



Researchstudie (Initial Coverage)

Vectron Systems AG



VECTRON

**Digitale Services und damit die Wertschöpfung je Kunde sollen stark ausgebaut werden;
Umfangreiche Kundenbasis für digitalen Roll-Out vorhanden;
Positive Einflüsse durch Fiskalisierungseffekt**

Kursziel: 21,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 32

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“

Vectron Systems AG^{*5a,11}

KAUFEN

Kursziel: 21,15 EUR

aktueller Kurs: 13,20
09.06.2021 / XETRA / 17:36
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7
WKN: A0KEXC
Börsenkürzel: V3S
Aktienanzahl³: 8,04
Marketcap³: 106,10
EnterpriseValue³: 96,45
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 58,5 %

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

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

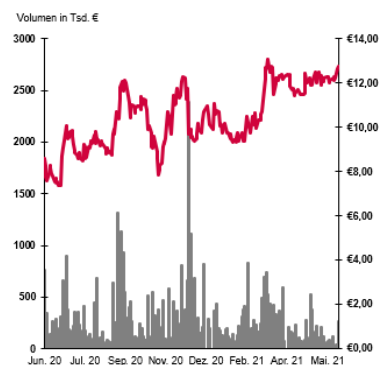
Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: 205 (31.12.2020)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmler, Jens Reckendorf,
Silvia Ostermann



Die Vectron Systems AG ist ein full-size Systemlösungsanbieter, der aus eigener Engineering-Leistung heraus Hardware, Software und cloudbasierte Services im internationalen Markt anbietet. Neben Entwicklung, Vertrieb und entgeltlicher Überlassung von integrierten Lösungen für Kasseninstallationen, gehören Software- und cloudbasierte Datenanalyse-, Datenmanagement-, Warenwirtschafts-, CRM- und Service-Module sowie Schnittstellen für Drittanbieter zum Leistungsspektrum. Die Vectron Cloud-Services umfassen digitale Dienste, die sich neben dem B2B- auch an den B2C-Bereich richten. Sie beinhalten die Analyse, das Verarbeiten und das Reporting von produktbezogenen Transaktionsdaten. Des Weiteren werden Kundenbindungs-Tools wie digitale Stempelkarten, Coupons und Deals sowie Effizienzwerkzeuge, beispielsweise Tischreservierung und Lieferservice, angeboten. Alle Dienste sind direkt mit dem Kassensystem verbunden, wodurch dieses zum zentralen Data Center wird.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	27,77	34,62	41,16	57,58
EBITDA	-2,19	3,52	5,81	12,13
EBIT	-2,58	3,12	5,41	11,73
Jahresüberschuss	-2,07	2,73	4,45	8,21

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,26	0,34	0,55	1,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,47	2,79	2,34	1,68
EV/EBITDA	-44,00	27,43	16,60	7,95
EV/EBIT	-37,38	30,96	17,83	8,22
KGV	-51,38	38,80	23,83	12,92
KBV	4,66			

Finanztermine

10.06.2021: Hauptversammlung
31.08.2021: Halbjahresbericht 2021
07.09.2021: ZKK Zürich
22.-24.11.2021: EK-Forum
07.-08.12.2021: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung/ Kursziel in EUR/ Rating

-

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 33

EXECUTIVE SUMMARY

- Bei der Vectron Systems AG stand bislang insbesondere der Verkauf von Kassensystemen im Vordergrund. Neben der zum Teil selbst entwickelten Hardware ist die Vectron-Software das wichtigste Asset der Vectron-Produkte. Mit mittlerweile mehr als 240.000 Installationen in mehr als 30 Ländern zählt Vectron Systems AG zu den größten europäischen Herstellern von Kassensystemen und konnte sich in Deutschland insbesondere bei Bäckereien und Gastronomiebetrieben einen Marktanteil von etwa 25 % sichern.
- Mit dem Vertrieb der Kassensysteme hat die Vectron Systems AG bislang größtenteils einmalige Umsätze erwirtschaftet. Da jedoch digitale Services zunehmend an Bedeutung gewinnen, wird die Gesellschaft das Digitalgeschäft in den Mittelpunkt der Strategie stellen. Damit verbunden ist eine deutliche Erhöhung der wiederkehrenden Einnahmen sowie eine Steigerung des Life-Cycle-Values je Kunde. Über Cloud-Module können die Vectron-Kunden nun mehrere digitale Services, die sie sonst über viele Einzelverträge abdecken, direkt mit dem Erwerb der Vectron-Kassen über den Fachhandel dazubuchen. Die Kasse dient künftig als SaaS-Datacenter, mit einer direkten Verbindung zu den Vectron-Cloud-Services. Beispiele für Cloud-Module sind Rechnungsarchive, Speisekarten-Downloads, Ausgabe digitaler Bons, DATEV-Anbindung aber auch Tischreservierungen, Online-Bestellservices oder die kontaktlose Abrechnung.
- Ein weiterer wichtiger Aspekt der Geschäftsentwicklung ist die so genannte Fiskalisierung von Kassensystemen, im Rahmen derer es bis zum Stichtag 31.03.2021 verpflichtend war, dass die in den Kassen aufgezeichneten Daten durch eine technische Sicherheitseinrichtung zu schützen sind. Bereits in der Vergangenheit hatte die Vectron Systems AG von solchen regulatorischen Maßnahmen, die in der Regel eine Neuanschaffung oder Umrüstung der bestehenden Kassen erfordern, profitiert. Jedoch hatten die pandemiebedingten Schließungen der Gastronomie zu einer deutlichen Verzögerung bei den Neubestellungen geführt und die Gesellschaft geht derzeit davon aus, dass weniger als 50 % der Kassen die gesetzlichen Anforderungen erfüllen. Nach Auskunft des Vectron-Managements soll für einen Zeitraum von ca. zwei Jahren hieraus positive Effekte vorliegen.
- Trotz der Pandemielage war die Vectron Systems AG aber in der Lage, in 2020 ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,3 % auf 27,77 Mio. € (VJ: 25,17 Mio. €) zu erwirtschaften. Im Zuge der Geschäftsausweitung sowie vor dem Hintergrund der anstehenden notwendigen technischen Weiterentwicklung der Kassensysteme, hatte die Gesellschaft einen Ausbau der Belegschaft, insbesondere im Bereich der Produktentwicklung, vorgenommen. Auch Investitionen in die Entwicklung der neuen digitalen Services haben insgesamt die operative Kostenbasis angehoben. Trotz Umsatzsteigerung reduzierte sich daher das EBITDA auf -2,19 Mio. € (VJ: -1,39 Mio. €). Analog zum EBITDA lag das Nachsteuerergebnis mit -2,07 Mio. € (VJ: -1,39 Mio. €) ebenfalls unter Vorjahreswert.
- Kurzfristig wird die Vectron-Geschäftsentwicklung noch von den pandemiebedingten Auswirkungen geprägt sein, denen jedoch eine erhöhte Nachfrage nach TSE-konformen Kassen sowie eine Steigerung der Digitalumsätze gegenüberstehen dürfte. Die staatlichen Fördermaßnahmen im Rahmen der so genannten Überbrückungshilfe III, wonach Digitalinvestitionen von bis zu 20.000 € gefördert werden, sollten einen Investitionsanreiz für Gastronomiebetriebe stellen. Als Folge der Corona-Pandemie lässt sich zudem eine Zunahme bei digitalen Dienstleistungen beobachten. Dabei werden beispielsweise kontaktlose Bezahl- und Bestellmöglichkeiten

ten deutlich stärker nachgefragt als zu Beginn des vergangenen Geschäftsjahres. Einen starken Boom haben auch Online-Bestelldienste erlebt. Mit „resmio“, „epay“ oder „restablo“ verfügt die Vectron über Kooperationspartner in diesem wachstumsstarken Segment. Eine weitere Anbindung mit größeren Lieferdiensten soll zudem zukünftig möglich sein.

- Nach Ablauf der kurzfristigen Effekte im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und der Fiskalisierung wird die Vectron ab dem laufenden Geschäftsjahr 2021 verstärkt den Vertrieb der digitalen Services adressieren. Es ist dabei geplant, einen starken Anstieg der wiederkehrenden Umsätze zu erreichen, wodurch insgesamt eine höhere Umsatzstabilität erreicht werden soll. Der Löwenanteil des Fiskalisierungseffektes sollte jedoch noch im laufenden Geschäftsjahr 2021 für zusätzliches Geschäft sorgen, während bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 mit einem nachlassenden Effekt zu rechnen ist. Zugleich rechnen wir aber mit einer stark anziehenden Nachfrage nach digitalen Services und folglich sollten die wiederkehrenden Umsätze diese rückläufige Nachfrage auffangen. In Summe rechnen wir, nach einem starken Umsatzanstieg auf 34,62 Mio. € (2021e), mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums auf 41,16 Mio. € (2022e) sowie auf 57,58 Mio. € (2023e).
- Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem sichtbaren Ergebnisanstieg, begleitet von einer sukzessiven Rentabilitätsverbesserung. Die allgemeine Margenverbesserung ist einerseits auf Skaleneffekte, als Folge der positiven Umsatztendenz zu sehen. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die wiederkehrenden Umsätze aus dem neuen Digitalangebot margenstärker sein dürften als der bisherige alleinige Verkauf von Kassensystemen.
- **Wir haben die Vectron Systems AG im Rahmen eines DCF-Modells bewertet und ein Kursziel in Höhe von 21,15 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 13,20 € vergeben wir damit das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

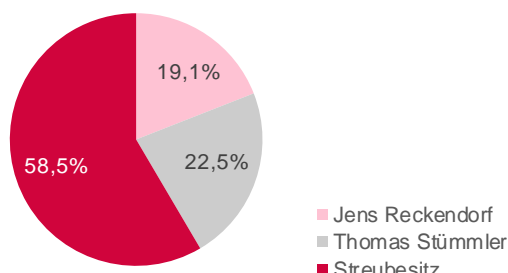
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur.....	5
Unternehmenshistorie	5
Stammgeschäft der Vectron Systems AG	6
Vectron-Kassen.....	6
Duratec-Kassen und Produkte	6
Eigenentwickelte Software	7
Preismodell der Vectron-Kassen.....	8
Digitale Lösungen	8
Neue digitale Services.....	10
Markt und Marktumfeld	12
Die Entwicklung des deutschen Gastgewerbes.....	12
Die Entwicklung des deutschen Bäckerhandwerks	14
Digitalisierung im Gaststättengewerbe.....	15
Fiskalisierung in Deutschland	16
Historische Unternehmensentwicklung.....	17
Zahlen im Überblick.....	17
Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	18
Historische Umsatzentwicklung	18
Historische Ergebnisentwicklung	20
Historische Cashflow-Entwicklung.....	22
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen.....	23
SWOT-Analyse.....	25
Prognosen und Modellannahmen	26
Prognosegrundlage	26
Pandemiebedingte Auswirkungen	26
Fiskalisierungseffekt	27
Roll-Out neue digitale Services.....	27
Umsatzprognosen 2021 – 2023.....	28
Ergebnisprognosen 2021 - 2023	28
Bewertung	30
Modellannahmen.....	30
Bestimmung der Kapitalkosten	30
Bewertungsergebnis.....	30
DCF-Modell.....	31
Anhang.....	32

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
Jens Reckendorf	19,1%
Thomas Stümmler	22,5%
Streubesitz	58,5%

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG



Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
1990	Gründung der Vectron Systems Datentechnik in Münster durch Jens Reckendorf und Thomas Stümmler
1993	Start der Entwicklung eines eigenen Kassensystems (Vectron POS)
1996	Einführung des ersten Vectron-Kassensystems zur Cebit (Import von Hardware aus den USA)
1998	Vorstellung der Vectron POS 32 auf der Cebit (eigenentwickelte und selbst produzierte Hardware)
1999	Börsengang im Segment Neuer Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2000	Großaufträge von Bäckereiketten erhalten, Einführung Vectron POS Mobile und Vectron POS Micro
2001	Neuer Firmensitz in Loddenheide mit 8.000 qm Büro- und Produktionsfläche, Großauftrag von US-Fast-Food-Kette
2002	Wechsel in den geregelten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2005	Produkteinführung der Vectron POS MobilePro; Verschmelzung der Hansa Chemie und der Vectron Systems AG
2006	Management Buyout und Neugründung der Vectron Systems AG (Geschäftsbereich der Vectron Systems wurde von der Hansa Group AG zurückgekauft); Einführung der Vectron POS Modular
2007	Börsenlisting im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
2008	Vectron erhält von der K&U Bäckerei GmbH zur Ausstattung von 1.200 Kas senplätzen größten Auftrag der Unternehmensgeschichte; Aktiensplit 1:3
2010	Markteinführung des multifunktionalen Kundenbindungssystems bonVito
2011	Neue Kassensoftware ermöglicht Anbindung von Peripheriegeräten und Back-office-Programmen
2012	Gründung der bonVito GmbH, um die Entwicklungs- und Vertriebsaktivitäten in diesem Bereich besser bündeln zu können
2013	Einführung des günstigen Kassensystems für die Gastronomie unter dem Namen Duratec
2016	Erwerb der Mehrheit an der posmatic GmbH
2017	Kooperation mit Coca-Cola und Investition in die Generation der GetHappy App.
2019	epay, resmio und restablo kooperieren mit Vectron; Markteinführung Duratec Digital World; Vectron liefert die ersten Kassensysteme mit zertifizierter TSE (vorgeschriebene technische Sicherheitseinrichtung)
2020	myVectron Digital-Bon deckt die Bonausgabepflicht ab; mit der Einführung der Vectron POS 7 wird eine neue modulare High-End-Kassenlösung eingeführt

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Stammgeschäft der Vectron Systems AG

Das 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 240.000 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 sind und dadurch aufeinander gut abgestimmt sind. Zusätzlich dazu bietet die Gesellschaft digitale Cloudlösungen an. Die klassischen Registrierkassen werden dabei unter den Markennamen Vectron und Duratec vertrieben.

Vectron-Kassen



Unter dem Markennamen Vectron werden POS-Kassen (Point of Sale) als stationäre und mobile Systeme vertrieben. Das Produktangebot umfasst derzeit fünf hochwertige stationäre Kassen sowie eine mobile Komplettkasse, die durch weitere Peripheriegeräten, wie Kundendisplays oder Wägeplattformen ergänzt werden. Wichtig für den Adressatenkreis der Vectron ist dabei, dass die Kassen für unterschiedliche Betriebsgrößen eingesetzt werden können und zudem netzwerktauglich und damit auch für das Filialgeschäft geeignet sind. Von der Installation einzelner Kassen bis hin zu Filialen mit einer vierstelligen Installationsanzahl kann damit die Vectron ein breites Spektrum abdecken. Zudem verfügen die Kassen über eine große Anzahl an Schnittstellen, womit weitere individuelle Peripheriegeräten problemlos angeschlossen werden können. Dazu zählen Cash-Management-Systeme, Scanner, Bon- und Belegdrucker, Waagen etc. und damit lassen sich Kunden aus unterschiedlichen Branchen adressieren.



Duratec-Kassen und Produkte



Für das mittlere Preis- und Leistungssegment werden seit 2013 Kassensysteme unter dem Namen Duratec angeboten. Zwar haben die Duratec-Produkte als technologische Grundlage die Vectron-Kassen, jedoch weisen diese einen deutlich eingeschränkten Funktionsumfang auf. Durch die Abgrenzung zu den Vectron-Kassen sollen unterschiedliche Kundengruppen angesprochen werden, um damit nicht die Gefahr einer möglichen Kannibalisierung aufkommen zu lassen. Die Kassen und die Software sind für unterschiedliche Branchen und Anwender mit Standardanforderungen optimiert: Restaurant, Pizzeria, Imbiss, Friseur etc. Unter dem Namen Duratec wird derzeit ein Kassensystem (POS S14) vertrieben. Zusätzlich dazu wird eine Kassensoftware, eine mobile App und eine Reporting App für iOS & Android sowie eine Backoffice-Software angeboten.

DURATEC
a brand of Vectron

posmatic-iPad-Kasse



Über die 100%ige Tochtergesellschaft posmatic GmbH bietet die Vectron ein finanzamt-konformes iPad-Kassensystem für die Gastronomie und Hotellerie an. Unter diesem Markennamen ist dabei eine Vielzahl an Produkten und Funktionen vereint. Neben der klassischen Kassensoftware für iPad und weitere mobile Geräte lassen sich beispielsweise über ein Dashboard alle Vorgänge im Betrieb in Echtzeit darstellen. Auch Hardware wie Kellnerschloss, Kundenpager oder Gutscheine- und Gutscheinkarten gehören zum Produktspektrum der posmatic. Mit Kundendisplays über die iPod touch-Technologie kann zudem der Verkaufsprozess am Tresen abgedeckt werden. Küchenmonitore oder Kundenmonitore sowie Tischpläne gehören zu den Funktionen der posmatic-Software dazu.

posmatic

Eigenentwickelte Software

Die teilweise eigenentwickelte Hardware wird von der selbst entwickelten Software ergänzt, wodurch ein gutes Zusammenspiel gewährleistet ist. Die Softwarekomponenten setzen sich aus der Kassensoftware und der Back-Office-Software zusammen und werden bislang als einmalige Lizenz mit unbegrenzter Nutzungsdauer an die Kunden verkauft. Da Softwareupdates nur im begrenzten Umfang im Lizenzvertrag enthalten sind, können bei größeren Software-Sprüngen erneut Lizenzabschlüsse generiert werden.

Die Kassensoftware für stationäre und mobile Systeme wird seit der Gründung der Gesellschaft selbst entwickelt. Es besteht dabei auch die Möglichkeit, die Vectron-Kassensoftware auf fremder Hardware laufen zu lassen, um damit PCs und Tablets in vollwertige Registrierkassen umwandeln zu lassen. Auch in diesem Bereich liegt eine Vielzahl an Schnittstellen vor, um spezifische Branchen- oder Backoffice-Lösungen barrierefrei mit der Vectron-Software zu verbinden. Die Kassensoftware wird auch als 100% finanzamt-konforme App für Smartphones angeboten, um damit beispielsweise in Restaurants die Abrechnung „am Tisch“ zu ermöglichen.

Mit den Back-Office-Lösungen der Vectron können beispielsweise alle im Netzwerk angebotenen Kassen verwaltet und gewartet (Vectron Commander), alle Kassendaten automatisiert ausgewertet (Vectron Journal Tool) oder kompakte Buchhaltungsaufgaben und die Kundenverwaltung abgedeckt werden (Vectron Contacts).

Preismodell der Vectron-Kassen

Bei der Veräußerung der oben dargestellten Hard- und Software handelt es sich in der Regel um ein nicht wiederkehrendes Einmalgeschäft, welches jedoch mit hohen Margen ausgestattet ist. Erst wenn ein Kunde neue Hardware oder ein Upgrade der Software vornimmt, lassen sich neue Erlöse generieren. Neben dem klassischen Verkaufsgeschäft bietet die Vectron ihren Endkunden jedoch auch ein Sale-and-Lease-Back-Modell an und weist aus der Untervermietung im geringen Umfang auch wiederkehrende Erträge auf.

Produkt		Kaufpreis	Leasingpreis/mtl.
Vectron POS Touch 15 II PCT		ab 3.598 €	ab 87 €/mtl.
Vectron POS Touch15 II Wide		ab 3.598 €	ab 87 €/mtl.
Vectron POS Touch 12 II PCT		ab 3.198 €	ab 79 €/mtl.
Vectron POS Touch 14 Wide		ab 2.698 €	ab 69 €/mtl.
Vectron POS MobilePro III		ab 2.066 €	ab 49 €/mtl.
Duratec POS S14		ab 1.990 €	ab 49 €/mtl.

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Digitale Lösungen

Um eine Steigerung der wiederkehrenden Umsätze sowie um eine Ausweitung des Produktangebotes zu erreichen, hat die Vectron seit mehreren Geschäftsjahren digitale Geschäftsmodelle entwickelt. Im Bereich der digitalen Services bietet die Gesellschaft über die Marken myVectron, posmatic und bonVito Software-as-a-Service-Produkte (Saas) an.

myVectron Digitalpaket

Unter myVectron sind unterschiedliche digitale Services zusammengefasst. Beispielsweise speichert das myVectron Fiskalarchiv historische Fiskaldaten aus der Kasse in die Cloud, bestehend aus Vectron-Servern. Mit der myVectron Reporting-App lassen sich alle wichtigen Betriebskennzahlen in Echtzeit auslesen und analysieren. Seit Januar 2020 können Nutzer von myVectron zudem der Belegausgabepflicht ohne Papierverschwendung nachkommen. Der Digital-Bon wird dabei direkt auf dem Kundendisplay als QR-Code angezeigt. Auch eine Anbindung des DATEV-Kassenarchivs soll in Kürze möglich sein.

bonVito

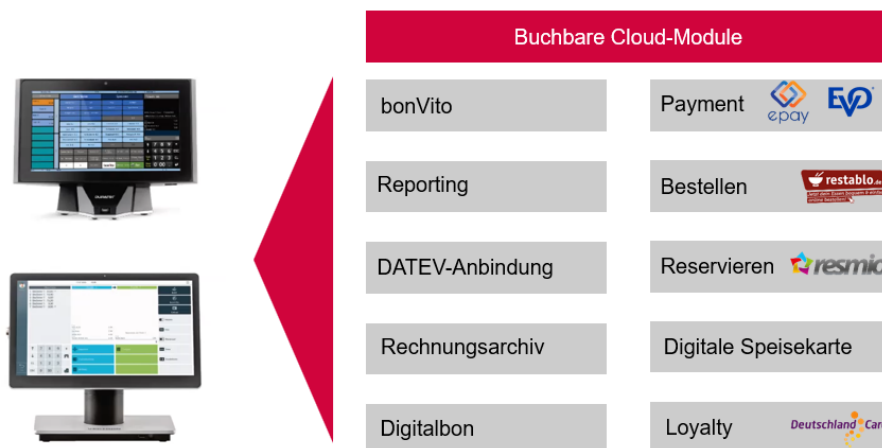
Mit dem Kundenbindungsservice bonVito bietet die Vectron eine Online-Services-Plattform für Großkunden an. Mit den Produkten von bonVito werden die Bereiche Stempelheft, Couponing, Bonuspunkte, e-Payment, Online-Bezahlung und Direkt-Rabatte abgedeckt. bonVito kann zudem als Kampagnen-Tool für digitales Marketing und eine zielgruppengenaue Kundenansprache genutzt werden und zeigt durch ein Echtzeit-Reporting den Erfolg der Kampagnen an. Weitere Funktionen wie die Kundenkarte inklusive Payment-Funktion und Online-Tischreservierung zählen zum Produktspektrum von bonVito dazu. Die derzeit 100 %ige Beteiligung bonVito GmbH wird ab dem laufenden Geschäftsjahr 2021 vollkonsolidiert.



Neue digitale Services

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 lag der Anteil der wiederkehrenden Umsätze, inklusive bonVito, bei etwa 18 %, bzw. 5,39 Mio. €. Damit erwirtschaftet die Gesellschaft überwiegend Umsätze einmaliger Natur, was mit dem Nachteil einer nur geringen Wertschöpfung aus den bestehenden Kundenbeziehungen verbunden ist. Bei einer Kassennutzungsdauer von etwa sieben Jahren lassen sich mit den bestehenden Kunden erst nach Ablauf dieses vergleichsweise langen Zeitraums oder erst mit größeren Updates Umsätze erwirtschaften. Bei einer durchschnittlich aus dem Verkauf von Hard- und Software erzielten Marge von etwa 1.500 € liegt der auf den Zeitraum von sieben Jahren bezogene Life-cycle-value je Kunde bei ca. 200 € p.a.

Um die Einnahmen je Kunde aber auch um eine bessere Planbarkeit der Umsätze zu erreichen und damit weniger anfällig von Marktschwankungen zu werden, soll das Digitalgeschäft im Mittelpunkt des Vectron-Geschäftsmodells stehen. Dabei adressiert die Vectron ein grundlegendes Problem der Gastronomie. Aktuell müssen Restaurantbetreiber viele Einzelverträge abschließen und überblicken. So werden beispielsweise für die Online-Bestellung, für die Online-Tischreservierung oder mit dem Payment-Provider unterschiedliche Verträge abgeschlossen. Neben einem höheren Verwaltungsaufwand geht dies mit der fehlenden Integration der einzelnen Verträge einher, was bedeutet, dass im Alltagsgeschäft viele Doppelabfragen etc. vorgenommen werden müssen.



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Die Kasse dient künftig als SaaS-Datacenter, mit einer direkten Verbindung zu den Cloud-Services, womit auch ein direkter Datenaustausch möglich ist. Neue und bestehende Vectron-Kunden können unter Buchung unterschiedlicher Cloud-Module nur mit einem Vertrag alle für den Gastronomie- und Bäckerei-Betrieb relevanten digitalen Services aus „einer Hand“ abdecken. Als Hardware-Basis für die Buchung von Cloud-Modulen dienen weiterhin die Kassensysteme der Vectron (Vectron, Duratec, posmatic), in denen alle Cloud-Module voll integriert sind.

Die Cloud-Module sind zum Teil selbst entwickelt und beinhalten darüber hinaus für das Projekt geeignete Kooperationspartner. Über eine Reporting-App von myVectron ist beispielsweise der Abruf von Echtzeitdaten, wie etwa Tagesumsätze, Umsatzverlauf, Prognosen etc. möglich. Im Januar 2020 wurde zudem eine eigenentwickelte digitale Bonlösung eingeführt, mit der die Bondpflicht papierlos abgedeckt werden kann.

Buchbare Cloud-Module im Rahmen von Kooperationspartnerschaften betreffen derzeit die Bereiche Payment, Bestellungen, Reservierungen, Loyalty und digitale Speisekarte. Ein gutes Beispiel ist das Online-Bestellmodul mit dem Kooperationspartner restablo.de. Während bislang Online-Bestellungen auf kassenfremde Systeme eingegangen sind, was für den Gastronomiebetreiber einen erhöhten Verwaltungsaufwand bedeutete, werden bei Nutzung dieses Moduls die Online-Bestellungen direkt im Vectron-Kassensystem angezeigt und abgerechnet. Der Bestellvorgang wird auch gleichzeitig von allen anderen Vectron-Modulen erfasst und verarbeitet.

Ein Teil der buchbaren Module wird im Rahmen so genannter pay-per-use-Modelle angeboten, während, je nach gewähltem Tarif, ein Teil der Module im monatlichen Tarif enthalten ist. Sollte sich beispielsweise ein Kunde für den myVectron Standard-Tarif entscheiden, würde er für acht Module einen monatlichen Preis von 24,90 € bezahlen. Abzüglich der Provisionen für den Fachhandel würde die Vectron eine Marge von etwa 15 €/mtl. einnehmen, was aufs Jahr hochgerechnet 180 € entspricht. Damit könnte der Life-cycle-Value, der alleine aus dem bisherigen Hard- und Software-Verkauf bei etwa 200 € p.a. liegt, nahezu verdoppelt werden. Zusätzliche Modulbuchungen ermöglichen hier sogar eine höhere Steigerung der Wertschöpfung je Kunde.

	myVectron Start	myVectron Standard
myVectron Module	36 Monate für 0 €	8 Module für 24,90 € mtl.
Rechnungsarchiv	✓	✓
Kassen-Backup	✓	✓
Speisekarten-Download	✓	✓
POS Update	14,90 € mtl.	✓
Fiskalarchiv	Nur in Verbindung mit DATEV-Modul	✓
Fiskalgarantie DE 2020	Nicht in diesem Tarif verfügbar	✓
Reporting	4,90 € mtl.	✓
Digital-Bon	7,90 € mtl.	✓
Anbindung DATEV Kassenarchiv online	25,00 € mtl.	15,00 mtl.
MobileApp	Staffelpreis: 1. und 2. MobileApp, mtl. je MobileApp = 34,90 € / 3. bis 6. MobileApp, mtl. je MobileApp = 29,90 € / 7. bis 10. MobileApp, mtl. je MobileApp = 19,90 €	
Tischreservierung resmio	0,99 € pro Reservierung	
Bestellservice restablo	8 % vom Bruttoumsatz (36 Monate Laufzeit)	
Pay Bundle	(0,9%% bis 1,9%) 48 Monate Laufzeit	

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

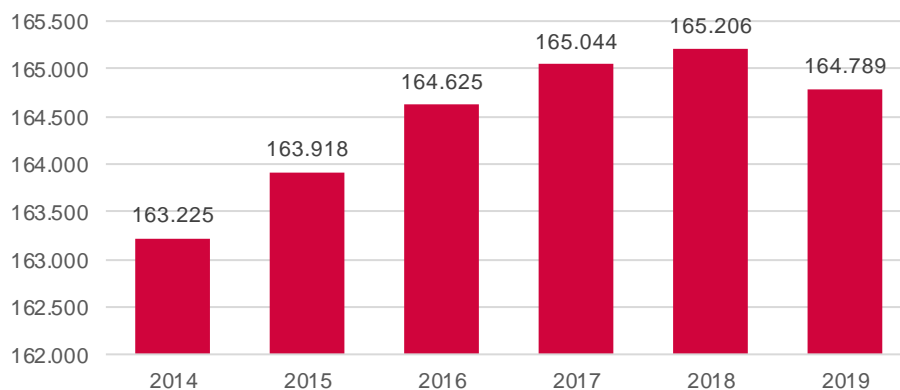
Gemäß der dargestellten Unternehmensausrichtung liegt der Fokus der Vectron auf der Entwicklung und dem Vertrieb von digitalen Kassensystemen für die Gastronomiebranche und das Bäckereihandwerk. Die Gesellschaft agiert hierbei in einem stark segmentierten Markt, sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite. Dennoch konnte sich die Vectron einen erheblichen Marktanteil von rund 25,0 % in der DACH-Region erwirtschaften und stellt somit im deutschsprachigen Raum den Marktführer für Kassensysteme dar.

Die Entwicklung und der Absatz neuer Kassensysteme war in den vergangenen Jahren stark von der Gesetzgebung zur allgemeinen Einführung von manipulationssicheren Kassensystemen beeinflusst. Dazu zählen insbesondere die Fiskalisierung der Kassensysteme in Österreich seit 2016 und in Deutschland seit 2020. Des Weiteren führt eine voranschreitende Digitalisierung von Geschäftsprozessen zu einer steigenden Nachfrage an digitalen Kassensystemen. Grundsätzlich ist die Vectron in einem von positiven Trends geprägten Marktumfeld tätig und sollte auch in Zukunft an diesen Trends partizipieren. Vor dem Hintergrund der starken Marktposition und der klaren Fokussierung auf die Gastronomie und das Bäckerhandwerk, konzentrieren wir uns in der nachfolgenden Marktdarstellung auf das deutsche Gastgewerbe sowie das deutsche Bäckerhandwerk.

Die Entwicklung des deutschen Gastgewerbes

Die deutsche Hotellerie und Gastronomie werden stark von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen beeinflusst und konnten somit in der Vor-Corona-Periode an der starken konjunkturellen Entwicklung in Deutschland partizipieren. Seit Ende der Finanzkrise im Jahr 2009 erhöhten sich die Konsumausgaben für Beherbergung und Gaststätten in Deutschland von 64,4 Mrd. € auf 95,8 Mrd. €. Zu dieser positiven Entwicklung im deutschen Gastgewerbe haben das im internationalen Vergleich sehr guten Preis-Leistungs-Verhältnis und die anhaltende Konsum- und Reisefreude der Verbraucher beigetragen. Der Trend steigender Konsumausgaben schlägt sich in den letzten Jahren auch in der Anzahl der Gaststättengewerbe nieder. Zwar unterliegt die Anzahl von gastronomischen Betrieben in Deutschland einer relativ niedrigen Schwankungsrate, dennoch verzeichnete der Deutsche Hotel- und Gaststättenverband (DEHOGA) zwischen den Jahren 2014 und 2019 mehr als 1.500 Neueröffnungen.

Anzahl der gastronomischen Betriebe in Deutschland

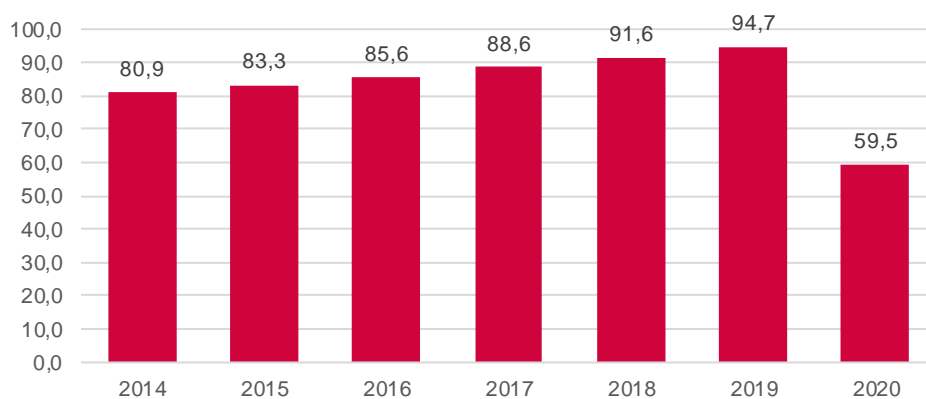


Quelle: DEHOGA; GBC AG

Analog dazu zeigt die Umsatzentwicklung des deutschen Gastgewerbes eine grundsätzlich positive Entwicklung in den vergangenen Jahren auf. Durch die steigenden Kon-

sumausgaben für Beherbergung und Gaststätten erzielte die Hotellerie und die Gastronomie steigende Umsatzerlöse, mit einem Umsatzplus zwischen 2014 und 2020 in Höhe von 17,1 %. Jedoch wurde dieser langjährige positive Trend durch den Ausbruch der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020 abrupt unterbrochen. Das Gastgewerbe gehört zu den am stärksten von der Corona-Pandemie betroffenen Branchen. Zum einen musste die Gastronomie nach dem Ausbruch der Pandemie vorübergehend komplett schließen und konnte anschließend von Mai bis November nur einen eingeschränkten Service bzw. einen Take-Away-Service anbieten. Andererseits sind seit dem 02. November 2021 alle Speiselokale geschlossen und können nur noch Speisen zum Abholen anbieten. Durch den eingeschränkten Service verzeichnete das deutsche Gastgewerbe einen Umsatzrückgang von 37,2 % auf 59,5 Mrd. € im Jahr 2020.

Umsatz im deutschen Gastgewerbe (in Mrd. €)



Quelle: DEHOGA; GBC AG

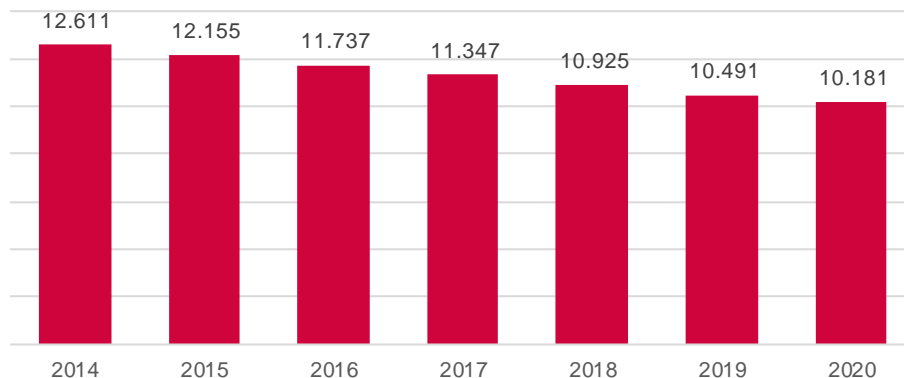
Die Bundesregierung hat für die Hotellerie und die Gastronomie verschiedene Unterstützungsleistungen beschlossen, um wirtschaftliche Schäden für die Betriebe abzumildern. Neben den allgemeinen Corona-Unterstützungen wie Soforthilfen, Kurzarbeitergeld, Mehrwertsteuerreduzierung und Steuerstundungen, wurden für das Gastgewerbe weitere spezielle Hilfen beschlossen. Dazu zählen die Mehrwertsteuerreduzierung für Speisen. Bis zum 31.12.2022 beträgt die Umsatzsteuer für Restaurant- und Verpflegungsdienstleistungen nur 7 statt 19 Prozent. Zudem wurden im Zuge der Lokalschließungen die so genannten November- und Dezemberhilfen beschlossen. Auch können Gastgewerbebetriebe die Überbrückungshilfe III für die Monate Januar bis Juni 2021 in Anspruch nehmen.

Trotz der umfangreichen staatlichen Hilfen für das Gastgewerbe befinden sich viele Betriebe in existenziellen Notsituationen. Die DEHOGA verzeichnete allein in den Monaten Januar bis November 2020 über 1.000 eröffnete Insolvenzverfahren. Ein weiteranhaltender Lockdown und fehlende Umsätze dürfte weitere Gastronomie- und Hotelleriebetriebe zur Geschäftsaufgabe zwingen und eine Konsolidierung im Markt beschleunigen. Mittelfristig ist jedoch zu erwarten, dass das Gaststättengewerbe an die Tendenz vor der Corona-Pandemie anknüpfen sollte. Aufgrund der erwarteten unveränderten Nachfrage im Gastronomiemarkt ist dann mit Ersatzeröffnungen und damit letztendlich mit einer stabilen Anzahl an Gastronomie-Betrieben zu rechnen. In diesem Umfeld könnte die Vectron mit ihrem hohen Marktanteil sogar profitieren, da Neueröffnungen mit guten Absatzchancen für neue Kassensysteme einhergehen.

Die Entwicklung des deutschen Bäckerhandwerks

Zwar zählt das deutsche Bäckerhandwerk zu einem der wichtigsten Lebensmittelerzeugern, dennoch reduziert sich seit Jahren die Zahl der Betriebe. Zwischen 2014 und 2020 hat sich die Anzahl der Backbetriebe deutschlandweit um 2.430 reduziert. Gleichzeitig weisen die Backbetriebe eine steigende Filialanzahl auf, so dass die Anzahl der Verkaufsstellen bei etwa 45.000 gleich geblieben ist.

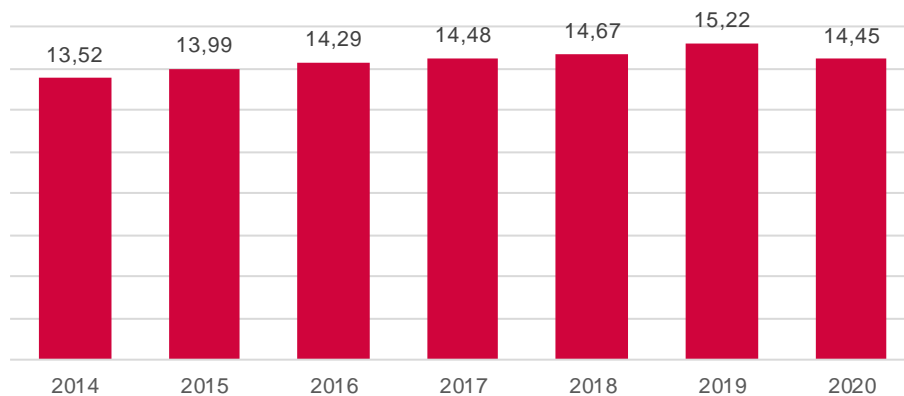
Anzahl der Backbetriebe in Deutschland



Quelle: Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks e.V.; GBC AG

In den letzten Jahren wurde nicht nur eine verstärkte Nachfrage nach Produkten aus regionalen Rohstoffen beobachtet, sondern auch eine immer weiter steigende Nachfrage nach Coffee-to-go. Beide Trends führen seit Jahren, trotz der rückläufigen Betriebsanzahl, zu weiter steigenden Umsätzen der Bäcker. Ebenfalls hat ein verändertes Konsumverhalten die Umsätze der Bäckereien positiv beeinflusst. Heutzutage werden statt drei großen Mahlzeiten vermehrt auf schnelle Mahlzeiten bzw. Snacks zurückgegriffen. Entscheidend sind hierbei vor allem die Qualität und die Vielfalt des Snack-Angebots. Zwischen 2014 und 2019, also noch vor Ausbruch der Corona-Pandemie, kletterten die Umsätze der deutschen Bäcker um 12,6 %.

Umsatz im deutschen Backgewerbe (in Mrd. €)



Quelle: Zentralverband des Deutschen Bäckerhandwerks e.V.; GBC AG

Der Ausbruch der Corona-Pandemie verursachte dann einen starken Nachfragerückgang. Pandemiebedingt wurde der Alltag vieler Konsumenten stark beeinflusst und verändert. Viele Arbeitnehmer arbeiten seit Ausbruch der Corona-Pandemie aus dem Home-Office. Durch die veränderte Arbeitsplatzsituation ist der Absatz von Coffee-to-go und der Kauf von Snacks auf dem Weg ins Büro stark zurückgegangen und somit wurde der Umsatz der Bäckereien insgesamt negativ beeinflusst. Zwar konnten Bäckereien auch

während der Corona-Beschränkungen uneingeschränkt öffnen, nichtsdestotrotz musste das Bäckereihandwerk einen Umsatzrückgang von -5,1 % auf 14,45 Mrd. € verzeichnen. Insgesamt und insbesondere im Vergleich zur Entwicklung des Gaststättengewerbes war das deutsche Backgewerbe aber deutlich weniger von den Auswirkungen der Corona-Maßnahmen betroffen.

Digitalisierung im Gaststättengewerbe

Ein wichtiger Treiber für die Vectron-Produkte ist der grundsätzliche Digitalisierungstrend am POS. Seit mehreren Jahren lässt sich ein Trend weg vom Bargeld hin zum bargeldlosen Bezahlen im Einzelhandel beobachten. Im Jahr 2018 wurden erstmals mehr bargeldlose Zahlungen (48,6%) als Bargeld-Transaktionen (48,3%) registriert. Seitdem hat sich in Deutschland dieser Trend fortgesetzt und wurde nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie sogar nochmal beschleunigt. Ausschlaggebend dafür waren insbesondere Corona-Hygiene-Regeln, die nur mit bargeldlosen Bezahlvorgängen erfüllt werden konnten.

Im Jahr 2020 wurden laut Deutscher Bundesbank immer noch 61% aller Transaktionen mit Bargeld beglichen, jedoch entspricht dies nur noch einem Wertanteil von 38%. Dem gegenüber stehen 36% aller Transaktionen, die via Kartenzahlung (Girocard, Debitkarte oder Kreditkarte) bezahlt und einen Wert von 59% aller Transaktionen ausmachen. Dies dürfte auf die mittlerweile weitverbreitete Akzeptanz des kontaktlosen Bezahls, mit dem erhöhten Limit auf 50 € ohne PIN-Bestätigung, zurückzuführen sein. Der Trend hin zum bargeldlosen Zahlen wurde zudem von den neuen Zahlungslösungen wie Apple Pay und Google Pay beeinflusst.

Der Trend des bargeldlosen Zahlens lässt sich auch in der deutschen Gastronomie beobachten. Laut Studienlage erwarten mehr als 90 % der befragten Kunden, dass die Akzeptanz von Kartenzahlungen in der Gastronomie als Service dazugehören sollte. Zumal es praktisch ist, mit dem Smartphone oder der Karte kontaktlos zu zahlen – dies gilt auch für Kleinstbeträge. Fast jeder Zweite hat innerhalb des letzten Jahres in einem Gastronomiebetrieb kontaktlos mit Karte oder Smartphone bezahlt. Rund 30% der Gäste geben an, dies in der Zukunft auszuprobieren.

Durch den vermehrten Einsatz von bargeldlosen Transaktionen lässt sich in den grundsätzlich bargeldintensiven Branchen wie der Gastronomie viele Vorteile erreichen. Der Zahlungsprozess lässt sich durch das kontaktlose Zahlen per Karte oder Smartphone erheblich vereinfachen und beschleunigen. Die Gefahr der Falschgeldannahme, von Überfällen, von Diebstahl oder Unterschlagung reduziert sich zudem deutlich.

Das deutsche Gastgewerbe wurde von den Folgen der Corona-Pandemie besonders hart getroffen und zeitgleich führte dies den deutschen Gastronomen klar vor Augen, wie wichtig die Digitalisierung für ihr Geschäftsmodell ist. Nach dem Ausbruch der Pandemie haben 32% der Betriebe kurzfristig betriebserfolgsrelevante Prozesse digitalisiert. So konnten durch die Implementierung von digitalen Lösungen Umsatzeinbußen abgemildert sowie Hygienevorschriften und Abstandsregeln eingehalten werden. Durch die Digitalisierung konnten viele Betriebe ihr Geschäftsmodell schnell und unkompliziert umstellen und einen Corona-konformen Take-Away-Service etablieren.

Darüber hinaus wurde es deutlich, dass weitere Investitionen in die Digitalisierung im Gastgewerbe erforderlich sind. Laut dem Digitalisierungsindex der Deutschen Telekom wollen 17% der Betriebe ihre Digitalisierungsinvestition im Durchschnitt um 18% erhöhen. 47 % der Gastronomen werden an ihrer geplanten Investition im Jahr 2021, trotz der anhaltenden Pandemie, festhalten. Jedoch werden auch 36 % der Unternehmen ihre

Investitionen um rund ein Drittel kürzen. Um in der Branche einen Investitionsstau zu verhindern, hat die Bundesregierung u.a. für die Gastrobranche verschiedene Hilfsmaßnahmen beschlossen, insbesondere auch für Investition in die Digitalisierung.

Bereits seit Jahren bilden digitale Kassensysteme den Grundstein für das digitalisierte Gastgewerbe. Im Laufe der Jahre wurden Kassensysteme um weitere hilfreiche Funktionen und Services ergänzt. Somit sind digitale Kassensysteme heute mehr als nur eine klassische Kasse, die alle Geschäftsvorfälle gesetzeskonform dokumentiert und speichert. Neben der eigentlichen Kassenfunktion verfügen beispielsweise digitale Kassensysteme der Vectron Systems AG u.a. über eine DATEV-Anbindung, eine digitale Bonusausgabe oder eine digitale Speisekarte. Durch den Einsatz solcher digitalen Add-ons können neben der Reduktion der Kosten und Ressourcen auch eine höhere Kundenzufriedenheit erreicht werden, welche sich insgesamt nachhaltig im Geschäftserfolg niederschlagen sollte.

Fiskalisierung in Deutschland

Deutschland gehört zu einem der letzten Länder in Europa, in dem die Fiskalisierung von Kassensystemen umgesetzt wurde. In vielen EU-Mitgliedstaaten wurden ähnliche Regelungen wie die Kassensicherungsverordnung früher beschlossen. In Österreich gelten vergleichbare Anforderungen bereits seit dem Jahr 2017 und in Italien werden bereits seit den 1980er Fiskalspeicher genutzt.

Seit dem 01. Januar 2020 gelten im Zuge der Kassensicherungsverordnung auch für Deutschland umfangreiche Regelungen, um digitale Kassensysteme manipulationssicher zu machen. Dazu zählen die Verwendung einer zertifizierten technischen Sicherheitseinrichtung, die Belegausgabepflicht und die Kassenselbsterfassungspflicht. Grundsätzlich mussten diese Anforderungen bereits zum ersten Stichtag 01. Januar 2020 erfüllt sein, jedoch wurden insbesondere im Zuge der Corona-Pandemie großzügige Nichtbeanstandungsfristen eingeräumt. Wegen Verzögerungen im Zertifizierungsverfahren und der damit verbundenen Verzögerung im Bereitstellungsprozess einer gesetzeskonformen TSE hat das Bundesministerium im November 2019 eine Nichtbeanstandungsregelung bis zum 30. September 2020 getroffen. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie wurde die Frist in den meisten Bundesländern noch einmal bis spätestens 31.03.2021 verlängert, wenn nachgewiesen werden kann, dass die Ausrüstung der elektronischen Kassensysteme mit zertifizierten technischen Sicherheitseinrichtungen (TSE) bis zum 30. September 2020 nicht möglich war, aber rechtzeitig vor dem 01. Oktober 2020 eine verbindliche Bestellung oder ein Auftrag erfolgte. Zudem gibt es eine Schonfrist für Kassensysteme, die nach dem 25. November 2010 und vor dem 01. Januar 2020 angeschafft wurden, die bauartbedingt nicht mit einer TSE nachgerüstet werden können, aber der neuen Richtlinie entsprechen. Diese Schonfrist läuft zum Ende 2022 ab.

Mit der neuen Kassensicherungsverordnung wurden zudem neue Sanktionen bei Verstößen beschlossen. Bei Zuwiderhandlung können empfindliche Bußgelder von bis zu 25.000 € verhängt werden. Wird von der Finanzverwaltung festgestellt, dass Unternnehmer ordnungswidrig handeln, z.B. falsche Belege ausstellen, Belege gegen Bargeld in den Verkehr bringen und buchungs- oder aufzeichnungspflichtige Geschäftsvorfälle nicht oder falsch aufgezeichnet werden, drohen empfindliche finanzielle Sanktionen. Erstmals wird auch der Verkauf von nicht gesetzeskonformen Kassensystemen unter Strafe gestellt. Unabhängig von der Kassensicherungsverordnung werden bei Steuerhinterziehung weitaus höhere Strafen verhängt, die von Geldstrafen bis hin zu Freiheitsstrafen reichen.

HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	25,17	27,77	34,62	41,16	57,58
Bestand fertiger und unfertiger Erzeugnisse	0,03	-0,11	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,36	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-10,66	-11,65	-14,38	-16,64	-22,22
Rohertag	14,54	16,38	20,24	24,52	35,35
Personalaufwand	-9,30	-9,83	-10,10	-11,11	-12,78
Sonstige betriebliche Erträge	0,32	0,62	0,50	0,60	-0,60
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,95	-9,36	-7,12	-8,20	-9,85
EBITDA	-1,39	-2,19	3,52	5,81	12,13
Abschreibungen	-0,39	-0,39	-0,40	-0,40	-0,40
EBIT	-1,78	-2,58	3,12	5,41	11,73
Zinserträge	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,19	-0,22	0,00	0,00	0,00
Gewinn vor Steuern	-1,95	-2,78	3,12	5,41	11,73
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,56	0,72	-0,38	-0,96	-3,52
sonstige Steuern	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	-1,39	-2,07	2,73	4,45	8,21
EBITDA	-1,39	-2,19	3,52	5,81	12,13
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-5,5%</i>	<i>-7,8%</i>	<i>10,2%</i>	<i>14,1%</i>	<i>21,1%</i>
EBIT	-1,78	-2,58	3,12	5,41	11,73
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>20,4%</i>
Ergebnis je Aktie in €	-0,19	-0,26	0,34	0,55	1,02

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Historische Umsatz- und Ergebnisentwicklung

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	32,38	24,83	25,17	27,77
EBITDA	2,26	-3,77	-1,39	-2,19
EBIT	1,75	-5,45	-1,78	-2,58
Nachsteuerergebnis	1,70	-3,66	-1,36	-2,07

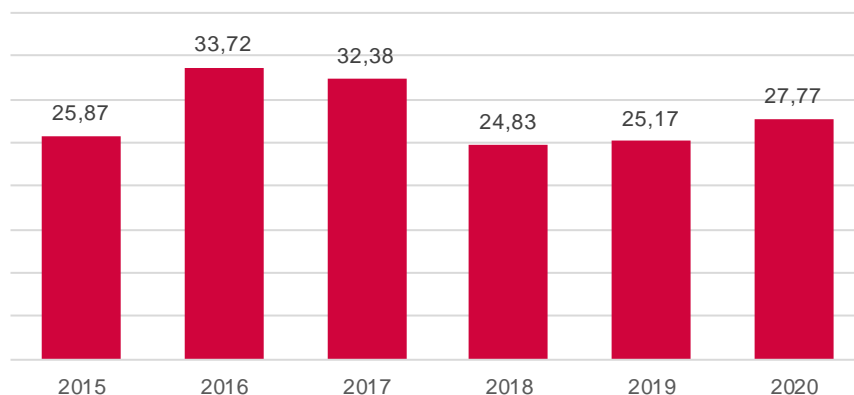
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Historische Umsatzentwicklung

Die Vectron erzielt bislang den Großteil der Umsätze mit dem Absatz der selbst entwickelten POS-Kassensysteme über ein umfangreiches Fachhändlernetzwerk. Zusätzlich dazu erwirtschaftet die Gesellschaft Umsätze aus dem Vertrieb der selbst entwickelten Software (Netzwerkkommunikation, Erweiterungslizenzen) sowie der unter dem Markennamen myVectron zusammengefassten Internet-basierten Services.

Anhand der historischen Analyse der Umsatzerlöse wird insbesondere in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 ein starker Anstieg der Umsatzerlöse, bedingt durch einen spürbaren Ausbau der Umsätze mit dem Verkauf von POS-Kassensystemen sichtbar. Beide Geschäftsjahre waren dabei in besonderer Weise von den gesetzlichen Vorschriften zum Schutz von Manipulationen an digitalen Grundaufzeichnungen geprägt, die für eine Sonderkonjunktur bei neuen Kassensystemen gesorgt hatte. Im Jahr 2010 hatte das Finanzministerium die Aufbewahrung digitaler Unterlagen bei Bargeschäften geregelt, wofür eine Übergangsfrist für die Neuanschaffung von Geräten bis zum 31.12.2016 eingeräumt wurde. Sowohl vor Ablauf dieser Frist als auch im Nachgang dieses Termins wurde eine jeweils hohe Nachfrage nach den gesetzeskonformen Vectron-Kassensystemen verzeichnet. Darüber hinaus profitierte die Gesellschaft von der in Österreich eingeführten Registrierkassenpflicht zum Stichtag 01. Mai 2016, mit einer Übergangsfrist bis zum 01. April 2017.

Historische Entwicklung der Vectron-Umsätze



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

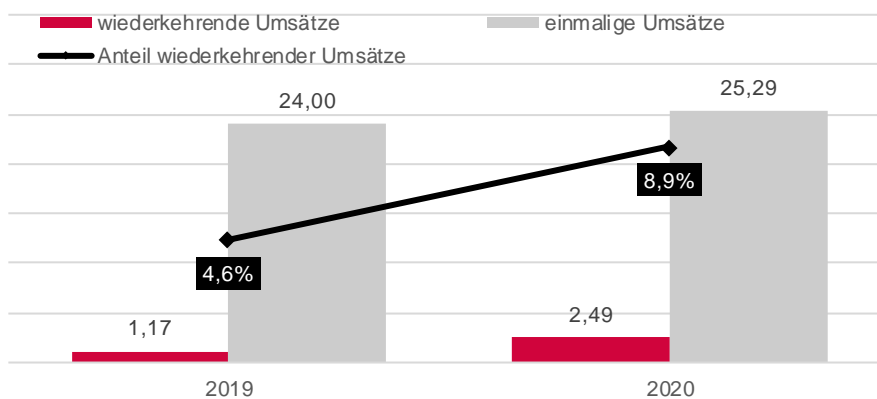
Eigentlich hätte mit dem im Jahr 2016 beschlossenen „Gesetz zum Schutz vor Manipulationen an digitalen Grundaufzeichnungen“, wonach die in den Kassen aufgezeichneten Daten durch eine technische Sicherheitseinrichtung zu schützen sind, hohe Nachfrageimpulse für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 nach sich ziehen müssen. Gemäß ursprünglichem Terminplan hätte ab dem 01. Januar 2020 jede Registrierkasse mit einer zertifizierten technischen Sicherheitseinrichtung (TSE) ausgestattet sein müssen. Bei der Nichtbeanstandungsfrist, welche bis zum 30. September 2020 eingeräumt wurde, kam

es aufgrund der Corona-Pandemie in vielen Bundesländern zu einer Verlängerung bis zum 31. März 2021.

So kam es, dass das abgelaufene Geschäftsjahr von zwei gegenläufigen Trends geprägt war. Einerseits waren die Vectron-Kunden, also insbesondere die Gastronomien und Bäckereien, von den pandemiebedingten Schließungsmaßnahmen betroffen. Auf der anderen Seite hat die erwartete Sonderkonjunktur im Zusammenhang mit der notwendigen TSE-Umstellung diesen Effekt ausgeglichen, so dass die Gesellschaft insgesamt ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,3 % auf 27,77 Mio. € (VJ: 25,17 Mio. €) erwirtschaftet hat. Nach Unternehmensaussagen wurden bislang weniger als 50 % der Kassensysteme umgerüstet, was bedeutet, dass auch in den kommenden Berichtsperioden ein signifikanter positiver Einfluss aus der TSE-Umstellung erreicht werden dürfte.

Größtenteils sind die Vectron-Umsätze bislang einmaliger Natur. Die wiederkehrenden Umsätze aus dem Bereich der digitalen Services (myVectron) haben jedoch in den vergangenen Berichtsperioden zunehmend an Bedeutung gewonnen. Der starke Anstieg der wiederkehrenden Umsätze wird alleine anhand des Anstieges im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 erkennbar. Innerhalb eines Geschäftsjahres hat sich der Anteil von 4,6 % (2019) auf 8,9 % (2020) nahezu verdoppelt.

Vollkonsolidierte wiederkehrende Umsätze



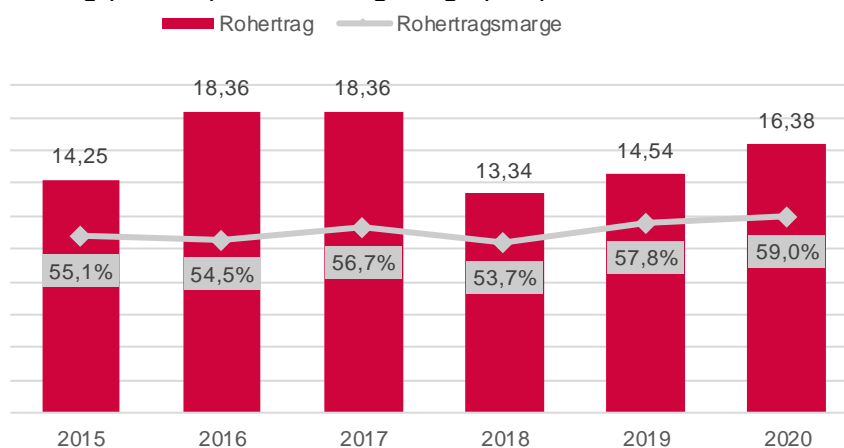
Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

In den hier dargestellten wiederkehrenden Umsätzen sind jedoch die Umsätze der 100%igen, jedoch bislang nicht vollkonsolidierten Tochtergesellschaft bon Vito GmbH in Höhe von etwa 2,9 Mio. €, nicht enthalten. In einer konsolidierten Betrachtung hätte die Vectron wiederkehrende Umsätze in Höhe von 5,39 Mio. € erwirtschaftet, was einem Anteil von 17,9 % entspricht.

Historische Ergebnisentwicklung

Die Wertschöpfung der Vectron-Hardware beschränkt sich auf die Endmontage der aus Asien gelieferten Bauteile. Der wesentliche Teil der Wertschöpfung findet im Bereich der Software und der angebotenen Dienstleistungen statt, so dass die Gesellschaft in Kombination von Hard- und Software eine Rohertragsmarge von nachhaltig und deutlich über 50 % erwirtschaftet. In 2020 lag der Rohertrag bei 16,38 Mio. € (VJ: 14,54 Mio. €), was einer auf den Umsatz bezogenen Quote in Höhe von 59,0 % (VJ: 57,8 %) entspricht. Da sich die Rohertragsmarge zwischen 2015 und 2020 in einer Bandbreite von 53,7 % und 59,0 % bewegt hat, war die Entwicklung des absoluten Rohertrages spiegelbildlich zur Umsatzentwicklung:

Rohertrag (in Mio. €) und Rohertragsmarge (in %)

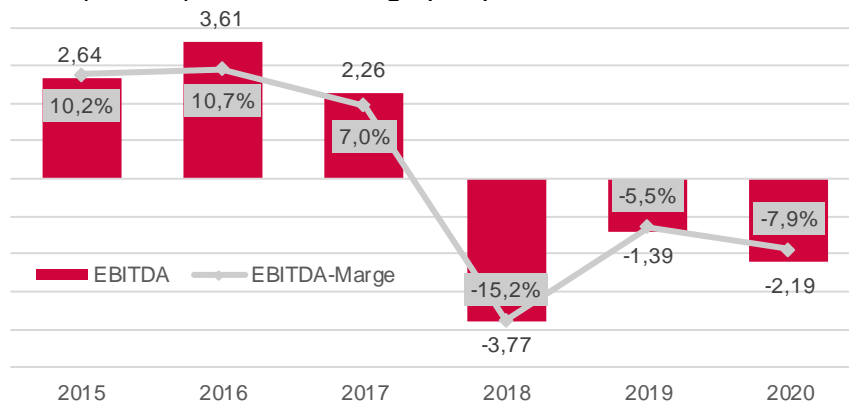


Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Bis zum Geschäftsjahr 2016 ist auch das operative Ergebnis weitestgehend der steigenden Umsatzentwicklung gefolgt, wo die Vectron mit einem EBITDA in Höhe von 3,61 Mio. € und einer EBITDA-Marge in Höhe von 10,7 % jeweils Bestwerte für den Zeitraum 2015 - 2020 erreicht hatte. Im Zuge der Geschäftsausweitung sowie vor dem Hintergrund der anstehenden notwendigen technischen Weiterentwicklung der Kassensysteme, hatte die Gesellschaft einen Ausbau der Belegschaft, insbesondere im Bereich der Produktentwicklung, vorgenommen. Dies hatte zu einem sichtbaren Anstieg beim Personalaufwand geführt, dem jedoch nach dem Ende der umsatzbedingten Sondereffekte keine weiteren Umsatzsteigerungen gegenüberstanden. Auf Basis des deutlichen Anstiegs der Mitarbeiteranzahl von 138 (GJ 2015) auf 205 (GJ 2020) sind die Personalaufwendungen von 7,06 Mio. € (2012) auf 9,83 Mio. € (GJ 2020) deutlich angestiegen, was in der Hauptsache für den Rückgang des EBITDA verantwortlich ist. Seit dem Geschäftsjahr 2018 liegt das EBITDA unterhalb des Break-Even.

Dass im Jahr 2020 trotz eines erhöhten Umsatz- und Rohertragsniveaus ein EBITDA-Rückgang auf -2,19 Mio. € (VJ: -1,39 Mio. €) ausgewiesen wurde, ist insbesondere dem zusätzlichen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen geschuldet. Unter anderem hatten hier außerordentliche Aufwendungen zu spürbar höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 9,36 Mio. € (VJ: 6,95 Mio. €) geführt.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

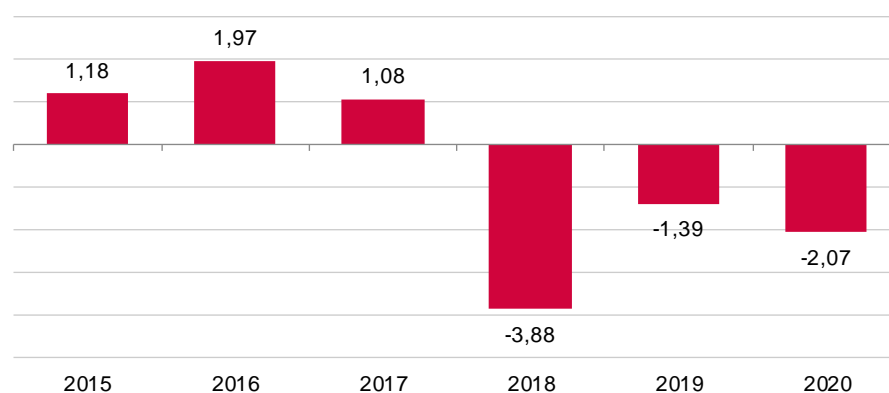


Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Da das Vectron-Geschäftsmodell grundsätzlich nicht anlageintensiv ist und damit die Vermögenslage der Gesellschaft in erster Linie dem Working Capital-Bereich zugeordnet werden kann, haben die Abschreibungen einen nur geringen Einfluss auf das EBIT. In 2020 weist die Vectron Abschreibungen in Höhe von 0,62 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) aus. Lediglich in 2018 hatten Sonderabschreibungen in Verbindung mit der notwendigen Wertanpassung der GetHappy-Plattform zu einem starken Anstieg der Abschreibungen auf 1,68 Mio. € geführt.

Auch die Finanzaufwendungen haben sich in den vergangenen Geschäftsjahren, trotz tendenziell erhöhter Bankverbindlichkeiten, die jedoch zwischenzeitlich abgebaut wurden, auf niedrigem Niveau eingependelt. Analog zur EBITDA-Entwicklung lag das Nachsteuerergebnis der vergangenen drei Geschäftsjahren jeweils im negativen Bereich. Wie dargestellt, liegt dies einerseits an den noch unter den Erwartungen und im Zusammenhang mit den pandemiebedingten Lock-Downs liegenden Umsatzimpulsen aus der TSE-Umstellung der Kassen.

Entwicklung Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

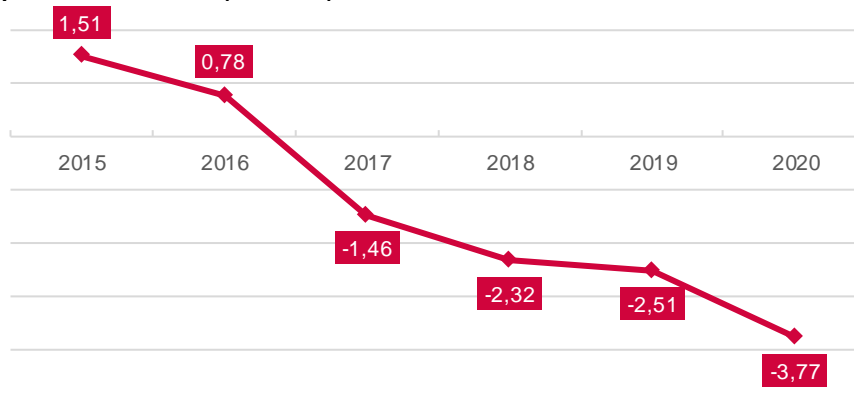
Historische Cashflow-Entwicklung

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Cashflow - operativ	-1,46	-2,32	-2,51	-3,77
Cashflow - Investition	-2,41	-0,28	-0,47	-0,73
Cashflow - Finanzierung	-2,24	8,62	2,73	1,49

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Dass mit dem operativen Geschäft der Vectron grundsätzlich ein positiver Cashflow erreicht werden kann, hat die Gesellschaft in der Vergangenheit unter Beweis gestellt. In den vergangenen vier Geschäftsjahren wurde mit dem operativen Geschäft jedoch kein positiver Liquiditätszufluss mehr generiert. Dies ist als ein Spiegelbild der Ergebnisentwicklung zu verstehen, die aus den dargestellten Gründen ebenfalls im negativen Bereich lag. Lediglich für das Geschäftsjahr 2017 liegt, als Folge außerordentlicher Steuerzahlungen und eines Anstiegs des Working Capitals, eine Diskrepanz zwischen dem positiven operativen Ergebnis und dem negativen operativen Cashflow vor. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 lag der operative Cashflow, analog zum niedrigeren operativen Ergebnis, mit -3,77 Mio. € (VJ: -2,51 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes.

Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

In der Regel entfällt ein großer Teil der Investitionen auf den Bereich IT-Infrastruktur und auf die Betriebs- und Geschäftsausstattung und bewegt sich damit in einer überschaubaren Größenordnung. Höhere Investitionen, wie diese im Geschäftsjahr 2017 ausgewiesen wurden, standen dabei im Zusammenhang mit der Gründung der Posmatic GmbH sowie mit Anzahlungen im Rahmen des GetHappy-Projektes in Verbindung. Grundsätzlich sollte sich das Investitionsvolumen auch in den kommenden Geschäftsjahren auf dem niedrigen Niveau der vergangenen Geschäftsjahre bewegen.

Dass der Bestand liquider Mittel, trotz des seit 2017 ausgewiesenen negativen freien Cashflows, auf einem insgesamt hohen Niveau liegt, ist den umgesetzten Kapitalmaßnahmen der vergangenen Geschäftsjahre zu verdanken. In den Geschäftsjahren 2017 – 2020 hat die Vectron über zwei Kapitalerhöhungen insgesamt 16,10 Mio. € frische Liquidität eingeworben. Die in 2020 neu eingeworbene Liquidität wurde zur Rückzahlung des einzigen bestehenden Darlehens in Höhe von 10,00 Mio. € verwendet.

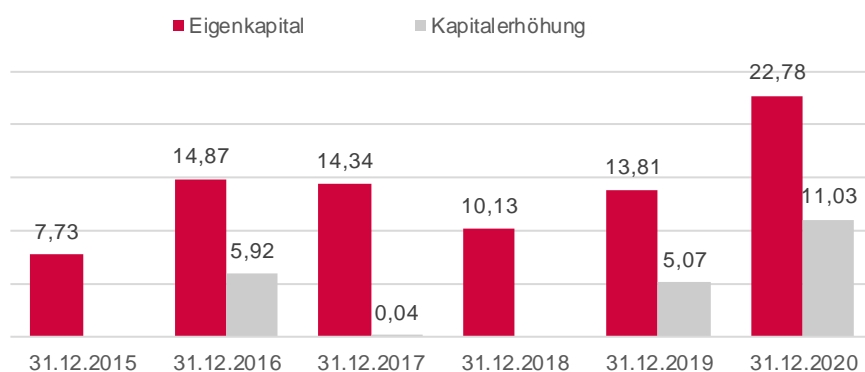
Historische Entwicklung der Bilanzkennzahlen

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	14,34	10,13	13,81	22,78
EK-Quote	66,8%	40,8%	51,7%	82,9%
Liquide Mittel	5,55	11,56	11,32	8,31
Working Capital	8,55	7,11	8,11	9,08
Finanzverbindlichkeiten	3,82	12,76	10,42	0,71
Finanzvermögen	1,80	1,80	2,05	2,05

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Die erfolgreich durchgeführten Kapitalmaßnahmen haben nicht nur den Liquiditätsbestand auf einem hohen Niveau gehalten, das Eigenkapital hatte sich, trotz der insgesamt negativen Ergebnisse ebenfalls sehr stabil gehalten.

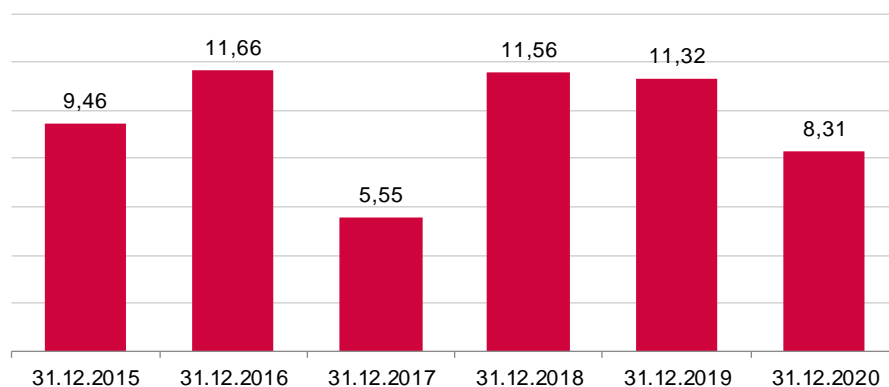
Eigenkapital und Kapitalerhöhungen (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Mit der zuletzt im Februar 2020 durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 11,03 Mio. € hat sich das Eigenkapital spürbar auf 22,78 Mio. € erhöht und die dazugehörige EK-Quote verbesserte sich deutlich auf 82,9 % (31.12.19: 51,7 %). Der starke Anstieg der EK-Quote ist auch auf die Rückzahlung des bislang ausstehenden Darlehens in Höhe von 10,0 Mio. € zurückzuführen.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Nach der Kreditrückzahlung haben sich die liquiden Mittel auf 8,31 Mio. € (VJ: 11,32 Mio. €) reduziert. Zusätzlich zu den liquiden Mitteln weist die Vectron langfristiges Finanzvermögen in Höhe von 2,05 Mio. € (31.12.2019: 2,05 Mio. €) aus. Hier sind die nicht

konsolidierten 100%igen Gesellschaften bonVito GmbH und Posmatic GmbH enthalten . Gemäß Unternehmensangaben wird die bonVito GmbH künftig in den Konzernabschluss einbezogen werden und damit würden insgesamt die wiederkehrenden Umsätze der Vectron spürbar ansteigen, da die bonVito GmbH mit ihrer Online-Serviceplattform ausschließlich wiederkehrende Umsätze erwirtschaftet.

Es gilt zudem anzumerken, dass die Bilanz der Vectron zum 31.12.2020 frei von jeglichen Finanzverbindlichkeiten ist. In Verbindung mit der überdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung ist das Bilanzbild der Gesellschaft als solide einzustufen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Durch den Vertrieb über den Fachhandel muss kein kostspieliges eigenes Vertriebsnetzwerk unterhalten werden. • Mit einer Eigenkapitalquote von 82,9 % verfügt die Gesellschaft über sehr solide Bilanzstrukturen und ist frei von Bankkrediten. • Die Vectron verkauft seit 1990 Kassensysteme und hat in einem heterogenen Markt einen relevanten Marktanteil von 25 % erreicht. • Bislang hat Gesellschaft flexibel auf das sich ständig veränderte Umfeld (gesetzliche Vorgaben, Digitalisierung) reagiert und als Technologieführer positioniert. • Bereits vor Beginn des Roll-Outs der neuen Digitalisierungsstrategie machen die wiederkehrenden Erlöse ca. 18 % am Gesamtsatz aus. • Die Vectron-Bilanz ist frei von jeglichen Bankverbindlichkeiten und damit liegt eine hohe Finanzierungsflexibilität vor. 	<ul style="list-style-type: none"> • Durch den Vertrieb über Fachhandelspartner wird viel Marge abgegeben und der direkte Kontakt zum Endkunden ist sehr eingeschränkt. • In den vergangenen drei Geschäftsjahren hat die Vectron jeweils negative Ergebnisse erreicht. • Seit 2017 weist die Vectron AG, analog zum operativen Ergebnis, auch jeweils einen negativen operativen Cashflow aus. Die stabile Entwicklung der Liquiditätslage wurde durch Kapitalerhöhungen gewährleistet. • Fachhandelspartner müssen zuerst von neuen Produkten „überzeugt“ werden, bevor eine Endkundenansprache erfolgt. •
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Mit einem Marktanteil von über 25 % in Deutschland verfügt die Vectron über eine umfangreiche Basis für den Verkauf der digitalen Services. • Derzeit entsprechen weniger als 50 % der Kassen den gesetzlichen Vorgaben. Bis 2022 ist mit einer Sonderkonjunktur zu rechnen. • Im Zuge der Kassenneuanschaffungen (Fiskalisierung) können zusätzliche digitale Services vertrieben werden. • Die Corona-Pandemie hat zu einer stärkeren nachhaltigen Digitalisierung im Gastronomiegewerbe geführt. • Mit dem Vertrieb der neuen digitalen Services soll der Life-Cycle-Value je Kunde verdoppelt werden. • Weitere digitale Services befinden sich in der Entwicklung, Öffnung der Schnittstellen für externe Anbieter ist geplant. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine hohe Anzahl an Insolvenzen im Gastronomiegewerbe könnte die Geschäftsgrundlage der Vectron erheblich schmälern. • Eine Verschärfung der Chip-Krise könnte zu Lieferengpässen bei der Hardware führen. Diesbezüglich hat die Gesellschaft aber einen umfangreichen Vorratsbestand aufgebaut. • Erhöhter Preisdruck in der Branche könnte zu einem Rückgang der Ergebnismargen führen. • Eine länger andauernde Pandemie könnte die weltweiten Lieferketten stören, was sich besonders auf die Vectron-Hardware negativ auswirken würde.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	27,77	34,62	41,16	57,58
EBITDA	-2,19	3,52	5,81	12,13
EBIT	-2,58	3,12	5,41	11,73
Nachsteuerergebnis	-2,07	2,73	4,45	8,21

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage

Kurzfristig wird die Geschäftsentwicklung der Vectron einerseits maßgeblich von den Auswirkungen der Corona-Pandemie geprägt sein. Andererseits werden den hieraus zu erwarteten negativen Effekten positive Nachfrageimpulse im Zusammenhang mit den veränderten Fiskalanforderungen gegenüberstehen. Da der überwiegende Teil der Kassensysteme, auch aufgrund pandemiebedingter Verzögerungen, noch nicht verordnungsgemäß nachgerüstet oder umgetauscht wurde, dürften die positiven Effekte zumindest auch das kommende Geschäftsjahr 2022 beeinflussen.

Pandemiebedingte Auswirkungen

Naturgemäß haben die Lock-Downs zur Pandemiebekämpfung das Hotel- und Gastgewerbe besonders beeinträchtigt. Trotz staatlicher Hilfsprogramme, erwägen, nach einer aktuellen Umfrage des Branchenverbandes DEHOGA, rund 25 % der Unternehmer im Gastgewerbe die Betriebsaufgabe. Knapp 6 % sehen eine konkrete Gefahr einer kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit. Dieses Marktumfeld bietet auf den ersten Blick keine positive Grundlage für den Absatz neuer Kassensysteme sowie für den dazugehörigen Ausbau digitaler Services.

Auf den zweiten Blick lassen sich jedoch auch positive Aspekte für die Vectron erkennen. Einerseits dürften die staatlichen Fördermaßnahmen für viele Gastronomiebetriebe einen Investitionsanreiz darstellen. Im Rahmen der so genannten Überbrückungshilfe III können Digitalinvestitionen einmalig bis zu 20.000 € gefördert und die Fixkosten bis zu 100 % erstattet werden. Voraussetzung für die Antragsstellung ist, dass im Zeitraum November 2020 – Juni 2021 Umsatzeinbußen von mehr als 30 % vorliegen. Nach Angaben der Gesellschaft kann die Überbrückungshilfe für alle wichtigen Vectron-Produkte beantragt werden. Damit würde ein Teil des möglichen Nachfrageausfalls aufgefangen werden.

Darüber hinaus ist bei der insolvenzbedingten Schließung von Restaurants und Gaststätten zwar mit einem kurzfristigen Effekt zu rechnen, mittelfristig ist aufgrund der unveränderten Nachfrage im Gastronomiemarkt mit Ersatzeröffnungen und damit letztlich mit einer stabilen Anzahl an Gastronomie-Betrieben zu rechnen. In diesem Umfeld könnte die Vectron mit ihrem hohen Marktanteil sogar profitieren, da Neueröffnungen mit guten Absatzchancen für neue Kassensysteme einhergehen.

Zudem war der zweite wichtige Kundenkreis der Vectron, das Bäckereigewerbe, deutlich weniger von den Lock-Downs betroffen. Zwar sind auch hier viele Abnehmerbranchen weggefallen, aufgrund der Fortsetzung des Theken-Verkaufs war der Umsatzrückgang moderater ausgefallen als im Gastronomiegewerbe.

Was jedoch insgesamt als Folge der Corona-Pandemie beobachtet werden kann, ist eine Zunahme bei digitalen Dienstleistungen im Gastro- und Bäckereigewerbe. Dabei werden beispielsweise kontaktlose Bezahl- und Bestellmöglichkeiten deutlich stärker

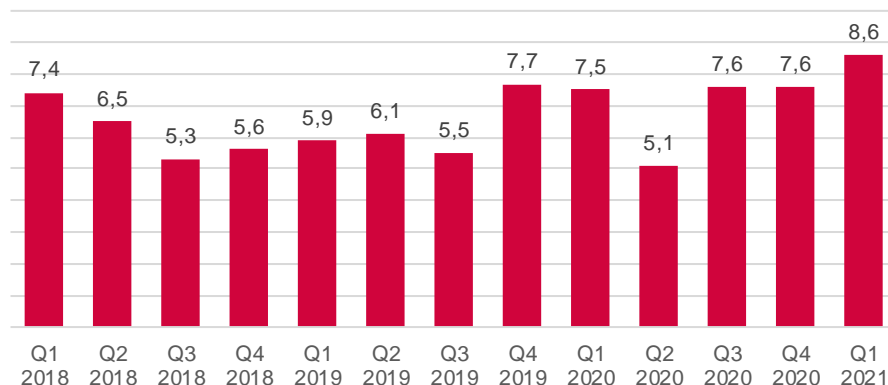
nachgefragt als zu Beginn des vergangenen Geschäftsjahres. Einen starken Boom haben auch Online-Bestelldienste erlebt. Mit restabla.de verfügt die Vectron über einen Kooperationspartner in diesem wachstumsstarken Segment. Eine weitere Anbindung mit größeren Lieferdiensten soll zudem zukünftig möglich sein.

Fiskalisierungseffekt

Nach der Verlängerung der Nichtbeanstandungsfrist für die TSE-konforme Umrüstung der Kassensysteme auf den 31. März 2021, erfüllen, nach Unternehmensangaben, weniger als 50 % der Kassen die gesetzlichen Anforderungen. Vielfach wurde dabei die Umrüstung aufgrund der notwendigen Schließungen verschoben, so dass die Vectron bislang nicht wie erwartet vom Fiskalisierungseffekt profitiert hatte. Zudem gelten bei Kassen, die vor dem 01.01.2020 angeschafft wurden und die, die bis dahin geltenden Anforderungen erfüllt hatten, eine Übergangsfrist bis zum 31.12.2022. Auch aus der Umrüstung dieser Kassensysteme erwartet die Gesellschaft einen positiven Sondereffekt, der sich im kommenden Geschäftsjahr bemerkbar machen sollte.

Dass dieser Effekt zumindest kurzfristig relevant ist, zeigt sich am trotz der pandemiebedingten Auswirkungen erreichten 10,3 %igen Umsatzanstieg des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020. Auch im ersten Quartal 2021 hatte die Vectron eine gegenüber dem Vorjahresquartal deutliche Umsatzsteigerung in Höhe von 14,7 % auf 8,6 Mio. € (VJ: 7,5 Mio. €) erreicht. Die Analyse der Quartalsumsätze zeigt, dass der Fiskalisierungseffekt mit Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 erwartungsgemäß eingesetzt hatte, bevor dieser im zweiten Quartal 2020 unterbrochen wurde. Zusammen mit den bonVito-Umsätzen, die zum 01.01.2021 rückwirkend vollkonsolidiert werden, hätte die Vectron-Gruppe im ersten Quartal 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 9,0 Mio. € (VJ: 8,0 Mio. €) ausgewiesen.

Quartalsbezogene Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Eine gute Grundlage für den weiteren Jahresverlauf stellt auch die im ersten Quartal 2021 überschrittene operative Gewinnschwelle dar. Auf konsolidierter Basis hätte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 0,8 Mio. € (VJ: -0,5 Mio. €) erwirtschaftet.

Roll-Out neue digitale Services

Nach Ablauf der dargestellten kurzfristigen Effekte im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und der Fiskalisierung wird die Vectron ab dem laufenden Geschäftsjahr verstärkt den Vertrieb der digitalen Services adressieren. Es ist dabei geplant, einen starken Anstieg der wiederkehrenden Umsätze zu erreichen, wodurch insgesamt eine höhere Umsatzstabilität erreicht werden soll. Darüber hinaus soll mit dem zusätzlichen

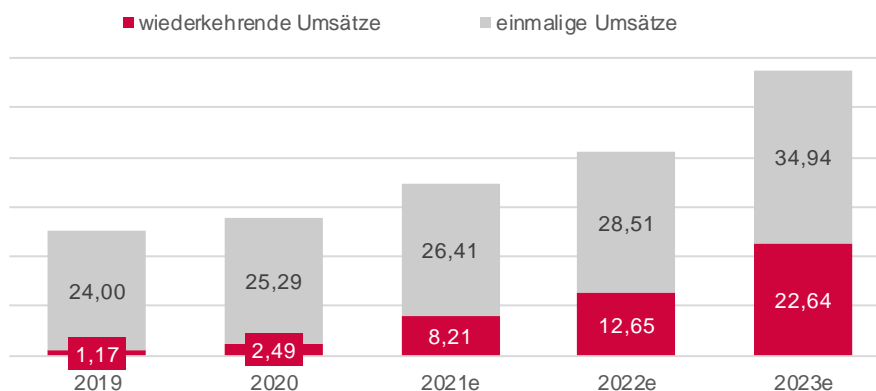
Angebot individuell buchbarer digitaler Services die Wertschöpfung je Kunde deutlich erhöht und damit zusätzliche Umsatzpotenziale realisiert werden. Der nach Ablauf der positiven Sondereffekte im Zusammenhang mit der Fiskalisierung typische Umsatzrückgang würde damit größtenteils aufgefangen werden.

Umsatzprognosen 2021 – 2023

Für das laufende Geschäftsjahr 2021 sind daher noch signifikante Effekte im Zusammenhang mit der Fiskalisierung zu erwarten, insbesondere vor dem Hintergrund, da nach Unternehmensangaben erst weniger als 50 % der Unternehmer über eine gesetzeskonforme Kasse verfügen. Positive Effekte sollten zudem auch im kommenden Geschäftsjahr ersichtlich werden, da erfahrungsgemäß solche Umstellungen bis zu 24 Monate nach Stichtag mit einer erhöhten Nachfrage einhergehen. Mit der aktuell in Aussicht gestellten Gastronomieöffnungen sollten zusätzliche Impulse bemerkbar werden.

Der Löwenanteil des Fiskalisierungseffektes sollte jedoch noch im laufenden Geschäftsjahr 2021 für zusätzliches Geschäft sorgen, während bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 mit einem nachlassenden Effekt zu rechnen ist. Zugleich rechnen wir aber mit einer stark anziehenden Nachfrage nach digitalen Services und folglich sollten die wiederkehrenden Umsätze diese rückläufige Nachfrage auffangen. In Summe rechnen wir, nach einem starken Umsatzanstieg auf 34,62 Mio. € (2021e) mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums auf 41,16 Mio. € (2022e) sowie auf 57,58 Mio. € (2023e):

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

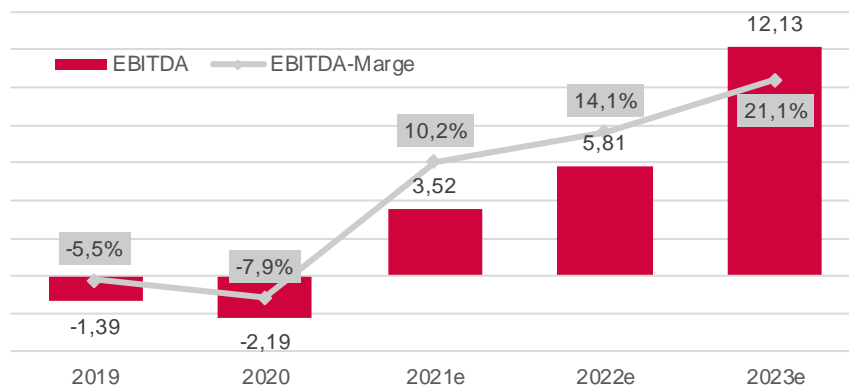
In 2020 hat die Kundenansprache für den neuen Bereich der digitalen Services schnelle Erfolge gezeigt. Anfang 2021 verfügte die Gesellschaft bereits über einen Kundenbestand in Höhe von 15.000, welcher mit der fortschreitenden Kundenansprache durch die Vectron und die Handelspartner weiter stark zunehmen dürfte. Unsere Prognosen basieren dabei nicht nur auf einer steigenden Kundenanzahl, zusätzlich dazu rechnen wir mit zunehmenden Cross-Selling-Potenzialen, die sich aus einer stetigen Ausweitung des digitalen Angebotes ergeben dürften. Die durchschnittliche Wertschöpfung je Kunde sollte daher tendenziell zunehmen. In unseren prognostizierten wiederkehrenden Umsätzen sind auch die Umsätze der bonVito GmbH, die rückwirkend zum 01.01.2021 vollkonsolidiert wird, enthalten.

Ergebnisprognosen 2021 - 2023

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem sichtbaren Ergebnisanstieg, begleitet von einer sukzessiven Rentabilitätsverbesserung. Die allgemeine Margenverbesserung ist einerseits auf Skaleneffekte, als Folge der positiven Umsatztendenz zu

sehen. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die wiederkehrenden Umsätze aus dem neuen Digitalangebot margenstärker sein dürften als der bisherige alleinige Verkauf von Kassensystemen. Dies auch vor dem Hintergrund, da die Investitionen in den Aufbau dieses neuen Geschäftes zu großen Teilen bereits in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgt sind. Bis zum Geschäftsjahr 2023 sollte unseren Schätzungen zur Folge bei einer Rohertragsmarge von über 60 % eine EBITDA-Marge von etwas über 20 % möglich sein:

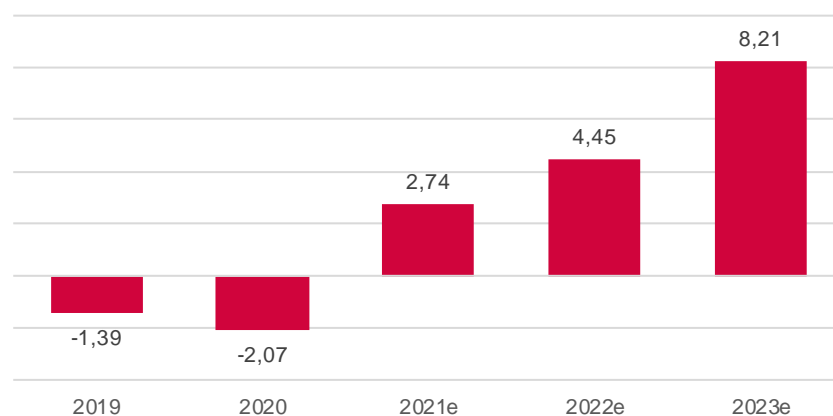
Prognose EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Grundsätzlich geht das Geschäftsmodell der Vectron mit einer nur geringen Anlagenintensität einher. Notwendige Investitionen finden sich lediglich im Bereich der Lagerhaltung und sind somit dem Working Capital-Bereich zuzuordnen. Folglich werden auch in den kommenden Geschäftsjahren die Abschreibungen aber auch die Finanzaufwendungen, nachdem die letzten Bankverbindlichkeiten zurückgeführt wurden, keine große Relevanz haben. Somit sollte das Vorsteuerergebnis unseren Schätzungen zur Folge in etwa auf EBITDA-Niveau liegen. Die angelaufenen Verluste der vergangenen drei Geschäftsjahre werden zumindest in 2021 und 2022 zu einem nur reduzierten Steueraufwand führen, bevor dieser ab 2023 wieder auf dem Normalniveau von 30 % ansteigen dürfte.

Prognose Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021, 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 21,2 % 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 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 0,25 %.**

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 8,26 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,26 %.

Bewertungsergebnis

Der von uns errechnete faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als Kursziel 21,15 €.

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	2,0%
EBITDA-Marge	21,2%	ewige EBITA - Marge	20,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	22,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	34,62	41,16	57,58	61,90	66,54	71,53	76,90	82,66	
US Veränderung	23,0%	18,9%	39,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	28,85	29,40	33,87	34,39	35,46	36,97	38,84	41,05	
EBITDA	3,52	5,81	12,13	13,12	14,11	15,16	16,30	17,52	
EBITDA-Marge	10,2%	14,1%	21,1%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	
EBITA	3,12	5,41	11,73	12,72	13,68	14,72	15,85	17,06	
EBITA-Marge	9,0%	13,1%	20,4%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
Steuern auf EBITA	-0,38	-0,96	-3,52	-3,82	-4,10	-4,42	-4,75	-5,12	
zu EBITA	12,2%	17,7%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,73	4,45	8,21	8,91	9,58	10,31	11,09	11,94	
Kapitalrendite	26,7%	36,5%	61,3%	61,0%	61,1%	61,4%	61,8%	62,2%	59,3%
Working Capital (WC)	11,00	12,00	12,90	13,87	14,91	16,03	17,23	18,52	
WC zu Umsatz	31,8%	29,2%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%	
Investitionen in WC	-1,92	-1,00	-0,90	-0,97	-1,04	-1,12	-1,20	-1,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,20	1,40	1,70	1,80	1,88	1,93	1,98	2,01	
AFA auf OAV	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,42	-0,44	-0,46	-0,47	
AFA zu OAV	33,3%	28,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	
Investitionen in OAV	-0,44	-0,60	-0,70	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investitionen in WC	-1,92	-1,00	-0,90	-0,97	-1,04	-1,12	-1,20	-1,29	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,77	3,25	7,01	7,84	8,46	9,13	9,85	10,61	187,88

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	147,43	156,36
Barwert expliziter FCFs	39,66	39,69
Barwert des Continuing Value	107,77	116,67
Nettoschulden (Net debt)	-10,42	-13,68
Wert des Eigenkapitals	157,85	170,03
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	157,85	170,03
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,64	21,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
58,8%	23,09	22,00	21,03	20,14	19,34
59,1%	23,16	22,07	21,09	20,20	19,40
59,3%	23,24	22,14	21,15	20,26	19,45
59,6%	23,31	22,21	21,22	20,32	19,51
59,8%	23,38	22,27	21,28	20,38	19,56

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,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 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

Felix Haugg, B.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