12.21: 25,55 Mio. €) geführt. Die dazugehörige EK-Quote kletterte hingegen leicht auf 56,1 % (31.12.21: 53,6 %), insbesondere da der Rückgang des Fremdkapitals zu einer Verkürzung der Bilanzsumme geführt hatte. Der Rückgang des Fremdkapitals ist einerseits auf die planmäßige Tilgung eines im Vorjahr aufgenommenen Betriebsmittelkredites in Höhe von 3,00 Mio. € zurückzuführen. Auf der anderen Seite verringerten sich stichtagsbedingt die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie die Leasingverbindlichkeiten, als Folge der verkürzten Laufzeit des Mietvertrages, für das Bürogebäude in Münster.

Eigenkapital, Finanzverbindlichkeiten, liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Auf der Aktivseite war der Rückgang der liquiden Mittel auf 12,58 Mio. € (31.12.21: 19,87 Mio. €), die im Übrigen weiterhin über dem Niveau der Finanzverbindlichkeiten liegen, hauptverantwortlich für die Bilanzverkürzung. Der niedrigere Bestand der liquiden Mittel ist einerseits eine Folge des negativen operativen Cashflows in Höhe von -2,05 Mio. € (VJ: 10,18 Mio. €), der aufgrund des Working Capital-Abbaus einen besseren Wert als das EBITDA aufweist. Während der Investitions-Cashflow in Höhe von -0,23 Mio. € (VJ: 0,06 Mio. €) lediglich von niedrigen Investitionen geprägt ist, enthält der Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -4,99 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €) insbesondere die Darlehensrückführung in Höhe von 3,00 Mio. €.

An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass die Vectron AG, mit Wirkung 01.01.2023 die acardo group AG übernommen hat. Die Bezahlung der fixen Kaufpreisrate in Höhe von 10,7 Mio. € wurde mittlerweile in Höhe von 8,7 Mio. € aus der eigenen Liquidität heraus bezahlt. Darüber hinaus wird im Geschäftsjahr 2026 ein Earn-Out in Höhe von 4 Mio. € bis 25 Mio. € fällig. Der acardo-Erwerb wird das Bilanzbild der Vectron wesentlich verändern.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	25,22	36,75	43,18	51,29
EBITDA	-3,86	1,82	5,27	8,55
EBIT	-5,36	0,32	3,74	7,02
Nachsteuerergebnis	-5,27	0,03	1,99	3,90

Quelle: GBC AG

Grundlage Schätzungen

Erwerb der acardo group AG

Per 01.01.2023 hat die Vectron AG die acardo group AG (acardo), ein Spezialist für Couponing und andere innovative Verkaufsförderkonzepte in den Branchen Lebensmittelhandel, Drogerie, Apotheken und Kino erworben. acardo hat in ihrer 20jährigen Unternehmenshistorie umfangreiche Kontakte im Lebensmitteleinzelhandel (Edeka, Kaufland, Drogeriemarkt Müller etc.) aufgebaut. Diesen Kunden bietet die Gesellschaft automatische Couponlösungen und -verrechnungen (Clearing), eine automatische warenkorb-basierte Ausspielung von Coupons auf den Kassensbon (Check-out-Couponing) sowie Coupons in Apps und auf Webseiten an. acardo verfügt beim Einzelhandel über mehr als 30.000 Akzeptanzstellen.

Mit der Einbindung der acardo-Produkte und Dienstleistungen wird das Produktspektrum der Vectron damit erheblich ausgeweitet und die Gesellschaft wird in ihrer neuen Form deutlich weniger vom volatilen Kassengeschäft abhängig sein. Darüber hinaus können beide Produktwelten miteinander verbunden werden, um so auch Synergieeffekte zu erzielen. Demnach soll beispielsweise der acardo-Kundenkreis um die von der Vectron AG adressierten Branchen (Gastronomie, Bäckerei, Tankstellen etc.) erweitert werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwartet das acardo-Management nach HGB-Bilanzierung Umsatzerlöse in Höhe von 12,5 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 2,8 Mio. €. Bereits mit diesem anorganischen Effekt sollten die Vorjahreswerte der Vectron AG (Stand-alone) deutlich übertroffen werden. Gemäß zuletzt verfügbaren Daten im Bundesanzeiger hatte acardo zum 31.12.2021 einen im Eigenkapital erfassten Gewinn für das Geschäftsjahr 2021 in Höhe von 0,12 Mio. € (2020: 0,22 Mio. €) ausgewiesen. Per 31.12.2021 belief sich das Eigenkapital insgesamt auf 2,20 Mio. €, was einer EK-Quote in Höhe von 13,5 % entspricht. Die optisch niedrige EK-Quote dürfte dem Geschäftsmodell geschuldet sein. Diesbezüglich muss acardo bei den Kampagnen in Vorleistung gehen, was dazu führt, dass einem hohen Anteil an Forderungen (14,71 Mio. €) hohe Verbindlichkeiten (13,51 Mio. €) gegenüberstehen.

Zusätzlich zum acardo-bedingten anorganischen Wachstum ist der Kaufpreis zu berücksichtigen. Der mögliche Gesamtkaufpreis liegt, je nach operativer Entwicklung der acardo, zwischen 14 Mio. € und 35 Mio. €, aufgeteilt in einer fixen Rate von 10,7 Mio. € und einem variablen Bestandteil von 4 Mio. € bis 25 Mio. €. Im Januar 2023 wurden bereits 8,7 Mio. € des fixen Kaufpreises aus den eigenen liquiden Mitteln bezahlt. Der Rest der fixen Kaufpreisrate in Höhe von 2,0 Mio. € ist als Verkäuferdarlehen erst in 2026 zahlbar. Der variable Teil des Kaufpreises wird im Geschäftsjahr 2026 als Earn-Out fällig und hängt von der EBIT-Entwicklung der acardo in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 ab. Demnach fällt der Maximalbetrag von 25 Mio. € erst bei einem durchschnittlichen EBIT in Höhe von 5,0 Mio. € in der ausschlaggebenden Periode an.

Ausbau Digitalgeschäft

Der Fokus der Unternehmensstrategie liegt ganz klar auf der Ausweitung des wiederkehrenden Digitalgeschäftes und die Gesellschaft sieht sich selbst derzeit in einer Transformationsphase. Auf der einen Seite dürfte die Vectron AG vom stark steigenden Digitalisierungsbedarf bei den bestehenden Kunden profitieren. Insbesondere die Corona-Pandemie erweist sich als ein wichtiger Treiber für die Nachfrage und Akzeptanz nach Digitaldiensten, wie etwa die Digitalisierung von Bestell- und Bezahlprozessen. Beim Einsatz getrennter Dienste von verschiedenen Herstellern können „Reibungsverluste“ entstehen. Die Vectron AG bietet mit dem „Alles aus einer Hand“-Ansatz eine barrierefreie Verbindung der einzelnen Digitalmodule an, die mit der Kasse als Kernsystem verbunden sind.

Mit dem Ausbau des Digitalgeschäftes soll, gegenüber dem Einzelverkauf von Kassensystemen, die Wertschöpfung je Kunde deutlich gesteigert werden. Bereits im Vergleich zu den Einmalumsätzen bedeutet die Buchung des Digitalpaketes, in seiner jetzigen Form, mehr als eine Verdoppelung der Wertschöpfung je Kunde.

Die aktuellen digitalen Vectron-Module sollen sukzessive erweitert werden. Bereits eingeführt wurde ein Self-payment-Modul, welches beispielsweise ein direktes mobiles Bezahlen des Kunden über QR-Code am Tisch ermöglichen soll. Auch ein Ordering-Modul, womit die Betreiber eine Bestellfunktion auf der eigenen Webseite integrieren können, wird seit dem Q1 2023 vermarktet. Zudem wurde das Inhouse-Ordering über QR-Code ebenfalls eingeführt. Weitere Produkte wie das Inhouse-Ordering über Terminal, Kitchen Video (kein Bestellbon mehr für die Küche) oder Tischreservierung sollen noch in 2023 eingeführt werden.

Umsatz und Ergebnisprognosen

Auf der dargestellten Prognosegrundlage hat das Vectron-Management am 02.03.2023 eine Mittelfristprognose für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 veröffentlicht. Inklusive des acardo-Beitrags hat die Gesellschaft folgende Guidance ausgegeben:

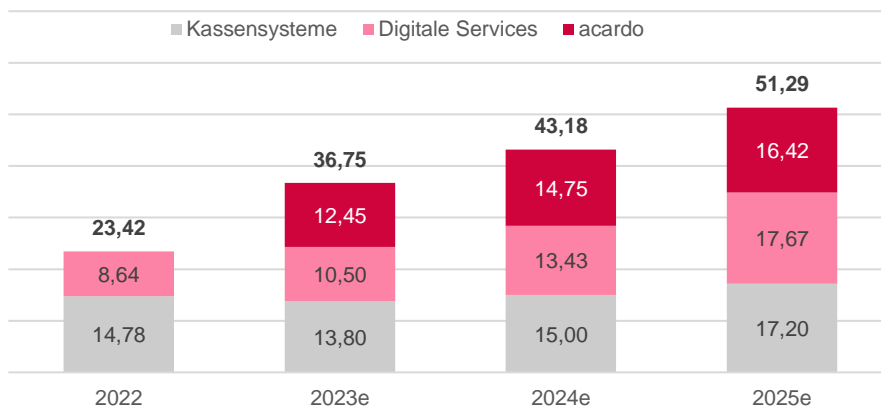
Geschäftsjahr	Umsatz	EBITDA
2023e	36,0 bis 37,8 Mio. €	1,3 bis 2,2 Mio. €
2024e	41,0 bis 45,5 Mio. €	4,0 bis 6,2 Mio. €
2025e	48,8 bis 54,2 Mio. €	7,3 bis 9,7 Mio. €

Ohne acardo-Umsätze in Höhe von erwartet 12,5 Mio. € rechnet das Vectron-Management für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 23,5 Mio. € bis 25,3 Mio. € und erwartet demnach ein weitestgehend unverändertes Umsatzniveau. Der Anteil der wiederkehrenden Umsätze soll hierbei auf rund 11 Mio. € ansteigen, was, ohne organisches Wachstum, einem Anstieg des Anteils auf rund 45 % (2022: 34,3 %) gleichkommt. Ohne acardo-Effekt wird das EBITDA für 2023 in einer Bandbreite von -1,5 Mio. € und -0,6 Mio. € erwartet, was angesichts der fehlenden Belastungen aus dem Kostensenkungsprogramm „Fit for Future“ nachvollziehbar ist.

Die Zahlen zum ersten Quartal 2023 belegen, dass die Gesellschaft auf einem guten Weg ist, die für das laufende Geschäftsjahr 2023 gesteckten Ziele zu erreichen. Bei einem Umsatzanstieg in Höhe von 34 % auf 8,8 Mio. € (VJ: 6,6 Mio. €) verbesserte sich das EBITDA auf 0,5 Mio. € (VJ: 0,1 Mio. €). Sowohl der deutliche Umsatzanstieg als auch das positive operative Ergebnis sind maßgeblich von der erstmals einbezogenen acardo beeinflusst.

Auf Basis der Unternehmens-Guidance kalkulieren wir mit folgenden Schätzungen:

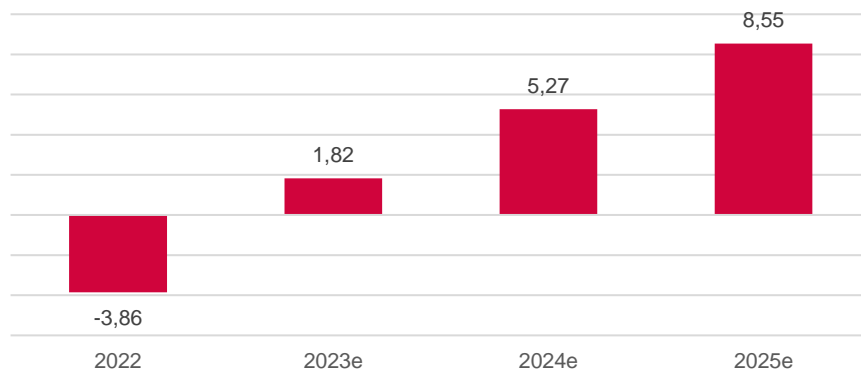
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Grundsätzlich sollte die vorliegende Umsatzstruktur, mit einem steigenden Anteil digitaler Services, von einer Rentabilitätsverbesserung begleitet sein. Darüber hinaus sollte bereits mit dem erstmaligen Einbezug des acardo-Geschäftes, welches im Vergleich zur Vectron AG ein positives Ergebnisniveau aufweist, ein sprunghafter Ergebnisanstieg erreicht werden. Schließlich sollte mit dem Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen des „Fit for Future“-Programms, welche nahezu vollständig im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 berücksichtigt wurden, ein Rückgang der operativen Kosten sichtbar werden. Die mit dem Kostensparprogramm verbundenen Einsparungen von monatlich 0,15 Mio. € bis 0,18 Mio. € sollten zudem den Break-Even-Umsatz reduzieren.

EBITDA-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir, analog zur Unternehmens-Guidance, mit einem EBITDA in Höhe von 1,82 Mio. € (EBITDA-Marge: 4,9 %), welches in den kommenden Geschäftsjahren 2024 auf 5,27 Mio. € (EBITDA-Marge: 12,2 %) und dann in 2025 auf 8,55 Mio. € (EBITDA-Marge: 16,7 %) zulegen sollte. Der von uns erwartete Margenanstieg reflektiert den erwarteten starken Umsatzanstieg, womit Skaleneffekte gut zu realisieren sein müssten. Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses sollte die Vectron AG in der Lage sein, bereits im laufenden Geschäftsjahr 2023, den Break-Even knapp zu übertreffen.

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 7,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,0% (bisher: 22,0 %) angenommen. Dies ist eine Folge des höheren Margenniveaus der erworbenen Gesellschaft acardo. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 % (bisher: 2,0 %).

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00 % (bisher: 1,50 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,01 % (bisher: 9,51 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,01 % (bisher: 9,51 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,40 €) ermittelt. Dabei hat der Anstieg des risikolosen Zinssatzes und damit des Diskontierungsfaktors einen kurszielreduzierenden Effekt. Als Folge des unverändert hohen Inflationsgeschehens haben wir das Umsatzwachstum im Terminal Value auf 2,5 % (bisher: 2,0 %) angehoben, was einen kurszielerhöhenden Effekt hat. In Summe haben sich beide Effekte ausgeglichen.

DCF-Modell

Vectron Systems AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	22,0%	ewige EBITA - Marge	19,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	36,75	43,18	51,29	55,13	59,27	63,71	68,49	73,63	
US Veränderung	45,7%	17,5%	18,8%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,28	3,57	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	3,89	
EBITDA	1,82	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
EBITDA-Marge	4,9%	12,2%	16,7%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	0,32	3,74	7,02	10,60	11,39	12,25	13,17	14,15	
EBITA-Marge	0,9%	8,7%	13,7%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,6%
Steuern auf EBITA	-0,10	-1,12	-2,10	-3,18	-3,42	-3,67	-3,95	-4,25	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,22	2,62	4,91	7,42	7,98	8,57	9,22	9,91	
Kapitalrendite	1,9%	19,6%	33,6%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	46,1%	44,8%
Working Capital (WC)	2,20	2,50	2,90	3,11	3,35	3,60	3,87	4,16	
WC zu Umsatz	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Investitionen in WC	0,14	-0,30	-0,40	-0,21	-0,23	-0,25	-0,27	-0,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	12,10	13,20	14,19	15,25	16,40	17,63	18,95	
AFA auf OAV	-1,50	-1,53	-1,53	-1,53	-1,64	-1,77	-1,90	-2,04	
AFA zu OAV	13,4%	12,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	
Investitionen in OAV	-3,14	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investiertes Kapital	13,40	14,60	16,10	17,30	18,60	20,00	21,50	23,11	
EBITDA	1,82	5,27	8,55	12,13	13,04	14,02	15,07	16,20	
Steuern auf EBITA	-0,10	-1,12	-2,10	-3,18	-3,42	-3,67	-3,95	-4,25	
Investitionen gesamt	-13,00	-2,73	-3,03	-18,73	-2,94	-3,16	-3,40	-3,66	
Investitionen in OAV	-3,14	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investitionen in WC	0,14	-0,30	-0,40	-0,21	-0,23	-0,25	-0,27	-0,29	
Investitionen in Goodwill	-10,00	0,00	0,00	-16,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-11,28	1,42	3,41	-9,79	6,68	7,18	7,72	8,30	129,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	81,01	87,70
Barwert expliziter FCFs	14,38	14,40
Barwert des Continuing Value	66,63	73,30
Nettoschulden (Net debt)	5,47	4,95
Wert des Eigenkapitals	75,54	82,75
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	75,54	82,75
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,40	10,29

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,0%

Kapitalrendite	WACC				
	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%
44,3%	10,36	9,80	9,30	8,84	8,41
44,5%	10,41	9,86	9,35	8,88	8,45
44,8%	10,47	9,91	9,40	8,93	8,50
45,0%	10,52	9,96	9,45	8,98	8,54
45,3%	10,58	10,01	9,50	9,02	8,59

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG 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 beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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