



**Researchstudie (Anno)**

**Vectron Systems AG**

**VECTRON**

**Wachstumstreiber „Digitalisierung“ im Fokus  
Neue Dienstleistungen gehen mit hohem Umsatz-  
und Ergebnispotenzial einher**

**Kursziel: 11,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 22.06.2022 (08:10 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 22.06.2022 (11:45 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

## Vectron Systems AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 11,00 EUR**  
**(bisher: 15,70 EUR)**

aktueller Kurs: 3,57  
21.06.2022 / XETRA / 17:36  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0KEXC7  
WKN: A0KEXC  
Börsenkürzel: V3S  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,04  
Marketcap<sup>3</sup>: 28,70  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 18,94  
<sup>3</sup> 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

Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Software, Technologie

Fokus: Software für Kassensysteme und dazugehörige Hardware

Mitarbeiter: 195 (31.12.2021)

Gründung: 2006

Firmensitz: Münster

Vorstand: Thomas Stümmler, Jens Reckendorf,  
Silvia Ostermann; Dr. Ralf-Peter Simon

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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	38,23	28,41	36,16	47,19
EBITDA	4,71	0,12	5,19	7,48
EBIT	3,13	-1,38	3,28	4,99
Jahresüberschuss	2,44	-1,18	2,10	3,29

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	-0,15	0,26	0,41
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,50	0,67	0,52	0,40
EV/EBITDA	4,03	157,44	3,65	2,53
EV/EBIT	6,05	-13,73	5,78	3,80
KGV	11,77	-24,30	13,68	8,71
KBV	1,12			

### Finanztermine

31.08.2022: Halbjahresbericht 2022

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.03.2022: RS / 15,70 / KAUFEN

01.02.2022: RS / 17,10 / KAUFEN

02.11.2021: RS / 22,00 / KAUFEN

03.09.2021: RS / 22,00 / KAUFEN

28.07.2021: RS / 21,55 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Vectron Systems AG, wie im Vorfeld erwartet, eine deutliche Umsatzsteigerung erreicht. Der neue historische Umsatz-Rekordwert in Höhe von 38,23 Mio. € (VJ: 25,00 Mio. €) ist dabei größtenteils auf den so genannten Fiskalisierungseffekt zurückzuführen. Da jeder Geschäftsbetreiber bis zum 31.03.2021 eine TSE-konforme Kasse betreiben musste, hat die Vectron von einer außerordentlich hohen Nachfrage profitiert. Selbst der pandemiebedingte Lockdown, der noch das erste Quartal 2021 stark beeinträchtigt hatte, wurde damit überkompensiert.
- Parallel zum Fiskalisierungseffekt hat auch die erstmalige Vollkonsolidierung der bonVito GmbH zu einer Steigerung der Umsätze geführt. Der anorganische Umsatzbeitrag belief sich in diesem Zusammenhang auf 2,97 Mio. €. Aber auch der deutliche Ausbau des Digitalgeschäftes, welches aktuell den Schwerpunkt der Vectron-Wachstumsstrategie darstellt, hatte zu einem sichtbaren Umsatzsprung geführt. Mit einem Anstieg der Anzahl der Digitalverträge auf 17.000 (VJ: 10.000) legten die Umsätze mit digitalen Services auf 6,33 Mio. € (VJ: 1,38 Mio. €) deutlich zu.
- Der starke Umsatzanstieg hatte das EBITDA auf 4,71 Mio. € (VJ: -1,67 Mio. €) und damit wieder erstmals seit dem Geschäftsjahr 2017 oberhalb der Gewinnschwelle angehoben. Dies hat sich bis zum Jahresüberschuss fortgesetzt, der mit 2,44 Mio. € (VJ: -2,31 Mio.€) den höchsten Wert der Unternehmenshistorie darstellt.
- Aufgrund des weitestgehenden Auslaufens des Fiskalisierungseffektes sollte das laufende Geschäftsjahr 2022 von einer rückläufigen Geschäftsentwicklung geprägt sein. Gemäß aktualisierter Unternehmensplanung wird mit Umsatzerlösen in Höhe von 27 bis 30 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von -0,8 Mio. € bis 0,8 Mio. € gerechnet. Gegenüber der im Geschäftsbericht veröffentlichten Guidance wurde in einer aktuellen Ad-hoc-Mitteilung eine Reduktion der Prognosen vorgenommen. Die Kassenhändler hätten in den ersten Monaten 2022 zuvor aufgebaute Überbestände abgebaut, was bei der Vectron zu einem niedrigeren Kassenabsatz geführt hatte.
- Trotz der für 2022 erwarteten rückläufigen Geschäftsentwicklung soll die aktuelle Produktpalette in erster Linie um weitere digitale Dienstleistungen erweitert werden. Darüber hinaus soll die Kassensoftware als SaaS-Mietmodell angeboten werden, womit insgesamt die wiederkehrenden Umsätze zulegen werden. Gleichzeitig geht der Ausbau des Digitalgeschäftes mit einem starken Anstieg der Wertschöpfung je Kunde einher. Im Vergleich zu Einmalumsätzen durch Kassenverkäufe bedeutet die Buchung des Digitalpaketes, in seiner jetzigen Form, bereits eine Verdoppelung der Wertschöpfung. Weitere Steigerungen lassen sich zudem durch die geplante Ausweitung des Produktangebotes erreichen. So sollen etwa die aktuellen Module um den Bereich Ordering erweitert werden und im Rahmen von Vertriebsmaßnahmen, Kunden angesprochen werden.
- Wir haben unsere Prognosen auf dieser Prämisse aufgebaut und rechnen mit einer deutlichen Steigerung der wiederkehrenden Umsätze. Nachdem in 2021 ein Umsatzrückgang auf 28,41 Mio. € vorliegen sollte, gehen wir bis zum Jahr 2024 von einem Umsatzanstieg auf 47,19 Mio. € aus. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir aufgrund von Skaleneffekten aber auch angesichts der Steigerung der margenstarken Digital-Umsätze mit einem sichtbaren Ergebnisanstieg. Bis zum Ende unserer konkreten Schätzperiode (Geschäftsjahr 2024) rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 15,8 %.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 11,00 € (bisher: 15,70 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

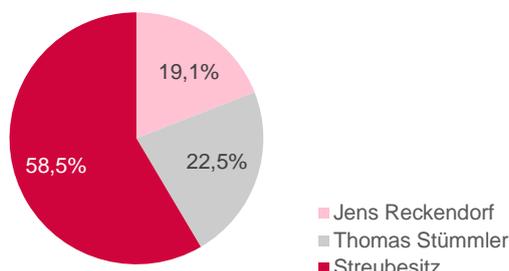
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsmodell .....	4
Kerngeschäft .....	4
Digitalstrategie.....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Fiskalisierungseffekt .....	6
Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe .....	6
Digitalisierung bei Gaststätten und Bäckereien.....	7
Wettbewerb/Peer-Group .....	8
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>9</b>
Zahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2021 .....	10
Umsatzentwicklung 2021 .....	10
Ergebnisentwicklung 2021 .....	11
Bilanzkennzahlen zum 31.12.2021 .....	13
<b>Prognosen und Bewertung.....</b>	<b>15</b>
Grundlage Schätzungen .....	15
Umsatz- und Ergebnisschätzungen 2022 – 2024 .....	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
<b>Anhang .....</b>	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

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

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG



### Geschäftsmodell

#### Kerngeschäft

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 unter den Markennamen Vectron und Duratec vertrieben.

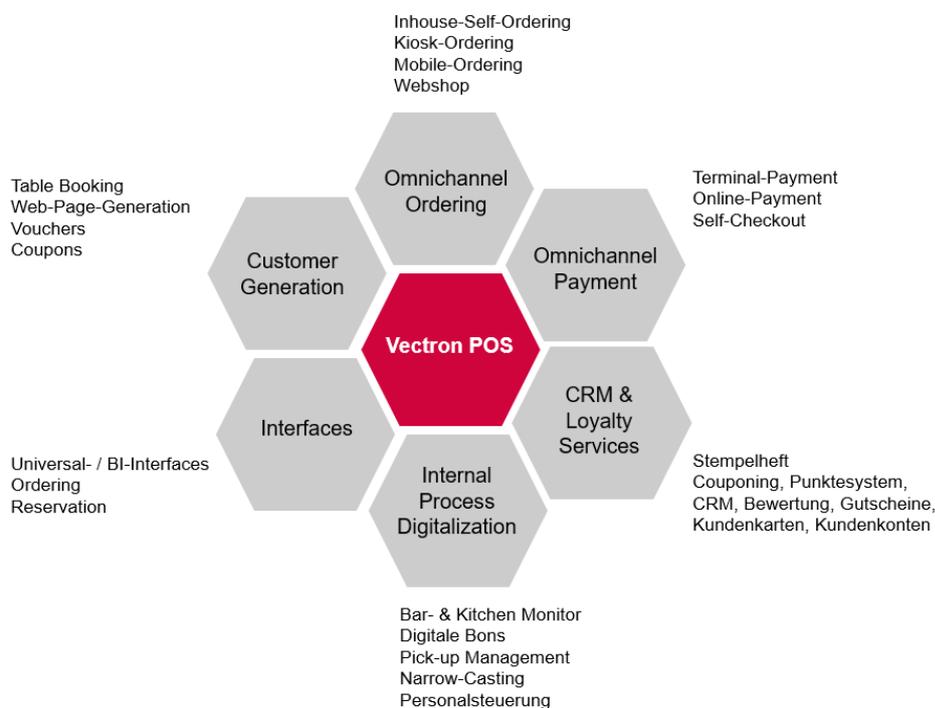
#### Digitalstrategie

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

So hat die Vectron beispielsweise im Jahr 2021 das Angebot um eigene Payment-Lösungen erweitert. Hier ist die Erkenntnis berücksichtigt worden, wonach der Payment-Bereich ein großer Umsatzbringer ist, welcher insbesondere im Rahmen der Corona-Pandemie und der daraus resultierenden hohen Nachfrage nach Kartenzahlungen, eine höhere Relevanz erhalten hat. In diesem Zusammenhang wurde im Herbst 2021, als

Ergänzung zur stationären Kasse, ein tragbares All-in-One-Terminal auf den Markt gebracht, womit die Bestellabwicklung, Kartenzahlung und der Rechnungsdruck am Tisch ermöglicht wird.

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



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Unserem Verständnis nach beabsichtigt die Gesellschaft, fokussiert den Ordering-Bereich zu adressieren, da hier vielsprechende Potenziale vorliegen. Dazu gehört das Webshop-Angebot, wo die Betreiber die Möglichkeit haben, auf der eigenen Webseite eine Bestellfunktion zu integrieren. Darüber hinaus sollen Produkte zum Inhouse-Ordering (Gast bestellt mit Smartphone am Tisch) oder für Bestell-Terminals eingeführt werden. Auch Produkte zur mobilen Bezahlung über QR-Codes oder die Einbindung der wichtigsten Anbieter im Bestellmarkt (bspw. Lieferando) sind geplant.

## 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 sichern und stellt somit im deutschsprachigen Raum den Marktführer für Kassensysteme dar.

Das Marktumfeld der Gesellschaft unterliegt dabei unterschiedlichen Einflussfaktoren. Einerseits war das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 in besonderer Weise vom so genannten Fiskalisierungseffekt positiv beeinflusst. Auch das laufende Geschäftsjahr sollte hier noch von Nachlaufeffekten profitieren. Darüber hinaus waren die Gastronomiebranche und das Bäckereigewerbe in besonderer Weise von der Corona-Pandemie betroffen. Schließlich dürfte das mittel- und langfristige Marktumfeld der Vectron von einer zunehmenden Digitalisierung geprägt sein, wofür die Gesellschaft, wie vorstehend dargestellt, eine Umstellung der Produktpalette vorgenommen hat.

### Fiskalisierungseffekt

Seit dem 01. Januar 2020 gelten im Zuge der Kassensicherungsverordnung umfangreiche Regelungen, um digitale Kassensysteme manipulationssicher zu machen. Zur Sicherstellung müssen die Kassen hierfür eine zertifizierte technische Sicherheitseinrichtung (TSE) haben, wodurch eine Manipulationssicherheit der erfassten Daten gewährleistet ist. Jeder Geschäftsbetreiber musste ursprünglich bis zum 30.09.2020 eine TSE-konforme Umstellung vorweisen, aufgrund der Corona-Pandemie wurde dieser Stichtag jedoch auf den 31.03.2021 verschoben. Wer nach diesem Stichtag keine manipulationssichere Kasse betreibt, kann mit Bußgeldern von bis zu 25.000 € belangt werden. Selbst „neuere“ Kassensysteme, die erst nach dem 25.11.2010 erworben wurden, mussten bis spätestens Ende 2022 nachgerüstet werden.

Gemäß einer im Februar 2022 vom Kassenverband (DFKA) veröffentlichten Umfrage, liegt die Umstellungsquote der DFKA-Mitglieder bei 82 %. Damit hat sich das Momentum der ersten Monate des vergangenen Jahres deutlich verlangsamt. Zudem hat die DFKA ermittelt, dass rund 15 % der Mitglieder noch keine Umstellung der Kassensysteme beauftragt haben.

Weitere Potenziale aus der Kassenumstellung liegen zwar für die Vectron auch für das laufende Geschäftsjahr vor, diese dürften aber eine deutlich geringere Rolle spielen als im abgelaufenen Geschäftsjahr. Eine Schließung der Lücke zur vollständigen Umstellung dürfte auch vor dem Hintergrund der hohen Bußgelder sukzessive erfolgen. Der DFKA liegen dabei Informationen vor, wonach es bereits zur Einleitung von Bußgeldverfahren gegen Kassenanwender gekommen ist.

### Geschäftsentwicklung Gastronomie- und Bäckereigewerbe

Das Gastronomiegewerbe war von den pandemiebedingten Schutzmaßnahmen in einer besonderen Weise betroffen. Gegenüber 2019, also dem letzten Vor-Corona-Jahr, hat sich das Umsatzniveau der Gastronomien in Deutschland um rund 14 Mrd. € bzw. rund 27 % reduziert. Da auch das abgelaufene Jahr 2021 von den verordneten Schließungen betroffen war, lag der Branchenumsatz mit 37,0 Mrd. € (VJ: 37,5 Mrd. €) weiterhin auf niedrigem Vorjahresniveau. Vor der Corona-Krise hatte das Gastronomie-Gewerbe ein

dynamisches Wachstum ausgewiesen. Zwischen 2014 und 2019 lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) bei 4,8 %.

Demgegenüber steht eine deutlich stabilere Entwicklung der Umsätze im Bäckereigewerbe, die auch während der Corona-Pandemie den Betrieb uneingeschränkt fortführen konnten. Allerdings durften die Bäckereien ihre Gastronomie nicht weiter betreiben, so dass die Branchenumsätze in 2020 um 5,1 % auf 14,5 Mrd. € (VJ: 15,2 Mrd. €) gefallen waren. Vor Beginn der Corona-Pandemie sind die Bäckereiumsätze in Deutschland mit einem CAGR in Höhe von 2,4 % gestiegen.

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.

Die umfangreichen staatlichen Hilfen sowie die Aussetzung der Insolvenzpflicht haben zu einer insgesamt rückläufigen Anzahl an Insolvenzen geführt. Zwischen Januar und November 2021 verzeichnete die DEHOGA insgesamt 837 Insolvenzverfahren. Gegenüber dem gleichen Zeitraum des Jahres 2019, als 1.412 Insolvenzen beantragt wurden, wird ein deutlicher Rückgang sichtbar. Allerdings kommen Untersuchungen zu dem Schluss eines deutlich gestiegenen Insolvenzrisikos im Gaststättengewerbe. Einer Analyse des Informationsdienstleisters CRIF zur Folge, gelten derzeit 16.567 Restaurants, Gaststätten, Imbisse und Cafés in Deutschland als insolvenzgefährdet. Vor der Corona-Pandemie lag diese Zahl mit 12.662 deutlich niedriger.

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.

## **Digitalisierung bei Gaststätten und Bäckereien**

Mit der zunehmenden Ausrichtung auf Digitalprodukte bedient Vectron zudem die zunehmende Digitalisierung in der Gastronomiebranche. Neben digitalen Kassenanwendungen wie etwa der digitale Bon oder die MobileApp, deckt das digitale Produktangebot auch den Bereich Sicherheit, Kundenbindung oder Payments ab. Zudem liegen Schnittstellen zu externen Anbietern (DATEV, Tischreservierung, Bestellservice) vor.

Exemplarisch für die zunehmende Digitalisierung bei Bezahl- und Abrechnungsvorgängen ist der Trend zum bargeldlosen Bezahlen. Einer Umfrage der BITKOM zur Folge, erwarten rund drei Viertel (74 %) und damit die Mehrheit der Befragten, dass an jedem Verkaufspunkt die Möglichkeit des bargeldlosen Bezahlens möglich ist. Rund 87 % der jüngeren Umfrageteilnehmer erwarten, dass vor allem Geschäfte und Restaurants eine digitale Bezahlmöglichkeit anbieten. In der letzten von der deutschen Bundesbank veröffentlichten Studie zum Zahlungsverhalten in Deutschland haben in 2020 bargeldlose Zahlungsmittel wesentlich an Bedeutung gewonnen. Von allen erfassten Zahlungen wurden 30 % bargeldlos getätigt. In 2017 lag dieser Wert bei 21 %.

## **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 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	25,00	38,23	28,41	36,16	47,19
Bestandsveränderungen	-0,11	0,16	0,00	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	0,36	0,12	0,10	0,10	0,10
<b>Gesamtleistung</b>	<b>25,25</b>	<b>38,50</b>	<b>28,51</b>	<b>36,26</b>	<b>47,29</b>
Materialaufwand	-9,59	-12,19	-10,68	-12,21	-15,20
<b>Rohertrag</b>	<b>15,67</b>	<b>26,31</b>	<b>17,82</b>	<b>24,05</b>	<b>32,09</b>
Personalaufwand	-9,64	-11,99	-11,32	-11,21	-14,63
sonstige betriebl. Erträge	0,95	0,13	0,15	0,30	0,40
sonstige betriebl. Aufwendungen	-8,38	-9,41	-6,53	-7,95	-10,38
Wertminderungsaufwendungen	-0,26	-0,33	0,00	0,00	0,00
sonstige Steuern	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00
<b>EBITDA</b>	<b>-1,67</b>	<b>4,71</b>	<b>0,12</b>	<b>5,19</b>	<b>7,48</b>
Abschreibungen	-1,34	-1,58	-1,50	-1,91	-2,49
<b>EBIT</b>	<b>-3,01</b>	<b>3,13</b>	<b>-1,38</b>	<b>3,28</b>	<b>4,99</b>
Zinserträge	0,24	0,28	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,36	-0,30	-0,28	-0,28	-0,28
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-3,13</b>	<b>3,12</b>	<b>-1,66</b>	<b>3,00</b>	<b>4,71</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,82	-0,68	0,48	-0,90	-1,41
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>-2,31</b>	<b>2,44</b>	<b>-1,18</b>	<b>2,10</b>	<b>3,29</b>
EBITDA	-1,67	4,71	0,12	5,19	7,48
in % der Umsatzerlöse	-6,6%	12,3%	0,4%	14,3%	15,8%
EBIT	-3,01	3,13	-1,38	3,28	4,99
in % der Umsatzerlöse	-11,9%	8,2%	-4,8%	9,0%	10,5%
Ergebnis je Aktie in €	-0,29	0,30	-0,15	0,26	0,41
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2021

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
	HGB	HGB	IFRS	IFRS
Umsatzerlöse	24,83	25,17	25,00	38,23
EBITDA	-3,77	-1,39	-1,67	4,71
EBIT	-5,45	-1,78	-3,01	3,13
Nachsteuerergebnis	-3,66	-1,36	-2,31	2,44

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hat die Vectron erstmalig die IFRS-Rechnungslegung angewendet. Rückwirkend und zu Vergleichszwecken wurden dabei auch die Geschäftsjahreszahlen 2020 dem IFRS-Standard angepasst. Uneingeschränkt vergleichen lassen sich damit nur noch die Geschäftsjahre 2020 und 2021. Zu den Geschäftsjahren vor 2020 lassen sich zwar Aussagen zur Tendenz der Geschäftsentwicklung ableiten, ein Vergleich ist jedoch nur eingeschränkt aussagekräftig.

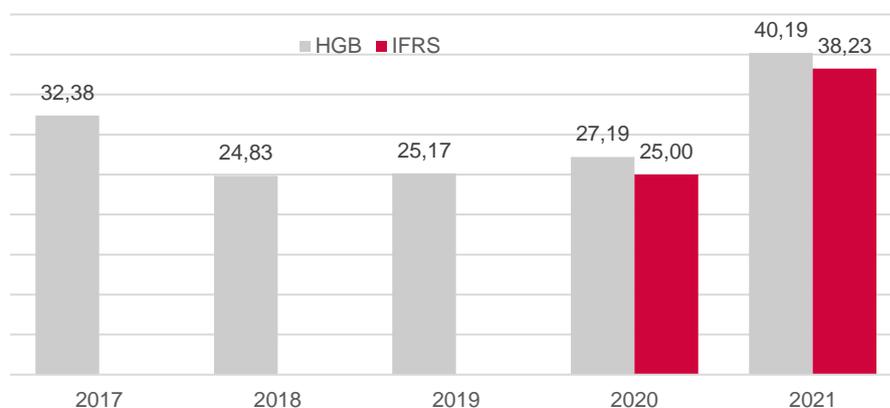
Darüber hinaus gilt es zu beachten, dass mit der erstmaligen Vollkonsolidierung der bonVito GmbH, die zum 01.01.2021 erfolgt ist, ein geänderter Konzernkreis vorliegt.

## Umsatzentwicklung 2021

Erwartungsgemäß hat die Gesellschaft im vergangenen Geschäftsjahr 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 38,23 Mio. € (VJ: 25,00 Mio. €) einen neuen historischen Rekordwert erreicht. Der starke Umsatzanstieg in Höhe von 52,9 % ist in erster Linie als eine Folge des so genannten **Fiskalisierungseffektes** zu verstehen, der insbesondere im zweiten Quartal 2021, also mit der Öffnung der Gastronomie nach dem pandemiebedingten Lockdown, zu einem starken Umsatzanstieg geführt hatte. Wie dargestellt, musste jeder Geschäftsbetreiber bis zum 31.03.2021 nachweisen können, eine TSE-konforme Kasse zu betreiben.

Parallel zum Fiskalisierungseffekt steht die deutliche Steigerung der Vectron-Umsätze auch mit der erstmaligen Vollkonsolidierung der **bonVito GmbH** im Zusammenhang. Der anorganische Umsatzbeitrag belief sich auf 2,97 Mio. € und war damit für 22,5 % des Umsatzwachstums verantwortlich.

## Umsatzerlöse nach HGB und IFRS (in Mio. €)

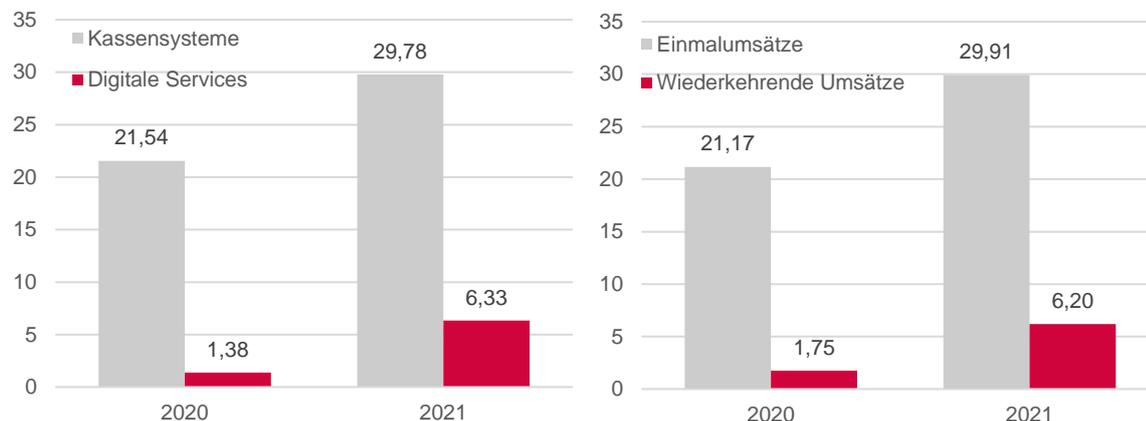


Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Schließlich hat das **Digitalgeschäft** der Vectron im vergangenen Geschäftsjahr deutlich an Fahrt gewonnen. Diesbezüglich wurde innerhalb des Geschäftsjahres 2021 die Anzahl der Digitalverträge von rund 10.000 auf knapp 17.000 deutlich gesteigert. Dies hatte

einen sichtbaren Ausbau der Umsätze mit digitalen Services auf 6,33 Mio. € (VJ: 1,38 Mio. €) zur Folge. Da sich der überwiegende Teil des Digitalgeschäftes aus wiederkehrenden Umsätzen zusammensetzt, legten diese ebenfalls auf 6,20 Mio. € (VJ: 1,75 Mio. €) deutlich zu. Mittlerweile haben die wiederkehrenden Umsätze einen Anteil in Höhe von 16,2 % (VJ: 7,0 %) an den Gesamtumsätzen.

#### Aufteilung Digitalgeschäft und wiederkehrende Umsätze (in Mio. €)

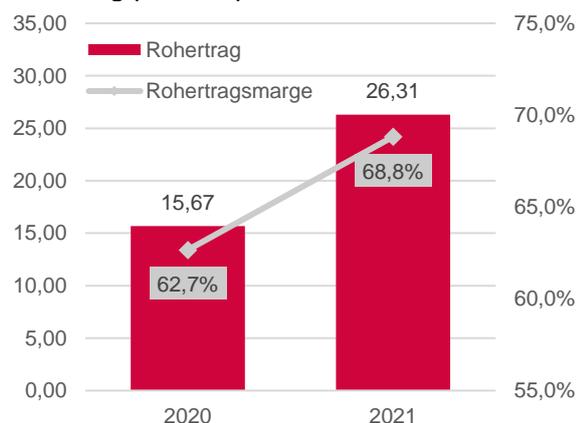


Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

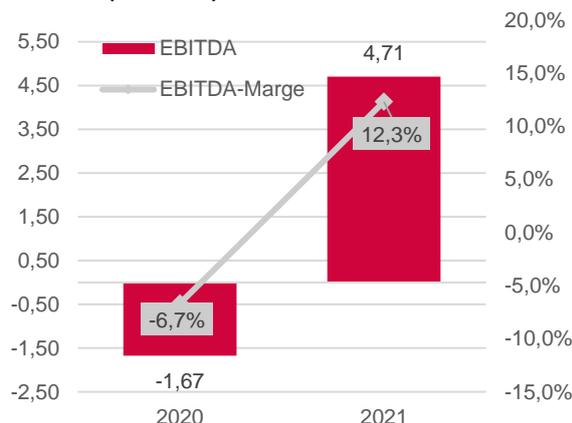
#### Ergebnisentwicklung 2021

Der deutliche Ausbau des wiederkehrenden Digitalgeschäftes geht in der Regel mit einem verbesserten Rentabilitätsniveau einher. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wird der starke Anstieg der Umsätze mit digitalen Services bereits auf Ebene der Rohertragsmarge sichtbar. Diese lag mit 68,8 % (VJ: 62,7 %) auf einem für die Vectron ungewöhnlich hohen Niveau. Im Durchschnitt hatte die Gesellschaft in den Geschäftsjahren 2015 – 2019 eine Rohertragsmarge nach HGB in Höhe von 55,5 % erreicht. Demzufolge hatte sowohl der Ausbau des Digitalgeschäftes als auch der deutliche Umsatzanstieg im Zuge des Fiskalisierungseffektes zum starken Rohertragsanstieg geführt.

#### Rohertrag (in Mio. €)



#### EBITDA (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Ausgehend vom starken Rohertragsausbau hat die Vectron mit einem EBITDA in Höhe von 4,71 Mio. € (VJ: -1,67 Mio. €), erstmals seit dem Geschäftsjahr 2017, die Gewinnschwelle überschritten. Dabei war das operative Kostenbild sowohl auf Ebene des Personalaufwands als auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen von Bonuszahlungen in Abhängigkeit zum Geschäftserfolg sowie von einem Anstieg der Provisionszahlungen an Fachhandelspartner geprägt.

Im Vergleich zur bisherigen HGB-Darstellung wird die Vectron künftig nach IFRS deutlich höhere Abschreibungen ausweisen. Dies hängt insbesondere mit IFRS 16 zusammen, wonach Nutzungsrechte, wie langfristige Mietvereinbarungen, als Anlagevermögen erfasst werden müssen. Diese machen knapp die Hälfte der Gesamtabschreibungen in Höhe von 1,58 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €) aus. Darüber hinaus hatte der Zugang des Anlagevermögens aus der Verschmelzung mit der bonVito GmbH ebenfalls einen erhöhenden Effekt. Trotz eines deutlich höheren Abschreibungsvolumens wurde auch auf EBIT-Ebene mit 3,13 Mio. € (VJ: -3,01 Mio. €) die Gewinnschwelle übertroffen.

Dies hat sich bis zum Jahresüberschuss fortgesetzt, der mit 2,44 Mio. € (VJ: -2,31 Mio.€) der höchste Wert der Unternehmenshistorie darstellt. Hier ist erwähnenswert, dass das Finanzergebnis der Vectron in der Regel einen nur geringen Einfluss auf das Gesamtergebnis hat. Aufgrund der umfangreichen Liquiditätsausstattung greift die Vectron nur im geringen Umfang auf Bankkredite zurück. Zum 31.12.2021 standen Bankkredite in Höhe von lediglich 3,00 Mio. € aus. Auf dieser Grundlage weist die Vectron ein ausgeglichenes Finanzergebnis in Höhe von -0,01 Mio. € (VJ: -0,12 Mio. €) aus.

## Bilanzkennzahlen zum 31.12.2021

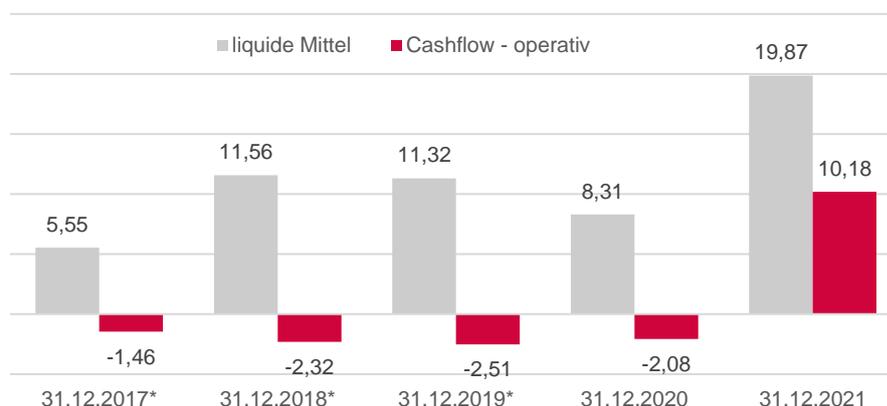
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
	HGB	HGB	IFRS	IFRS
Eigenkapital	10,13	13,81	23,17	25,55
EK-Quote	40,8%	51,7%	72,6%	53,6%
Liquide Mittel	11,56	11,32	8,31	19,87
Working Capital	7,11	8,11	8,07	2,43
Finanzverbindlichkeiten	12,76	10,42	5,30	16,09
Cashflow - operativ	-2,32	-2,51	-2,08	10,18
Cashflow - Investition	-0,28	-0,47	-1,23	0,06
Cashflow - Finanzierung	8,62	2,73	0,31	1,34

Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG

Auch das Bilanzbild der Vectron unterliegt mit der Anwendung des IFRS-Standards starken Veränderungen. Allen voran ist der Ausweis einer deutlich höheren Bilanzsumme nach IFRS-Standards zu nennen. Dies liegt insbesondere an der nach IFRS 16 erfolgten Bilanzierung von Leasingverträgen, die sich bei der Vectron größtenteils aus der Vermietung eines Bürogebäudes zusammensetzen. Die Nutzungsrechte auf der Aktivseite bzw. die Leasingverbindlichkeiten auf der Passivseite belaufen sich auf 8,43 Mio. €. Gegenüber dem 31.12.2020 kam es hier zu einem starken Anstieg, da im abgelaufenen Geschäftsjahr ein neuer Mietvertrag für das Bürogebäude vereinbart wurde.

Zusätzlich zum Anstieg der Bilanzsumme hat die Aufnahme eines Betriebsmittelkredites in Höhe von 3,00 Mio. € beigetragen. Trotz der ergebnisbedingten Steigerung des Eigenkapitals auf 25,55 Mio. € (31.12.2020: 23,17 Mio. €) hat dies zu einer Minderung der EK-Quote auf 53,6 % (31.12.2020: 72,6 %) geführt. Nach HGB-Standards hätte die Vectron eine deutlich höhere EK-Quote ausgewiesen. Dennoch zeigt auch der IFRS-Ausweis eine überdurchschnittlich gute EK-Ausstattung auf, zumal auf der Fremdkapitalseite mit lediglich 3,00 Mio. € nur im geringen Umfang auf Bankkredite zurückgegriffen wird. Die Finanzverbindlichkeiten setzen sich dabei, wie dargestellt, wesentlich aus den Leasingverbindlichkeiten zusammen.

### Liquide Mittel und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: Vectron Systems AG; GBC AG; \*nach HGB

Auf der Aktivseite ist der starke Anstieg der liquiden Mittel auf 19,87 Mio. € (31.12.2020: 8,31 Mio. €) besonders auffällig. Hier hatten der Zugang liquider Mittel im Zusammenhang mit der positiven Geschäftsentwicklung eine wichtige Rolle gespielt. Parallel dazu hatte die Vectron in den vergangenen Geschäftsjahren, als Vorbereitung einer erwarteten hohen Nachfrage für die TSE-konforme Umstellung der Kassen, einen Aufbau der Lagerbestände vorgenommen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte hier eine sukzessi-

ve Reduktion stattgefunden, was sich im deutlichen Rückgang des Working Capitals auf 2,43 Mio. € (31.12.2020: 8,07 Mio. €) wiederfindet. Der operative Cashflow ist folglich auf 10,18 Mio. € (VJ: -2,08 Mio. €) deutlich gesprungen.

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	38,23	28,41	36,16	47,19
EBITDA	4,71	0,12	5,19	7,48
EBIT	3,13	-1,38	3,28	4,99
Nachsteuerergebnis	2,44	-1,18	2,10	3,29

Quelle: GBC AG

### Grundlage Schätzungen

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hatte der Vectron-Vorstand die im März 2022 veröffentlichte Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Mit der Sichtbarkeit der unter den Erwartungen liegenden Entwicklung des ersten Halbjahres 2022, hat der Vorstand zum 20.06.2022 aber eine Reduktion der Prognose vorgenommen. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 wird nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von 27 bis 30 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von -0,8 bis 0,8 Mio. € gerechnet, was einer jeweils deutlich rückläufigen Geschäftsentwicklung gleichkommen würde. Gemäß Unternehmensangaben hatten die Fachhändler im Vorjahr hohe Lagerbestände aufgebaut, die in den ersten Monaten 2022 abgebaut wurden. Dies hatte sich negativ auf den Vectron-Absatz ausgewirkt. Für das zweite Halbjahr 2022 rechnet die Gesellschaft, da auf Seiten der Fachhändler ein weitestgehender Abbau der Lagerbestände erfolgt ist, von einer Normalisierung der Geschäftsentwicklung.

Der Fokus der Unternehmensstrategie liegt weiterhin klar auf der Ausweitung des **Digitalgeschäftes**. Einerseits würde damit der aktuelle Digitalisierungs-Trend in der Gastronomie bedient werden sowie andererseits die Wertschöpfung je Kunde gegenüber dem Einmalverkauf von Kassensystemen deutlich erhöht werden. Nachdem in den vergangenen Geschäftsjahren die Verbindung der digitalen Services mit den Kassensystemen erfolgt ist und bereits Erfolge mit der Einführung von Cloud-Paketen (DATEV-Schnittstelle, digitaler Bon, Reporting-App, Payment, Tischreservierung, Online-Bestellungen etc.) erzielt wurden, soll das Service-Angebot deutlich ausgeweitet werden. Die Anzahl der digitalen Verträge (17.000 per 31.12.2021) dürfte einerseits ausgebaut werden sowie andererseits die wiederkehrenden Umsätze je Kunde deutlich gesteigert werden.

Bereits im Vergleich zu den Einmalumsätzen bedeutet die Buchung des Digitalpaketes, in seiner jetzigen Form, mehr als eine Verdoppelung der Wertschöpfung je Kunde. Folgendes Rechenbeispiel hierzu: beim Kassenerwerb mit dem SaaS-Abo der Kassensoftware fällt ein jährlicher Betrag von rund 600 € (Gesamtumsatz für Standard-Laufzeit von sieben Jahren: 4.170 €) an. Demgegenüber wird beim klassischen Kassenverkauf eine Wertschöpfung je Kunde von lediglich jährlich rund 250 € (Gesamtumsatz für Standard-Laufzeit von sieben Jahren: 1.770 €) erzielt.

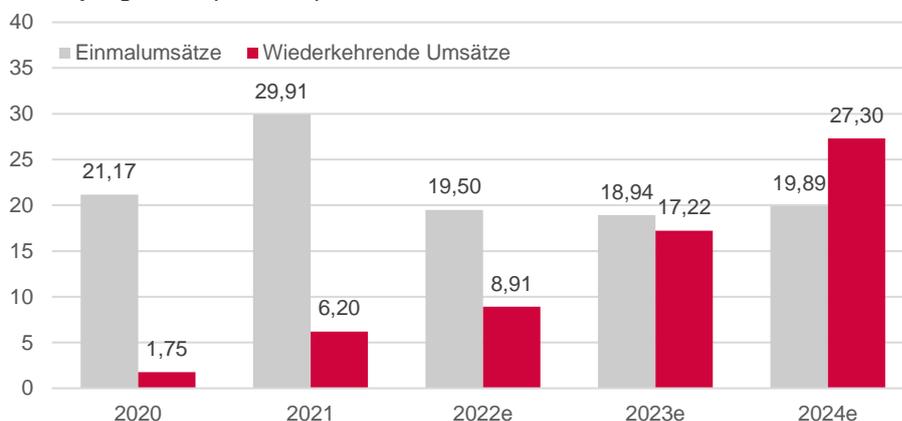
In der obigen Rechnung wird dabei lediglich das aktuelle Digitalpaket myVectron Standard einbezogen, welches 11 Module enthält. Künftig soll das digitale Angebot jedoch um weitere Dienste erheblich ausgeweitet werden. Der Schwerpunkt liegt derzeit auf dem Bereich „Ordering“ (Inhouse-Self-Ordering, Kiosk-Ordering, Mobile-Ordering, Webshop), für den die Markteinführung im dritten Quartal 2022 erwartet wird. Nicht nur, dass damit neue Kunden angesprochen werden können, im Vergleich zu den aktuellen Paketen können höhere Preise aufgerufen werden. Folglich würde die Wertschöpfung je Kunde, gegenüber der dargestellten Rechnung, noch höher liegen.

Der Vertrieb der neuen Dienstleistungen sollte dabei sowohl über die Fachhandelspartner, die prozentual vom Vertriebs Erfolg profitieren, erfolgen, also auch im Rahmen eines Direktvertriebes. Diesbezüglich könnte die Vectron die bekannten Bestandskunden direkt ansprechen. Auch könnte die Vectron das Direktmarketing für den Fachhandel übernehmen.

## Umsatz- und Ergebnisschätzungen 2022 – 2024

Unsere Umsatzprognosen haben wir, analog zur Unternehmens-Guidance, nach wiederkehrenden und einmaligen Erträgen aufgeteilt. Als Basis der wiederkehrenden Erträge unterstellen wir sowohl einen Anstieg der SaaS-Verträge (Digitalpakete im Einsatz) als auch, im Zuge der Einführung hochpreisiger Dienstleistungen, einen Anstieg des durchschnittlichen Kundenumsatzes. Damit dürfte der Anteil wiederkehrender Umsätze in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive zulegen. Bereits im Geschäftsjahr 2024 könnten die wiederkehrenden Umsätze die Einmalerträge übertreffen:

### Umsatzprognosen (in Mio. €)

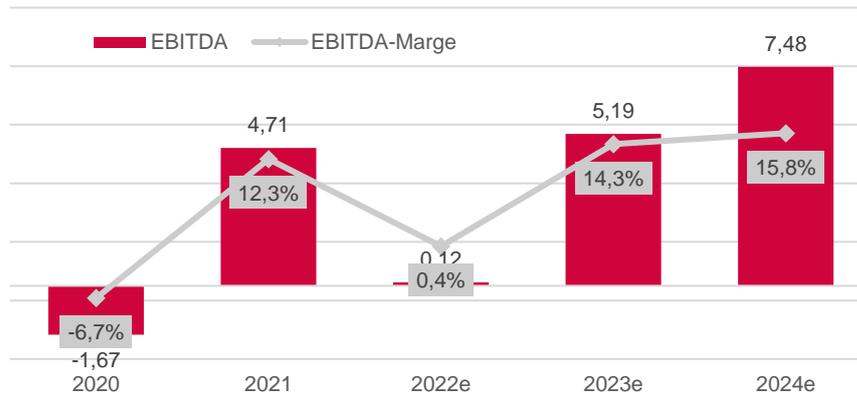


Quelle: GBC AG

Die rückläufige stabile Entwicklung der Einmalerträge ist zudem als Ausdruck des vollständig auslaufenden Effektes im Zusammenhang mit der TSE-konformen Kassenumstellung zu sehen. Darüber hinaus hatten die Fachhändler in 2021 einen Aufbau der Lagerbestände vorgenommen, was sich in den ersten Monaten 2022 auf den Absatz der Vectron-Kassen negativ ausgewirkt hatte.

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem sichtbaren Ergebnisanstieg. Dies dürfte einerseits mit Skaleneffekten zusammenhängen, die vor dem Hintergrund der erwarteten Umsatzsteigerung eine stärkere Rolle spielen dürften. Auf der anderen Seite dürfte der Ausbau des skalierbaren Digitalgeschäftes mit einer allgemeinen Rentabilitätsverbesserung einhergehen. Hiervon ausgenommen dürfte aber das laufende Geschäftsjahr sein, in dem wir von einer rückläufigen Umsatzentwicklung ausgehen. Bis zum Ende unserer konkreten Schätzperiode (Geschäftsjahr 2024) rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 15,9 %.

### EBITDA-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir ziehen das prognostizierte EBITDA als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell heran.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die Vectron Systems AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 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 21,0 % 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 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 0,80 % (bisher: 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 8,81 % (bisher: 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 8,81 % (bisher: 8,26 %).

### *Bewertungsergebnis*

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 11,00 € (bisher: 15,70 €) ermittelt. Das niedrigere Kursziel ist einerseits eine Folge des angehobenen Diskontierungssatzes, im Zuge des höheren risikolosen Zinssatzes. Auf der anderen Seite bewirken die reduzierten Prognosen ebenfalls eine Reduktion des fairen Unternehmenswertes. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## 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	21,0%	ewige EBITA - Marge	16,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,9%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	28,51	36,26	47,29	50,83	54,64	58,74	63,15	67,89	
US Veränderung	-25,7%	27,2%	30,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,55	3,15	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	
EBITDA	0,12	5,19	7,48	10,67	11,48	12,34	13,26	14,26	
EBITDA-Marge	0,4%	14,3%	15,8%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBITA	-1,38	3,28	4,99	8,18	8,80	9,46	10,17	10,93	
EBITA-Marge	-4,8%	9,0%	10,5%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,40	-0,98	-1,50	-2,46	-2,64	-2,84	-3,05	-3,28	
EBI (NOPLAT)	-0,98	2,29	3,49	5,73	6,16	6,62	7,12	7,65	30,0%
Kapitalrendite	-7,4%	16,7%	23,0%	32,7%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	31,9%
Working Capital (WC)	2,50	3,70	4,30	5,03	5,41	5,82	6,25	6,72	
WC zu Umsatz	8,8%	10,2%	9,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,73	-0,38	-0,41	-0,44	-0,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	11,50	13,20	14,19	15,25	16,40	17,63	18,95	
AFA auf OAV	-1,50	-1,91	-2,49	-2,49	-2,68	-2,88	-3,10	-3,33	
AFA zu OAV	13,4%	16,6%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	
Investitionen in OAV	-1,94	-2,21	-4,19	-3,48	-3,74	-4,02	-4,32	-4,65	
Investiertes Kapital	13,70	15,20	17,50	19,22	20,66	22,21	23,88	25,67	
EBITDA	0,12	5,19	7,48	10,67	11,48	12,34	13,26	14,26	
Steuern auf EBITA	0,40	-0,98	-1,50	-2,46	-2,64	-2,84	-3,05	-3,28	
Investitionen gesamt	-2,00	-3,41	-4,79	-4,21	-4,12	-4,43	-4,76	-5,12	
Investitionen in OAV	-1,94	-2,21	-4,19	-3,48	-3,74	-4,02	-4,32	-4,65	
Investitionen in WC	-0,07	-1,20	-0,60	-0,73	-0,38	-0,41	-0,44	-0,47	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,48	0,79	1,19	4,01	4,72	5,07	5,45	5,86	112,68

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	80,44	86,73
Barwert expliziter FCFs	18,06	18,86
Barwert des Continuing Value	62,38	67,88
Nettoschulden (Net debt)	-7,99	-8,50
Wert des Eigenkapitals	88,42	95,23
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	88,42	95,23
Ausstehende Aktien in Mio.	8,04	8,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>11,00</b>	11,85

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%
31,4%	11,94	11,38	10,87	10,41	9,99
31,7%	12,01	11,45	10,94	10,47	10,05
31,9%	12,09	11,52	<b>11,00</b>	10,53	10,10
32,2%	12,16	11,59	11,07	10,59	10,16
32,4%	12,23	11,65	11,13	10,65	10,22

## 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 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)