



Researchstudie (Anno)

Vectron Systems AG

VECTRON

- **Übernahmeangebot erfolgreich -**
- **Kursziel übererfüllt -**
- **Delisting zum 30.09.2024 -**

Kursziel: 10,50 €

Rating: VERKAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

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: 18.09.2024 (11:18 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 18.09.2024 (13:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Vectron Systems AG^{*5a,6a,7,11}

Rating: VERKAUFEN
Kursziel: 10,50 EUR
(bisher: 10,00 EUR)

aktueller Kurs: 11,70
17.09.24 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
WKN: A0KEXC
Börsenkürzel: V3S
Aktienanzahl³: 8,04
Marketcap³: 94,83
EnterpriseValue³: 106,67
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 22

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

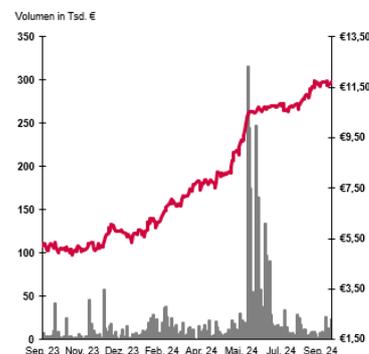
Mitarbeiter: 256 (31.12.2023)

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 Handelssegment 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	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	25,22	37,02	40,94	50,09
EBITDA	-3,86	3,72	3,13	7,64
EBIT	-5,36	0,01	-0,57	4,11
Jahresüberschuss	-5,27	-0,78	-1,24	2,32

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,10	-0,10	-0,14	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,23	2,88	2,61	2,13
EV/EBITDA	neg.	28,68	34,03	13,96
EV/EBIT	neg.	10667,42	neg.	25,95
KGV	neg.	neg.	neg.	40,92
KBV	4,80			

Finanztermine

-

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

26.02.2024: RS / 10,00 / KAUFEN

25.10.2023: RS / 10,10 / KAUFEN

14.09.2023: RS / 10,00 / KAUFEN

25.05.2023: RS / 9,40 / KAUFEN

06.03.2022: RS / 9,40 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Am 14.06.2024 hat die Shift4 Payments Inc. die Aktienmehrheit an der Vectron AG erworben und Vectron wurde zum 30.06.2024 erstmalig bei der Shift4 vollkonsolidiert. Darüber hinaus steht nunmehr fest, dass die Vectron-Aktien mit Ablauf des 30.09.2024 nicht mehr an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sein werden und damit sämtliche Zulassungsfolgepflichten entfallen. Ob und in welchem Umfang die Aktien an anderen Börsenplätzen handelbar sein werden, steht derzeit noch nicht fest. Eine aktive Notierung wird von der Gesellschaft nicht mehr angestrebt. Auch bei einer möglichen weiteren Handelbarkeit der Vectron-Aktie ist mit einer deutlich geringeren Handelsliquidität zu rechnen.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 hat die Vectron Systems AG auf den Wachstumspfad zurückgefunden. Mit einem deutlichen Umsatzsprung um 46,8 % wurde dabei der Vorjahreswert auf 37,02 Mio. € (VJ: 25,22 Mio. €) spürbar ausgebaut. Gemessen an der zu Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres publizierten Guidance, die von einer Umsatzbandbreite von 36,0 bis 37,8 Mio. € ausgegangen war, liegt eine Punktlandung vor. Die starke Umsatzsteigerung ist dabei in erster Linie den Umsätzen der im Vorjahr erworbenen acardo zu verdanken, die erstmalig mit 10,63 Mio. € zu den Konzern-Umsätzen beigetragen hat. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die ersten sechs Monate 2024, in denen der Wachstumskurs mit einer Umsatzsteigerung von 7,8 % auf 19,98 Mio. € (VJ: 18,53 Mio. €) fortgesetzt wurde.
- Während sich das EBITDA im Geschäftsjahr 2023 aufgrund des starken Umsatzwachstums deutlich auf 3,72 Mio. € (-3,86 Mio. €) verbesserte, lag es im ersten Halbjahr 2024 mit 0,60 Mio. € (VJ: 1,66 Mio. €) unter unseren Erwartungen. Zwar belasteten außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Shift4-Vertrag in Höhe von 0,50 Mio. € das Ergebnis, aber auch bereinigt um diese Aufwendungen war die Ergebnisentwicklung rückläufig. Ursächlich hierfür war ein starker Anstieg der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen.
- Nach der erfolgten Übernahme durch Shift4 hat das Management von Vectron die bisher gültigen Prognosen zurückgenommen. Dies vor dem Hintergrund der sich aus der Zusammenarbeit mit Shift4 ergebenden Veränderungen in den Preis- und Angebotsmodellen. Der Vorstand von Vectron plant, die neuen Prognosen für 2024 und 2025 zu veröffentlichen, sobald eine gute Visibilität besteht. Ohne diese Information berücksichtigen wir in unserer Prognoserechnung die bisher gültigen Preismodelle und die Entwicklung im ersten Halbjahr 2024. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 40,94 Mio. Euro und für 2025 in Höhe von 50,09 Mio. Euro. Grundlage hierfür sind die Einführung neuer digitaler Module sowie eine deutliche Steigerung der acardo-Umsätze.
- Die erwartete Umsatzsteigerung sollte sich in einer überproportionalen Ergebnisentwicklung widerspiegeln. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 unterstellen wir jedoch zunächst, sowohl mit Blick auf die Halbjahreswerte als auch auf mögliche Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Shift4-Vertrag, eine leicht rückläufige EBITDA-Entwicklung auf 3,13 Mio. € (2023: 3,72 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr erwarten wir dann wieder einen deutlichen Anstieg des EBITDA auf 7,64 Mio. €, was einer zweistelligen EBITDA-Marge von 15,3 % entsprechen würde.
- Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein nahezu unverändertes Kursziel in Höhe von 10,50 € (bisher: 10,00 €) ermittelt. Hierhin ist die im August durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 10 % zu einem Preis von 10,50 € je Aktie bereits berücksichtigt. Dieses Kursziel liegt auf dem Niveau des Angebotspreises der Shift4-Unternehmensgruppe in Höhe von 10,50 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 11,70 € vergeben wir das Rating VERKAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

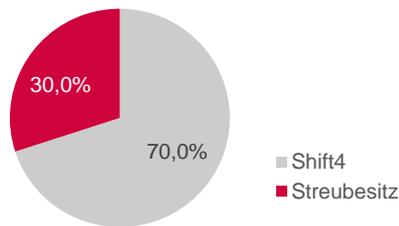
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Übernahmeangebot der Shift4-Unternehmensgruppe	4
Geschäftsfelder	5
POS-Systeme.....	5
Couponing und Cashback	7
Markt und Marktumfeld	8
Digitalisierung in der Gastronomie- und Bäckereigewerbe	8
Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe	8
Wettbewerb/Peer-Group	9
Unternehmensentwicklung.....	10
Zahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung 2023	11
Umsatzentwicklung 2023	11
Ergebnisentwicklung 2023	12
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2024.....	14
Bilanzkennzahlen zum 30.06.2024	15
Prognosen und Bewertung.....	16
Grundlage Schätzungen	16
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2024 - 2026	17
Bewertung.....	19
Modellannahmen.....	19
Bestimmung der Kapitalkosten.....	19
Bewertungsergebnis.....	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
Shift4	~70%
Streubesitz	30%

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG



Übernahmeangebot der Shift4-Unternehmensgruppe

Am 14.06.2024 hat die Shift4 Payments Inc. die Aktienmehrheit an der Vectron AG erworben und Vectron wird erstmalig zum 30.06.2024 bei der Shift4 vollkonsolidiert. Darüber hinaus steht nunmehr fest, dass die Vectron-Aktien mit Ablauf des 30.09.2024 nicht mehr an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sein werden und damit sämtliche Zulassungsfolgebpflichten entfallen. Ob und in welchem Umfang die Aktien an anderen Börsenplätzen handelbar sein werden, steht derzeit noch nicht fest. Eine aktive Notierung wird von der Gesellschaft nicht mehr angestrebt. Auch bei einer möglichen weiteren Handelbarkeit der Vectron-Aktie ist mit einer deutlich geringeren Handelsliquidität zu rechnen.

Die Shift4-Gruppe wird nach derzeitigem Kenntnisstand voraussichtlich mindestens 70,0 % der Vectron-Aktien halten. Ob es zu einer weiteren Kapitalerhöhung oder einem Squeeze-out kommen wird, ist derzeit nicht bekannt. Die Aktienmehrheit wurde insbesondere durch den Erwerb der vom Vectron-Vorstand Thomas Stümmer gehaltenen Aktien in Höhe von 41,4 % des Vectron-Grundkapitals erreicht. Darüber hinaus wurde die im August durchgeführte Kapitalerhöhung um 10 % (805.561 Aktien zu 10,50 €) vollständig von der Shift4-Gruppe gezeichnet.

Geschäftsfelder

POS-Systeme

Kassensysteme

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, wurde diese, aus Kostengründen sowie aufgrund der Tatsache, dass der Kassenverkauf an Bedeutung verliert, seit 2023 vollständig ausgelagert. Zusätzlich dazu bietet die Gesellschaft digitale Cloudlösungen an. Die klassischen Registrierkassen werden unter den Markennamen Vectron und Duratec vertrieben.

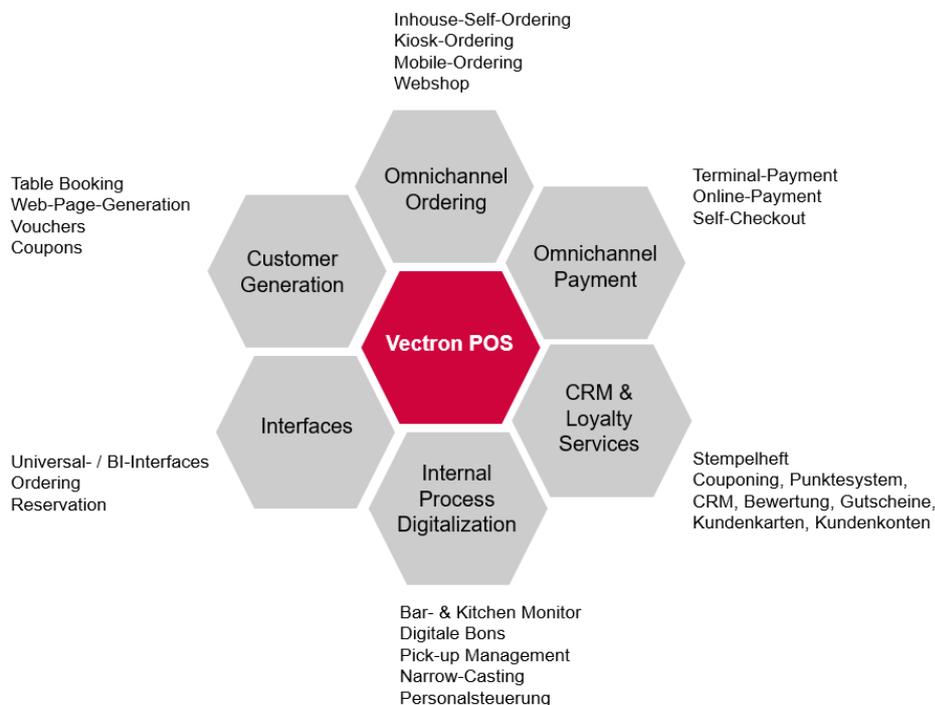
Digitalgeschäft

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 redu-

ziert 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. Hierzu gehört die Einführung eines integrierten Reservierungsmoduls, von Kitchen-Video bzw. Bar-Kitchen-Monitoren, von Bestell-Kiosk-Lösungen oder von Self-Checkout-Möglichkeiten. Zusätzlich dazu soll das E-Commerce-Payment verbessert werden, die Ordering-Lösung ausgeweitet werden sowie allgemein eingeführte Produkte ergänzt und verbessert werden.

Couponing und Cashback

Ergänzend zum bisherigen Kernsegment „POS-Systeme“ ist mit dem Erwerb der acardo group AG seit Anfang 2023 das neue Segment „Couponing und Cashback“ hinzugekommen. 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, Drogermarkt Müller etc.) aufgebaut. Diesen Kunden bietet die Gesellschaft einen Full-Service, der die Konzeption, die technische Umsetzung sowie das Clearing und damit die Verrechnung von Rabatten abdeckt. 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.

Diese Akquisition bietet die Möglichkeit, das Produktspektrum der Vectron auszuweiten und damit noch unabhängiger vom volatilen Kassengeschäft zu werden. Auf der Branchenmesse „Internorga 2024“ wurde dabei erstmals eine Anbindung von Betreibercoupons gezeigt, die über die Plattform „myVectron“ generiert wurden. Grundsätzlich sollen damit auch Marktpotenziale abseits des angestammten acardo-Geschäftes erschlossen werden. Denn in den bisherigen Vectron-Branchen sind digitale Coupons oder Wallets noch nicht weit verbreitet und bieten dementsprechend ein hohes Erschließungspotenzial. Diesbezüglich ist es geplant in 2024 gemeinsame Produkte zu entwickeln und auf den Markt zu bringen. Eines dieser Produkte ist eine integrierte Konsumenten-App, die in Zusammenarbeit mit acardo eine intensivere Kundenbindung- und Aktivierung ermöglichen soll.

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 deckt die Vectron-Gruppe auch den Bereich Marketing-Dienstleistungen ab.

Digitalisierung in der Gastronomie- und Bäckereigewerbe

Für das Gastgewerbe war der Ausbau der digitalen Dienstleistungen ein wichtiger Faktor zum Überwinden der Corona-Pandemie. Wie in anderen Wirtschaftszweigen hat damit der schon im Vorfeld der Pandemie vorherrschende Digitalisierungstrend in den letzten Jahren einen starken Wachstumsschub erfahren. Der Einsatz digitaler Werkzeuge hat sich mittlerweile zu einem wesentlichen Wirtschaftsfaktor für die Gastronomiebetriebe etabliert und deren Vernachlässigung kann mit einer Einschränkung der Geschäftsentwicklung einhergehen.

Beispielhaft hierfür steht das bargeldlose Bezahlen, welches immer mehr zum Standardverfahren bei den Kunden avanciert ist. Laut einer im „Gastgewerbe Magazin“ zitierten Studie aus dem Jahr 2022, würden 51 % der Restaurantgäste bevorzugt bargeldlos bezahlen. Hier liegt eine jeweils hälftige Aufteilung zwischen Zahlungen mit EC-/Kreditkarten und Mobile Payment vor. Unterstützt wird diese Aussage von einer von Bitkom veröffentlichten Studie, der zufolge das bargeldlose Bezahlen weitestgehend zum Standard avanciert ist. Insgesamt 89 % der Befragten hatten angegeben, mindestens einmal die Woche bargeldlos zu bezahlen. Rund 66 % der Befragten gaben sogar den Wunsch einer gesetzlichen Verpflichtung für elektronische Bezahlungsmöglichkeiten an.

Angesichts dessen ist eine Neuausrichtung der Organisation sowie der Prozesse von wesentlicher Bedeutung für die Marktteilnehmer. Neben der Implementierung digitaler Bezahlungsmöglichkeiten 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 dem vom Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz herausgegebenen Digitalisierungsindex, weist die Branche der gesellschaftsnahen Dienstleistungen, zu denen das Gastgewerbe gehört, einen Indexwert von 69,6 (VJ: 74,5) auf. Im Vergleich zum branchenübergreifenden Wert von 105,1 liegt hier noch deutliches Aufholpotenzial vor.

Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe

Die noch unterentwickelte Digitalisierung in der Gastronomie dürfte zum Teil auf eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft zurückzuführen sein. Nachdem das Gastgewerbe die pandemiebedingte Umsatzdelle weitestgehend aufgeholt hat, kämpfen derzeit viele Betriebe mit steigenden Kosten, vor allem mit höheren Personal- und Lebensmittelkosten. Eine Verbandsumfrage des DEHOGA bestätigt dies. Mit 76,8 % der befragten Betriebe sehen die gestiegenen Personalkosten als derzeit größte Herausforderung. Die gestiegenen Preise für Lebensmittel und Getränke sorgen bei 67,4 % für Probleme.

Eine weitere Herausforderung liegt in der Rückkehr der Mehrwertsteuer von 7 % auf 19 % für Essen in der Gastronomie. Infolgedessen beklagt jeder zweite Betrieb Umsatzverluste, Gewinnrückgänge und weniger Gäste. Die Mehrwertsteuererhöhung hat nach den Ergebnissen der Umfrage des DEHOGA auch Auswirkungen auf die Investitionsbereit-

schaft der Gastbetriebe. Demnach verzichten 65,1 % der Betriebe derzeit auf Investitionen oder kürzen in diesem Bereich die Ausgaben.

Die Entwicklung im deutschen Gastgewerbe ist dabei weiterhin unterschiedlichen Herausforderungen ausgesetzt. Gemäß Daten des statistischen Bundesamtes legten zwar die nominalen Umsätze in 2023 um 8,5 % gegenüber dem Vorjahr zu, preisbereinigt war das Umsatzwachstum mit 1,1 % jedoch deutlich niedriger. Unterjährig wird dabei ersichtlich, dass besonders zum Jahresende hin eine wieder rückläufige Entwicklung vorherrscht. Im Vergleich zum Vor-Corona-Jahr 2019 liegt dabei mit einem 11,3 % niedrigeren realen Umsatz immer noch eine Lücke vor. In der Gastronomie, der für das Vectron-Geschäftsfeld „POS-Systeme“ wesentlichen Branche, sank der reale Umsatz in 2023 sogar um 0,9 %.

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 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	25,22	37,02	40,94	50,09
Bestandsveränderungen	-0,97	-0,21	0,11	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,01	0,51	0,35	0,00
Gesamtleistung	24,25	37,32	41,40	50,09
Materialaufwand	-5,61	-9,60	-10,66	-14,70
Rohertrag	18,64	27,72	30,73	35,39
Personalaufwand	-12,43	-13,54	-14,10	-15,38
sonstige betriebl. Erträge	0,15	3,10	0,00	0,00
sonstige betriebl. Aufwendungen	-9,32	-13,21	-13,50	-12,37
Wertminderungsaufwendungen	-0,73	-0,35	0,00	0,00
sonstige Steuern	-0,17	-0,01	0,00	0,00
EBITDA	-3,86	3,72	3,13	7,64
Abschreibungen	-1,50	-3,71	-3,70	-3,53
EBIT	-5,36	0,01	-0,57	4,11
Zinserträge	0,25	0,48	0,40	0,40
Zinsaufwendungen	-0,35	-1,93	-1,60	-1,20
Gewinn vor Steuern	-5,46	-1,45	-1,77	3,31
Steuern	0,19	0,67	0,53	-0,99
Ergebnis nach Steuern	-5,27	-0,78	-1,24	2,32
EBITDA	-3,86	3,72	3,13	7,64
in % der Umsatzerlöse	-15,3%	9,9%	7,6%	15,3%
EBIT	-5,36	0,01	-0,57	4,11
in % der Umsatzerlöse	-21,2%	0,0%	-1,4%	8,2%
Ergebnis je Aktie in €	-0,65	-0,10	-0,14	0,29

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2023

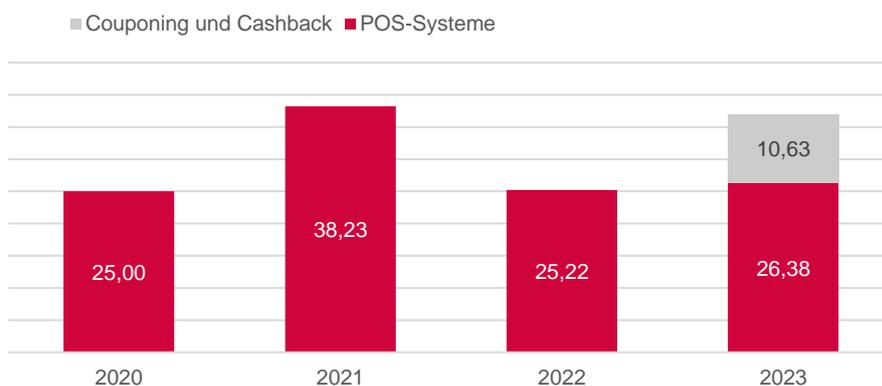
in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	25,00	38,23	25,22	37,02
EBITDA	-1,67	4,71	-3,86	3,72
EBIT	-3,01	3,13	-5,36	0,01
Nachsteuerergebnis	-2,31	2,44	-5,27	-0,78

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2023

Wie bereits mit den vorläufigen Zahlen im Februar 2024 bekannt gegeben, hat Vectron im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 einen deutlichen Umsatzsprung um 46,8 % auf 37,02 Mio. € (Vorjahr: 25,22 Mio. €) erzielt. Gemessen an der Unternehmensguidance, die eine Umsatzbandbreite von 36,0 Mio. € bis 37,8 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, stellt dies eine Punktlandung dar.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Das starke Umsatzwachstum ist im Wesentlichen auf die erstmalige Einbeziehung der Umsatzerlöse der zum 01.01.2023 erworbenen acardo zurückzuführen. Das mit der acardo-Akquisition neu geschaffene Segment „Couponing und Cashback“ trug mit 10,63 Mio. € zum Umsatz bei. Die Geschäftsentwicklung von acardo blieb jedoch hinter den Erwartungen zurück, da zu Beginn des Geschäftsjahres 2023 von Umsatzerlösen in Höhe von rund 12,5 Mio. € ausgegangen wurde. Hier hatten sich die Einführung von Treuhandkonten und der Wechsel des Zahlungsdienstleisters negativ auf die Geschäftsentwicklung ausgewirkt.

Im Segment „POS-Systeme“, das das bisherige Kerngeschäft von Vectron darstellt und damit eine Aussage über die organische Entwicklung zulässt, stieg der Umsatz um 4,6 % auf 26,38 Mio. € (VJ: 25,22 Mio. €) und entwickelte sich damit sogar besser als ursprünglich erwartet. Maßgeblich hierfür war der weitere Anstieg der wiederkehrenden Umsätze, also des digitalen Geschäfts. Diese stiegen um 24,7 % auf 11,23 Mio. € (VJ: 9,01 Mio. €) und machten damit 42,6 % (VJ: 35,7 %) des Umsatzes im Segment POS aus. Besonders eindrucksvoll zeigt sich die Dynamik der wiederkehrenden Umsätze in der Mehrperiodenbetrachtung. Während diese im Geschäftsjahr 2020 mit 1,85 Mio. € noch einen geringen Beitrag zum Gesamtumsatz leisteten, konnte seitdem ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum (CAGR) von 82,6 % erzielt werden. Basis hierfür ist der Ausbau der digitalen Verträge, die im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter auf 19.500 (Vorjahr: 17.000) gestiegen sind.

Wiederkehrende Umsätze (in Mio. €) und Anteil an den POS-Umsätzen (in %)



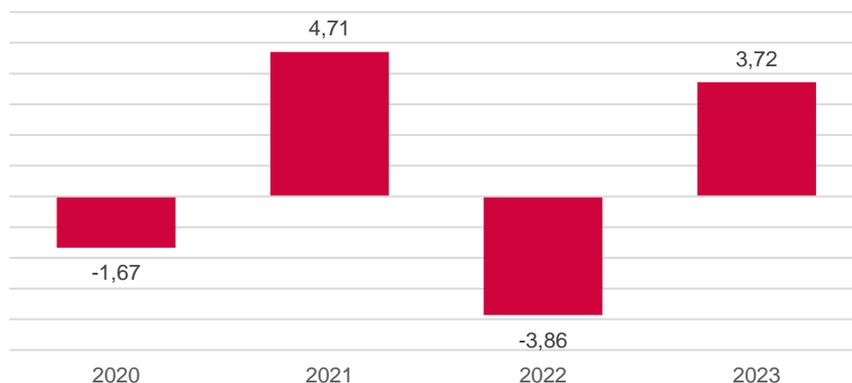
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Mit der eingeschlagenen Digitalisierungsstrategie ist es Vectron gelungen, die Abhängigkeit vom deutlich volatileren einmaligen Kassengeschäft zu reduzieren. Dass dies der richtige Weg ist, zeigt der erneute Rückgang der Einmalumsätze aus Kasserverkäufen auf 15,15 Mio. € (VJ: 16,21 Mio. €).

Ergebnisentwicklung 2023

Der starke Umsatzanstieg spiegelt sich in einer ebenfalls deutlichen Ergebnisverbesserung wider. Mit einem EBITDA in Höhe von 3,72 Mio. € (VJ: -3,86 Mio. €) wurde, nach dem von hohen Kasserverkäufen geprägten Geschäftsjahr 2021, erneut der Break-Even übertroffen. Diesmal kann von einer nachhaltigen Überschreitung der operativen Gewinnschwelle ausgegangen werden. Das erreichte EBITDA liegt sowohl über der ursprünglichen Guidance (1,3 Mio. € bis 2,2 Mio. €) als auch über der unterjährig angebenen Guidance (2,2 Mio. € bis 3,2 Mio. €).

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das EBITDA durch einen Sonderertrag in Höhe von 2,37 Mio. € deutlich positiv beeinflusst wurde. Dieser resultiert aus der Anpassung der Earn-Out-Verbindlichkeit aus der acardo-Akquisition. Aufgrund reduzierter Planungen geht die Gesellschaft von geringeren Earn-Out-Zahlungen aus, die ergebniswirksam berücksichtigt wurden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat bei acardo eine regulatorisch bedingte Anpassung der Geschäftsprozesse stattgefunden, die zu einer Verzögerung der geplanten Wachstumsmaßnahmen geführt hat. Diese sollen nach Angaben der Gesellschaft im laufenden Geschäftsjahr angegangen werden.

Auch ohne diesen Effekt hätte Vectron ein positives EBITDA in Höhe von 1,35 Mio. € erreicht, was dem unteren Ende der ursprünglichen Guidance entsprochen hätte. Einen wesentlichen Beitrag zum positiven EBITDA leistete das Segment Couponing und Cash-back mit einem EBITDA in Höhe von 1,45 Mio. €.

Das Segment POS-Systeme verfehlte mit einem EBITDA in Höhe von -0,11 Mio. € zwar knapp den Break-Even, konnte aber im Vergleich zum Vorjahr deutlich zulegen. Denn das EBITDA des Vorjahres in Höhe von -3,86 Mio. € war ausschließlich dem Segment POS-Systeme zuzuordnen. Die Ergebnisentwicklung in diesem Segment lag über unseren Erwartungen, in denen wir bisher von einem EBITDA in einer Bandbreite von -1,5 Mio. € bis -0,6 Mio. € ausgegangen waren. Hier zeigt sich zum einen die deutlich verbesserte Wertschöpfung der wiederkehrenden Umsätze mit digitalen Services. Zum anderen hat das im Jahr 2022 initiierte Kostensenkungsprogramm „Fit for Future“ im Geschäftsjahr 2023 seine volle Wirkung entfaltet, wodurch die Personalkosten in diesem Bereich deutlich von rund 10,6 Mio. € auf 7,8 Mio. € reduziert werden konnten.

Das EBIT lag mit 0,01 Mio. € (VJ: -5,36 Mio. €) knapp über der Gewinnschwelle. Hierbei sind jedoch die deutlich gestiegenen Abschreibungen in Höhe von 3,71 Mio. € (VJ: 1,50 Mio. €) zu berücksichtigen. Davon entfallen erstmals 1,51 Mio. € auf PPA-Abschreibungen auf die übernommenen acardo-Assets. Bereinigt um die PPA-Abschreibungen hätte Vectron ein EBIT in Höhe von 1,52 Mio. € und damit deutlich im positiven Bereich ausgewiesen.

Das negative Ergebnis nach Steuern in Höhe von -0,78 Mio. € (VJ: -5,27 Mio. €) ist ebenfalls durch die PPA-Abschreibungen belastet. Darüber hinaus ist hier der deutliche Anstieg der Zinsaufwendungen auf 1,93 Mio. € (VJ: 0,35 Mio. €) enthalten, der insbesondere die Aufzinsung der Earn-Out-Verbindlichkeiten in Höhe von 1,61 Mio. € beinhaltet. Hierbei handelt es sich um einen nicht liquiditätswirksamen Effekt.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2024

in Mio. €	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024
Umsatzerlöse	21,36	12,56	18,53	19,98
EBITDA	4,88	-0,54	1,66	0,60
EBIT	4,20	-1,33	-0,41	-1,39
Nachsteuerergebnis	3,05	-0,98	-0,47	-1,92

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Auf der Umsatzseite konnte Vectron in den ersten sechs Monaten den Trend des abgelaufenen Geschäftsjahres 2023 fortsetzen und den Umsatz erwartungsgemäß um 7,8 % auf 19,98 Mio. € (VJ: 18,53 Mio. €) steigern. Diese Entwicklung wurde gleichermaßen von beiden Segmenten getragen. Während das Segment POS-Systeme um 7,2 % auf 14,08 Mio. € (VJ: 13,13 Mio. €) zulegen konnte, stieg der Umsatz im Segment Couponing um 9,2 % auf 5,90 Mio. € (VJ: 5,40 Mio. €). Grundsätzlich liegt die Umsatzentwicklung des ersten Halbjahres im Rahmen unserer Erwartungen, wobei die POS-Umsätze etwas hinter unseren Erwartungen zurückgeblieben sind. Dies ist aus unserer Sicht auf das etwas geringere Wachstum der wiederkehrenden Umsätze zurückzuführen, die lediglich um 2,9 % auf 6,38 Mio. € (VJ: 6,20 Mio. €) stiegen. Wir können dies nur mit Verschiebungen bei Produktneueinführungen erklären.

EBITDA auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Deutlich unter unseren Erwartungen entwickelte sich jedoch das EBITDA, das mit 0,60 Mio. € (VJ: 1,66 Mio. €) sichtbar unter dem Vorjahreswert lag. Zwar belasteten außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Shift4-Vertrag in Höhe von 0,50 Mio. € das Ergebnis, aber auch bereinigt um diese Aufwendungen war die Ergebnisentwicklung rückläufig. Ursächlich hierfür war ein starker Anstieg der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Unter dem Strich weist Vectron ein negatives Periodenergebnis in Höhe von -1,92 Mio. € aus (VJ: -0,47 Mio. €). Insgesamt hat sich der EBITDA-Breakeven nach oben verschoben, da die PPA-Abschreibungen im Zusammenhang mit der acardo-Übernahme zu einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen geführt haben. Darüber hinaus werden die ausstehenden Earn-Out-Zahlungen ergebniswirksam aufgezinnt. Schließlich wurde für acardo ein neuer Mietvertrag abgeschlossen, der gemäß IFRS 16 sowohl die Abschreibungen als auch die Finanzaufwendungen erhöht hat.

Bilanzkennzahlen zum 30.06.2024

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Eigenkapital	25,55	20,47	19,77	17,84
EK-Quote	53,6%	56,1%	35,6%	31,2%
Liquide Mittel	19,87	12,58	8,92	6,01
Working Capital	2,43	2,34	3,07	1,64
Finanzverbindlichkeiten	16,09	11,61	25,68	27,27
Cashflow - operativ	10,18	-2,05	7,20	-1,03
Cashflow - Investition	0,06	-0,23	-9,83	-0,72
Cashflow - Finanzierung	1,34	-4,99	-2,13	-1,17

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Durch die Akquisition von acardo hat sich das Bilanzbild von Vectron deutlich verändert. Auf der Aktivseite führte insbesondere der Zugang der langfristigen Vermögenswerte und des Goodwills (20,05 Mio. €) zu einem starken Anstieg der Bilanzsumme zum 30.06.24 auf 57,18 Mio. € (31.12.22: 36,52 Mio. €). Ursprünglich war der Zugang der acardo-Forderungen auch im Umlaufvermögen sichtbar. Da jedoch seit Mitte des letzten Geschäftsjahres das Clearing, also das Kerngeschäft von acardo, über Treuhandkonten abgewickelt wird, erfolgt kein Durchlauf mehr über die acardo-Bilanz und damit letztlich über die Vectron-Bilanz. Somit befinden sich sowohl die kurzfristigen Vermögenswerte als auch die kurzfristigen Schulden auf dem für Vectron üblichen Niveau.

Akquisitionsbedingt hat sich die Passivseite im Wesentlichen durch den Anstieg der langfristigen Finanzverbindlichkeiten verändert. Hierin enthalten sind insbesondere die Earn-out-Verbindlichkeiten, die im Geschäftsjahr 2026 fällig werden. Zum 30.06.2024 belaufen sich die Finanzverbindlichkeiten auf insgesamt 27,27 Mio. € und damit deutlich höher als vor dem acardo-Erwerb. Zusätzlich zu den Earn-Out-Verbindlichkeiten sind hier Werbekostenzuschüsse sowie ein Verkäuferdarlehen passiviert.

Der Kaufpreis für acardo wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr in zwei Raten in Höhe von insgesamt 8,71 Mio. € gezahlt. Ein weiterer Teil des Kaufpreises in Höhe von 2,00 Mio. € wurde bis 2026 gestundet. Darüber hinaus bestehen Earn-out-Vereinbarungen (13,27 Mio. €), so dass sich der Gesamtkaufpreis aus heutiger Sicht voraussichtlich auf 24,18 Mio. € belaufen wird.

Vectron erwirtschaftete im abgelaufenen Geschäftsjahr einen deutlich über dem EBITDA liegenden operativen Cashflow in Höhe von 7,20 Mio. € (VJ: -2,05 Mio. €). Maßgeblich hierfür waren Working-Capital-Effekte im Zusammenhang mit der Umstellung der acardo-Clearing-Aktivitäten auf Treuhandkonten. Durch den Wegfall des positiven Working-Capital-Effektes war der operative Cashflow im ersten Halbjahr 2024 mit -1,03 Mio. € wieder negativ. Da in den ersten sechs Monaten 2024 jedoch keine wesentlichen Liquiditätsabflüsse aus dem Investitions- und Finanzierungsbereich zu verzeichnen waren, verfügt die Gesellschaft mit 6,01 Mio. € (31.12.23: 8,92 Mio. €) weiterhin über eine komfortable Liquiditätsausstattung.

Das Eigenkapital reduzierte sich aufgrund des negativen Ergebnisses nach Steuern auf 17,84 Mio. € (31.12.2023: 19,77 Mio. €). Die entsprechende Eigenkapitalquote lag aufgrund der akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung mit 31,2 % unterhalb des für die Vectron üblichen Niveaus.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	37,02	40,94	50,09
EBITDA	3,72	3,13	7,64
EBIT	0,01	-0,57	4,11
Nachsteuerergebnis	-0,78	-1,24	2,32

Quelle: GBC AG

Grundlage Schätzungen

Nachdem die Shift4 Payments Inc. am 14.06.2024 die Aktienmehrheit an der Vectron AG erworben hat, wurde die Vectron zum 30.06.2024 erstmals bei der Shift4 vollkonsolidiert. Mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2024 hat das Management der Vectron bekannt gegeben, dass mit Ablauf des 30.09.2024 die Notierung der Vectron-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt wird und damit sämtliche Zulassungsfolgebpflichten entfallen. Damit verbunden ist auch die Einstellung der gesonderten Geschäftsberichterstattung.

Nach der erfolgten Übernahme hat das Management von Vectron die bis dahin gültigen Prognosen widerrufen. Dies vor dem Hintergrund der sich aus der Zusammenarbeit mit Shift4 ergebenden Veränderungen in den Preis- und Angebotsmodellen. Sobald eine gute Visibilität besteht, plant der Vectron-Vorstand, die neuen Prognosen für 2024 und 2025 zu veröffentlichen.

Ohne diese Information beziehen wir bei der Berechnung unserer Prognosen die bisher gültigen Preismodelle ein. Grundsätzlich sollten sich die Trends des abgelaufenen Geschäftsjahres auch im laufenden Geschäftsjahr 2024 fortsetzen. Dies gilt insbesondere für das geplante weitere Wachstum der digitalen Umsätze, die von der digitalen Transformation der Zielbranchen von Vectron profitieren sollten. In diesem Zusammenhang positioniert sich die Gesellschaft als führender Anbieter digitaler Lösungen am Point of Sale und wird zukünftig weitere Zielsegmente adressieren. Gleichzeitig sollen durch die Weiter- und Neuentwicklung des digitalen Produktportfolios zusätzliche Ertragspotenziale gehoben werden. Für 2024 ist die Einführung mehrerer digitaler Module geplant. Neben einem Reservierungsmodul sollen Kitchen-Video bzw. Bar-Kitchen-Monitore (Einsparung physischer Bots in der Küche) eingeführt werden. Weitere für 2024 geplante Module sind Bestellkiosk-Lösungen, Self-Checkout-Möglichkeiten, verbesserte E-Commerce-Zahlungen, Online-Reservierungen etc. Diese sollen den aktuellen Bestand an wiederkehrenden Einnahmen auf ein höheres Niveau heben.

Mit dem Ausbau des digitalen Geschäfts soll die Wertschöpfung pro Kunde gegenüber dem Einzelverkauf von Kassensystemen deutlich gesteigert werden. Gegenüber dem Einzelverkauf bedeutet die Buchung des digitalen Pakets in seiner jetzigen Form bereits mehr als eine Verdoppelung der Wertschöpfung pro Kunde.

Gleichzeitig soll acardo wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Im Geschäftsjahr 2023 war die Geschäftsentwicklung durch einen regulatorischen Wandel geprägt, der zu einer Verzögerung von Wachstumsmaßnahmen geführt hatte. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 ist bei acardo mit einem Umsatzwachstum von 10 % zu rechnen, was angesichts der vorhandenen Potenziale gut erreichbar sein sollte. Neben dem Wegfall der regulatorischen Umstellung sollte die Gesellschaft von einer immer engeren Zusammenarbeit mit der Vectron profitieren. So können die von Vectron adressierten Kunden, die vornehmlich aus der Gastronomie und dem Bäckerhandwerk stammen, verstärkt in den Fokus von Couponing-Dienstleistungen genommen werden. In diesem

Zusammenhang soll 2024 in Zusammenarbeit mit acardo eine integrierte Konsumenten-App zur Verfügung gestellt werden.

Umsatz- und Ergebnisprognosen 2024 - 2026

Unsere Umsatzschätzungen für die kommenden Geschäftsjahre orientieren sich an den Halbjahreszahlen 2024, beziehen jedoch die anstehenden Einführungen neuer digitaler Produkte ein. Der Umsatz im Segment POS-Systeme sollte in 2024 nach unseren Schätzungen um 10,4 % auf 29,14 Mio. € (VJ: 26,38 Mio. €) steigen. Während wir bei den Einmalumsätzen aus dem Verkauf von Kassensystemen von einer konstanten Umsatzentwicklung ausgehen, kalkulieren wir bei den wiederkehrenden Umsätzen mit einer weiterhin dynamischen Entwicklung. Diese sollten von 11,23 Mio. € auf 15,14 Mio. € steigen und damit einen Anteil von rund 50 % am Segmentumsatz ausmachen. Die weitere Verbreiterung der Umsatzbasis wird von Produktneueinführungen begleitet, so dass die Dynamik der wiederkehrenden Umsätze auch in den kommenden Geschäftsjahren hoch bleiben sollte.

Segmentbezogene Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Parallel dazu soll auch der Umsatz von acardo steigen. Für das laufende Geschäftsjahr unterstellen wir Umsatzerlöse in Höhe von 11,80 Mio. €. Einerseits sollte der Wegfall von Umstellungseffekten auf das Treuhandkonto-Modell zu einem Umsatzanstieg führen. Andererseits ist durch die Umstellung der Clearingaktivitäten mit einem insgesamt niedrigeren Umsatzniveau zu rechnen, da durchlaufende Umsätze wegfallen. Auf die Ergebnisentwicklung sollte dies jedoch keinen Einfluss haben. Die Umsätze im Segment „Couponing und Cashback“ sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr zunehmend von der verbesserten Zusammenarbeit zwischen Vectron und acardo profitieren, wodurch neue Kundenbranchen erschlossen werden.

Die erwartete Umsatzsteigerung sollte sich in einer überproportionalen Ergebnisentwicklung widerspiegeln. Dabei spielt die Verschiebung der Umsatzstruktur hin zu marginstärkeren Umsätzen (wiederkehrende Umsätze, acardo-Umsätze) eine wichtige Rolle. Zunächst unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr 2024, sowohl mit Blick auf die Halbjahreswerte als auch auf mögliche Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Shift4-Vereinbarung, aber eine leicht rückläufige EBITDA-Entwicklung auf 3,13 Mio. € (2023: 3,72 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr erwarten wir dann wieder eine deutliche EBITDA-Steigerung auf 7,64 Mio. €, was einer zweistelligen EBITDA-Marge von 15,3 % entsprechen würde.

EBITDA-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das Nachsteuerergebnis sollte im laufenden Geschäftsjahr 2024 noch unterhalb der Gewinnschwelle liegen. Belastende Ergebniseffekte wie höhere Abschreibungen infolge der acardo-Akquisition (PPA-Abschreibungen) oder höhere Finanzaufwendungen im Zusammenhang mit der Aufzinsung der Earn-Out-Verbindlichkeiten sollten erst ab 2025 durch das deutlich verbesserte EBITDA überkompensiert werden.

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 - 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2031 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. 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 3,0 % (bisher: 3,0 %).

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 2,50 % (bisher: 2,50 %).**

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

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein nahezu unverändertes Kursziel in Höhe von 10,50 € (bisher: 10,00 €) ermittelt. Hierhin ist die geplante Kapitalerhöhung in Höhe von 10 % zu einem Preis von 10,50 € je Aktie bereits berücksichtigt. Dieses Kursziel liegt exakt auf dem Niveau des Angebotspreises der Shift4-Unternehmensgruppe in Höhe von 10,50 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 11,70 € vergeben wir das Rating VERKAUFEN.

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	3,0%
EBITDA-Marge	22,0%	ewige EBITA - Marge	19,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	8,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	41,29	50,09	53,85	57,89	62,23	66,89	71,91	77,30	
US Veränderung	10,0%	21,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,43	1,80	2,00	2,22	2,44	2,66	2,87	3,06	
EBITDA	3,13	7,64	11,85	12,73	13,69	14,72	15,82	17,01	
EBITDA-Marge	7,6%	15,3%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	-0,57	4,11	8,32	9,32	10,39	11,49	12,63	13,83	
EBITA-Marge	-1,4%	8,2%	15,4%	16,1%	16,7%	17,2%	17,6%	17,9%	19,7%
Steuern auf EBITA	0,17	-1,23	-2,49	-2,80	-3,12	-3,45	-3,79	-4,15	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,40	2,88	5,82	6,52	7,27	8,04	8,84	9,68	
Kapitalrendite	-1,2%	8,8%	18,1%	20,6%	23,4%	26,1%	28,6%	30,9%	34,3%
Working Capital (WC)	3,70	4,33	4,65	5,00	5,38	5,78	6,21	6,68	
WC zu Umsatz	9,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
Investitionen in WC	-0,63	-0,63	-0,32	-0,35	-0,38	-0,40	-0,43	-0,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,96	27,86	26,96	26,06	25,47	25,15	25,10	25,29	
AFA auf OAV	-3,70	-3,53	-3,53	-3,42	-3,30	-3,23	-3,19	-3,18	
AFA zu OAV	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investiertes Kapital	32,66	32,19	31,61	31,07	30,85	30,93	31,31	31,97	
EBITDA	3,13	7,64	11,85	12,73	13,69	14,72	15,82	17,01	
Steuern auf EBITA	0,17	-1,23	-2,49	-2,80	-3,12	-3,45	-3,79	-4,15	
Investitionen gesamt	-3,13	-3,06	-16,44	-2,87	-3,09	-3,31	-3,56	-3,84	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,43	-2,63	-2,52	-2,71	-2,91	-3,13	-3,37	
Investitionen in WC	-0,63	-0,63	-0,32	-0,35	-0,38	-0,40	-0,43	-0,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	-13,49	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,18	3,35	-7,09	7,07	7,49	7,96	8,47	9,02	133,21

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	87,60	93,46
Barwert expliziter FCFs	21,44	20,35
Barwert des Continuing Value	66,16	73,12
Nettoschulden (Net debt)	2,96	0,41
Wert des Eigenkapitals	84,64	93,05
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	84,64	93,05
Ausstehende Aktien in Mio.	8,86	8,86
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,55	10,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **10,5%**

Kapitalrendite	WACC				
	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%
33,8%	11,37	10,85	10,37	9,93	9,53
34,1%	11,44	10,91	10,43	9,99	9,59
34,3%	11,51	10,98	10,50	10,06	9,65
34,6%	11,59	11,05	10,57	10,12	9,70
34,8%	11,66	11,12	10,63	10,18	9,76

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