

# Vectron Systems AG

Reuters: V3SG.DE

Bloomberg: V3S:GR

## Unerfüllte Versprechungen

Wir nehmen die Aktien von Vectron Systems mit einem Sell-Rating und einem Kursziel von EUR 2,45 in die Research Coverage auf. Unser Kursziel ergibt sich aus einem dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsmethode), für das wir im Base-Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals von EUR 19,7 Mio. bzw. EUR 2,45 je Aktie ermitteln. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt und errechnen Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 2,05 und 2,75 je Aktie.

Als entscheidendes Argument für den Kauf einer Vectron Systems-Aktie sehen wir bislang die durch die Einführung der Kassensicherungsverordnung ausgelöste Sonderkonjunktur, auf die das Unternehmen seit Jahren in den Geschäftsberichten hinweist. Aus unserer Sicht besteht jedoch ein signifikantes Risiko, dass Vectron Systems von dieser „Fiskalisierung“ nicht in dem in Aussicht gestellten Ausmaß profitieren wird. Zum einen aufgrund der 2021e von uns erwarteten pandemiebedingten Insolvenzwelle, von der insbesondere die Gastronomie, die Hauptkundengruppe von Vectron Systems, belastet sein wird. Zum anderen, weil neue, teilweise durch Private Equity-Investoren finanzierte Anbieter direkt in die von Vectron Systems adressierten Stammmärkte eindringen und die angebotenen Premiumkassensysteme durch Smartphones, Tablets sowie zur Zahlungsregistrierung entwickelte Apps ersetzen.

Diese neuen Anbieter konnten in den vergangenen Jahren erhebliche Marktanteile gewinnen. Sie haben innovative, leasing- oder transaktionsbasierte Monetarisierungsmodelle implementiert, die für die Gastronomie attraktiver, für Vectron Systems mit Rohertragsmargen von über 50% jedoch mit unmittelbaren Liquiditätsabflüssen verbunden sind, da Materialaufwendungen und Produktionskosten erst im späteren Verlauf des Produktzyklus durch Kleinst- oder monatliche Teilbeträge zurückfließen – sofern ein Anwender nicht Insolvenz anmeldet und als Zahler ausfällt.

Bei steigender Wettbewerbsintensität in einem von lokalen Zwischenhändlern dominierten Markt werten wir es als strategischen Geburtsfehler des Geschäftsmodells, dass Vectron Systems aufgrund des indirekten Vertriebskanals über keinen unmittelbaren Kundenzugang verfügt. Mit der Folge, dass Vectron Systems nicht nur keine Kenntnisse darüber hat, wie viele Kassensysteme tatsächlich in Betrieb sind, sondern auch, dass das Unternehmen nur einen geringen Anteil mehrjährig gebundener, wiederkehrender Erträge aufweist und auf den hohe Wechselkosten verursachenden Lock-in-Effekt der Kundenbindung verzichten muss.

**Rating:** Sell **Risiko:** Hoch  
**Kurs:** EUR 11,75  
**Kursziel:** EUR 2,45

WKN / ISIN: A0KEXC / DE000A0KEXC7

Indizes: -

Transparenzlevel: Freiverkehr Börse Frankfurt (Scale)

Gewichtete Anzahl Aktien: 8,038 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 94,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 35.000 Aktien

Jahresabschluss 2020: Vorauss. April 2021

GuV (EUR Mio.)	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	25,2	28,4	40,1	51,4
EBITDA	-1,4	-0,7	3,8	7,5
EBIT	-1,8	-1,1	3,4	7,1
EBT	-2,0	-1,2	3,4	7,1
EAT	-1,4	-1,2	3,4	7,0

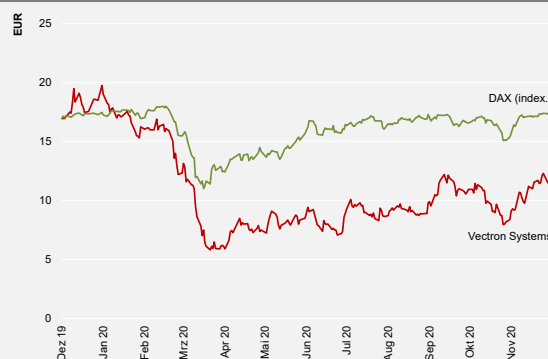
% der Umsätze	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-5,5%	-2,6%	9,5%	14,6%
EBIT	-7,1%	-3,9%	8,6%	13,9%
EBT	-7,8%	-4,3%	8,6%	13,9%
EAT	-5,5%	-4,3%	8,6%	13,5%

Je Aktie (EUR)	2019	2020e	2021e	2022e
EPS	-0,19	-0,15	0,43	0,87
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,89	2,94	3,36	4,23
Cashflow	-0,34	-0,17	-0,03	0,02

Bilanz (%)	2019	2020e	2021e	2022e
EK-Quote	51,7%	88,5%	87,2%	87,0%
Gearing	0%	0%	0%	0%

Multiples (x)	2019	2020e	2021e	2022e
KGV	n/a	n/a	27,5	13,6
EV/Umsatz	5,32	2,99	2,14	1,67
EV/EBIT	-68,6	-69,8	24,9	12,0
KBV	9,8	4,0	3,5	2,8

Guidance (EUR Mio.)	2020e	2021e	2022e
Umsatz	25 bis 29	50,0	65,0
EBITDA	-2,0 bis 0,25	10,0	16,25



Quelle: Unternehmensangaben, Sphene Capital Prognosen

Peter Thilo Hasler, CEFA

+49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

# Inhaltsverzeichnis

Executive Summary .....	3
Vectron Systems in Bildern .....	4
Wert des Eigenkapitals EUR 2,45 je Aktie .....	8
Vectron Systems: Unerfüllte Versprechungen .....	18
Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie .....	39
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken .....	43
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen .....	46
Gewinn- und Verlustrechnung .....	54
Bilanz.....	60
Bilanz (normalisiert).....	64
Cashflow-Statement .....	68
Auf einen Blick.....	70
Discounted Cashflow-Bewertung .....	74
Disclaimer.....	75

**Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.**

# Executive Summary: Weitere Gewinnwarnungen

## Weitere Umsatz- und Gewinnwarnungen erwartet

In den vergangenen Jahren hat das Management von Vectron Systems detaillierte und aus unserer Sicht ambitionierte Erwartungen für die Umsatz- und Ertragsentwicklung der laufenden bzw. der kommenden Geschäftsjahre veröffentlicht und diese mit der Fiskalisierung oder dem Eintritt in neue Geschäfts- und Monetarisierungsmodelle begründet. Die dabei geweckten Erwartungen wurden seit 2017 mit zum Teil hohen Abweichungen verfehlt, weshalb wir kritisch hinterfragen, inwieweit der Vorstand bewusst Prognosen in Aussicht stellt, die geeignet sind, die Anforderungen des Kapitalmarktes an ein mutmaßliches Wachstumsunternehmen zu befriedigen, während für deren Verfehlung durchweg unvorhersehbare Ereignisse verantwortlich gemacht werden. Auch die erst in diesem Frühjahr und damit inmitten der COVID-19-Pandemie ausgesprochenen Umsatz- und Gewinnprognosen für die Geschäftsjahre 2020e bis 2022e wurden zwischenzeitlich deutlich reduziert. Dabei halten wir auch die neuen Vorgaben für nicht erreichbar. So steckt die wichtigste Kundengruppe, das Gaststättengewerbe, nach Ansicht des DEHOGA in der „größten Krise der Nachkriegszeit“: 64,9% der Betriebe geben an, dass die staatlichen Liquiditätshilfen und Kreditprogramme nicht ausreichen, um die Krise zu bewältigen. Nach Aufhebung der im Zuge der COVID-19-Pandemie ausgesetzten Insolvenzanmeldepflicht zum Jahresende 2020 rechnen wir im kommenden Jahr mit einem sprunghaften Anstieg der Insolvenzen im Gaststättengewerbe. Damit dürfte auch die Ertrags-Guidance für das Geschäftsjahr 2022e, für das der Vorstand einen Anstieg der EBITDA-Marge bis auf 25% avisiert, zu hoch sein: Im Geschäftsjahr 2016, dem mit Abstand profitabelsten Geschäftsjahr der letzten zehn Jahre, erwirtschaftete Vectron Systems eine EBITDA-Marge von lediglich 10,6% – lange bevor die neuen Monetarisierungsmodelle begonnen haben, Druck auf die Margen auszuüben.

## Deutlich unter der Guidance

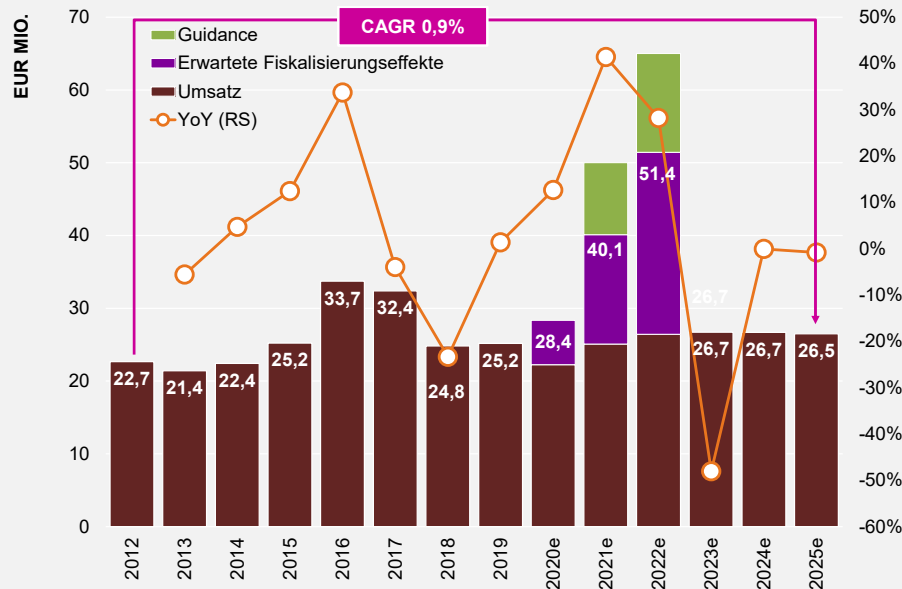
Wir haben für Vectron Systems ein Best-Case-Szenario aufgestellt, in dem wir davon ausgehen, dass das Unternehmen kurzfristig von der regulatorisch ausgelösten Sonderkonjunktur profitieren wird – allerdings in nochmals geringerem Maße, als dies vom Vorstand in den letzten, bereits reduzierten Umsatzprognosen vorhergesagt wird. Per Saldo rechnen wir bis 2022e mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 51,4 Mio. (CAGR 2019-22e 26,9%), deutlich unter den beiden letzten, vom Vorstand parallel ausgesprochenen Umsatzerwartungen von EUR 65,0 bzw. 64,1 Mio. Beim EBITDA liegen wir mit einer Prognose von EUR 7,5 Mio. und einer EBITDA-Marge von 14,6% ebenfalls deutlich unter der letzten Guidance des Vorstands.

## Weitere Kapitalerhöhungen

Zur Deckung der anfallenden Verluste greift Vectron Systems seit 2016 darauf zurück, frische Liquidität durch Kapitalerhöhungen einzuwerben. Insgesamt wurden seit 2016 drei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital durchgeführt, wodurch dem Unternehmen Liquidität in Höhe von rund EUR 22,1 Mio. zugeflossen ist. Vor dem Hintergrund eines deutlichen Fixkostenanstiegs durch den in den vergangenen Jahren durchgeführten Personalaufbau, einer erhöhten Wettbewerbsintensität und innovativer, kurzfristig jedoch liquiditätsbelastender Monetarisierungsmodelle, die sich in den von Vectron Systems adressierten, aus unserer Sicht tendenziell liquiditätsschwachen Kernmärkten etabliert haben, schließen wir weitere Verwässerungen für die Aktionäre nicht aus.

# Vectron Systems in Bildern

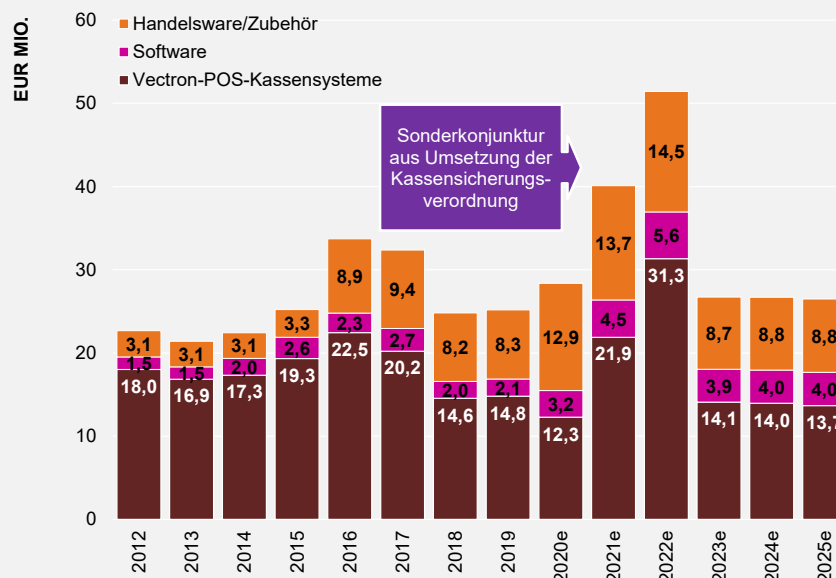
ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2012-2025E



Wir gehen davon aus, dass Vectron Systems in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit bedingt durch die Nachlaufeffekte der Einführung der Kassensicherungsverordnung deutlich erweitern wird. In unserer Prognose rechnen wir damit, dass Vectron Systems im Jahr 2022e Erlöse von EUR 51,4 Mio. erwirtschaften wird. Trotz des Erreichens neuer Höchstwerte könnte der Kapitalmarkt enttäuscht reagieren, da der Vorstand beim Umsatz deutlich höhere Zielwerte prognostiziert hat, deren Erreichen wir – insbesondere nach den Erfahrungen der letzten Jahre, in denen die Guidance des Vorstands aus verschiedenen Gründen verfehlt wurde – als nicht realistisch einstufen. Durch den erheblichen regulatorischen Einfluss des Gesetzgebers unterliegt das Geschäftsmodell hohen Schwankungen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2012-2025E

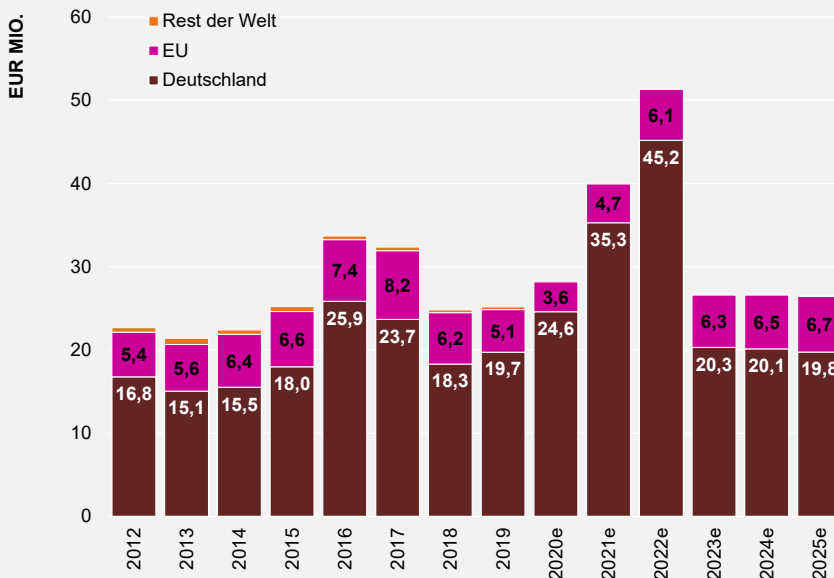


Zwischen 2012 und H1/2020 hat sich der Anteil der Gesamterlöse, der mit Kassensystemen erwirtschaftet wird, von 79,5% auf 39,4% mehr als halbiert. Für das Gesamtjahr 2020e rechnen wir mit Erlösen aus POS-Kassensystemen in Höhe von EUR 12,3 Mio. Handelsware wird nach unseren Prognosen für Erlöse in Höhe von EUR 12,9 Mio. und Softwareprodukte für Erlöse in Höhe von EUR 3,2 Mio. verantwortlich sein. Damit sind für Vectron Systems technologisch anspruchslöse Handelswaren von größerer Bedeutung für den Geschäftserfolg als das eigentliche Kerngeschäft der Kassensysteme. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend auch nach Abflauen der „Sonderkonjunktur Kassensicherungsverordnung“ in den Jahren 2023-25e – wenn auch mit geringerer Dynamik – fortsetzen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Vectron Systems in Bildern

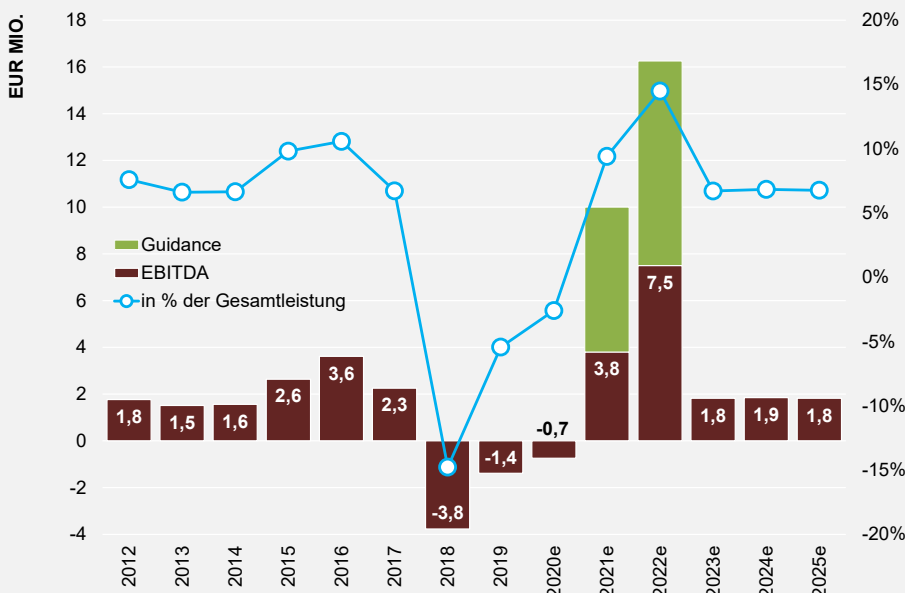
ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH REGIONEN, 2012-2025E



Im vergangenen Jahr wurden mit EUR 19,7 Mio. rund 78,4% der Gesamterlöse in Deutschland erwirtschaftet. Abgesehen von wenigen Spitzenwerten war der Versuch, in nennenswertem Umfang auf den EU-Märkten oder sogar in den USA Marktanteile zu gewinnen, wenig erfolgreich. So haben etwa die Erlöse im Rest der Welt nie die Millionenschwelle überschritten; zwischen 2013 und 2019 haben sich die Erlöse im Rest der Welt von niedrigem Niveau ausgehend mehr als halbiert.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 4: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2012-2025E

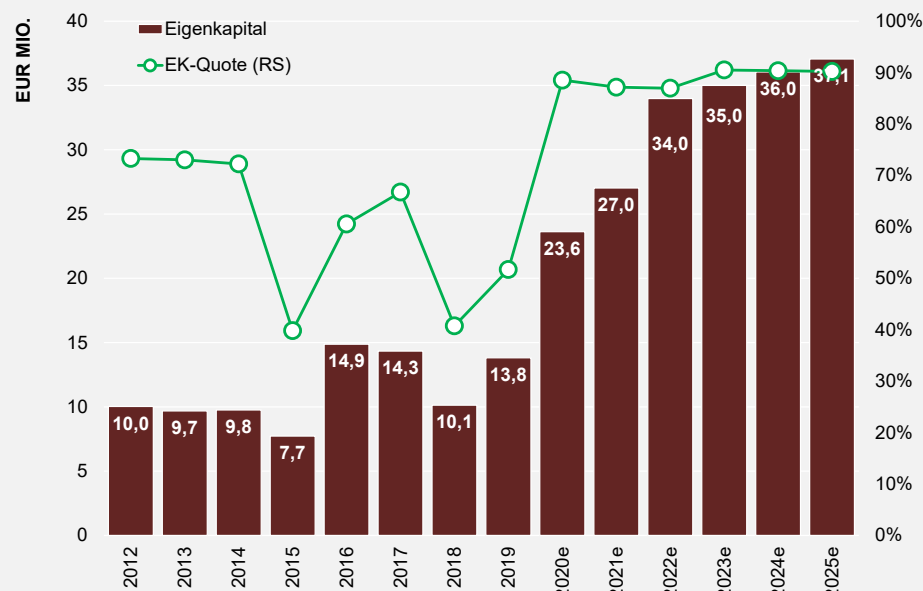


Bezieht man das laufende Jahr mit ein hat Vectron Systems nun das dritte Jahr in Folge operative Verluste (auf EBITDA-Ebene) erwirtschaftet. Sie summieren sich seit 2018 auf bis zu EUR 5,9 Mio. Dabei war die Profitabilität des Unternehmens auch in den vorausgehenden Jahren überschaubar. Abgesehen von den Jahren 2015 und 2016, als bei den EBITDA-Margen Spitzenwerte von 9,8% bzw. 10,6% erreicht wurden, lagen die EBITDA-Margen eher in der Größenordnung zwischen 6% und 7%. Für ein Unternehmen, das sich selbst als führenden europäischen Anbieter in einer technologischen Nische bezeichnet, sind dies ungewohnt niedrige Profitabilitätskennzahlen, die nach unserer Einschätzung auf eine hohe Wettbewerbsintensität hinweisen. Vor diesem Hintergrund sehen wir die EBITDA-Guidance 2021e, besonders aber 2022e, als nicht erreichbar an.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Vectron Systems in Bildern

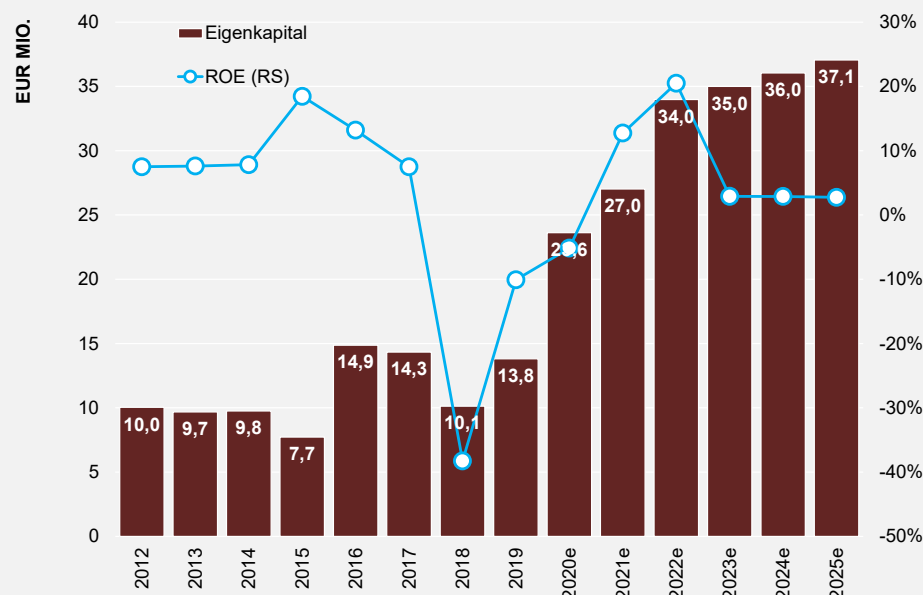
ABBILDUNG 5: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE, 2012-2025E



In den vergangenen drei Jahren musste Vectron Systems mehrmals das Grundkapital erhöhen, unter anderem auch deshalb, um die operativen Verluste und den Liquiditätsabfluss aus dem Aufbau von Working Capital der letzten Jahre zu decken. Insgesamt wurden seit 2016 drei Kapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital durchgeführt. In Summe ist dem Unternehmen dadurch Liquidität in Höhe von rund EUR 22,0 Mio. zugeflossen. Seit der letzten Kapitalerhöhung Anfang 2020 liegt das Grundkapital der Gesellschaft bei EUR 8,038 Mio. Es setzt sich aus 8.037.843 Stück auf den Inhaber lautende Stammaktien zusammen. 46,4% der Aktien werden vom zwei Vorständen gehalten. Institutionelle Investoren halten 12,3% der Aktien. Der Freefloat der Gesellschaft liegt bei 41,3%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 6: EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALRENDITE (ROE), 2012-2025E

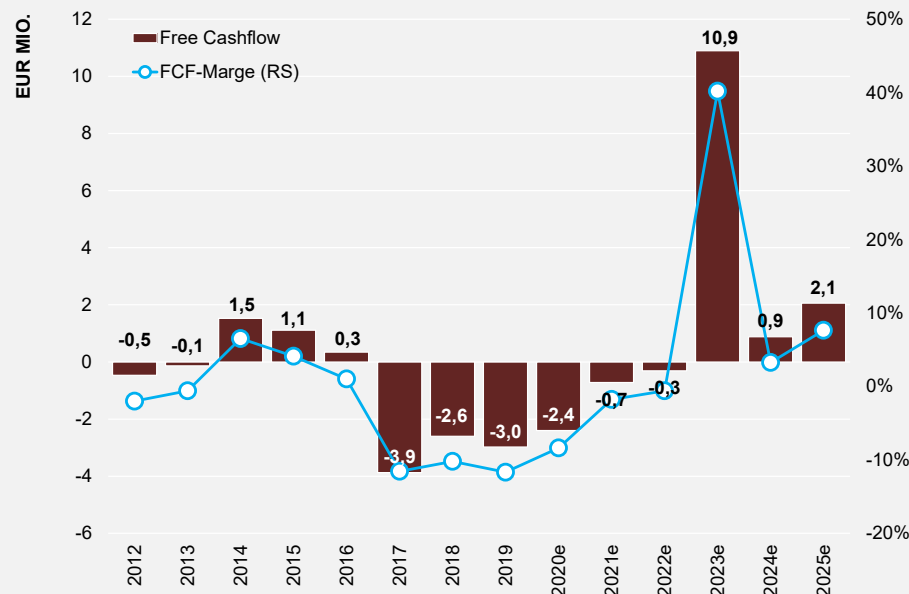


Abgesehen von den Jahren 2015 und 2016, als Eigenkapitalrenditen von 18,4% bzw. 13,2% erwirtschaftet wurden, lagen die von Vectron Systems erwirtschafteten Eigenkapitalrenditen bestenfalls im einstelligen Prozentbereich. Seit 2018 ist Vectron Systems auch dies nicht mehr gelungen, da das Unternehmen seither Verluste auf Nachsteuerebene hinnehmen musste. Nach Abflauen der durch regulatorische Maßnahmen („Kassensicherungsverordnung“) ausgelösten Sonderkonjunktur, was wir spätestens in zwei Jahren erwarten, rechnen wir damit, dass Vectron Systems erneut mehrheitlich Vor- und Nachsteuerverluste vermeiden wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

# Vectron Systems in Bildern

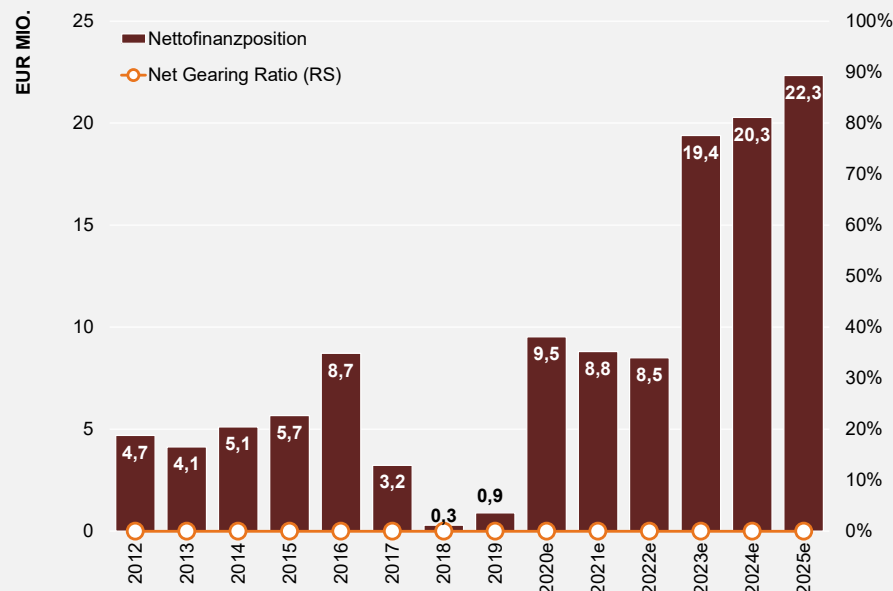
ABBILDUNG 7: FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE, 2012-2025E



In sechs der letzten neun Jahre war die Free Cashflow-Generierung des Unternehmens negativ. Inclusive der von uns für dieses Jahr erwarteten Free Cashflows hat Vectron Systems seit 2012 freie Cashflows von EUR -9,5 Mio. erwirtschaftet. Hierfür waren nicht allein die operativen Verluste verantwortlich, sondern auch erhebliche Investitionen in Working Capital, welches sich nach unseren Schätzungen zwischen 2013 und 2020e nahezu verdoppelt hat.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

ABBILDUNG 8: NETTOFINANZPOSITION UND NET GEARING RATIO, 2012-2025E



Zum Jahresende 2020e dürfte Vectron Systems keine zinstragenden Verbindlichkeiten mehr aufweisen. Bankkredite in Höhe von EUR 10,0 Mio. (H1/2020) die als kurzfristig deklariert wurden, müssen bis dahin zurückgezahlt worden sein. Ohnehin wies Vectron Systems seit 2012 eine positive Nettofinanzposition auf, so dass die Net Gearing Ratio durchweg bei 0% lag.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Wert des Eigenkapitals EUR 2,45 je Aktie

Wir bewerten das Eigenkapital der am Frankfurter Freiverkehrsegment Scale notierten Vectron Systems AG auf der Basis eines dreistufigen Discounted-Cashflow-Entity-Modells (Primärbewertungsmethode) und anhand eines Wertschöpfungsmodells (Sekundärmethode). Auf eine Überprüfung des inneren Wertes aus dem DCF- und dem Wertschöpfungsmodell durch marktorientierte Peergroup-Multiples haben wir in Ermangelung von Vergleichsunternehmen mit einer ähnlichen Rendite-Risiko-Konstellation verzichtet.

Basierend auf unseren Erwartungen, dass Vectron Systems im nächsten und übernächsten Jahr von der Umsetzung der Kassensicherungsverordnung profitieren wird, sollten sich die Umsätze des Unternehmens zunächst deutlich verbessern, dann jedoch auf das heutige Niveau zurückkehren. Nach Ablauf der Detailplanungsphase (2026e) geht unser DCF-Modell in die zweite Phase, die sogenannte Übergangsphase, über, die mit der Phase des Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2034e endet; während der Übergangsphase haben wir eine durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsrate von -0,1% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 0,1%, was dem quasi-risikolosen Zinssatz in Form langlaufender Bundesanleihen mit 30-jähriger Restlaufzeit entspricht. Aus diesem Verfahren ergibt sich im Base-Case-Szenario ein Wert des Eigenkapitals von EUR 19,7 Mio. bzw. EUR 2,45 je Aktie. In einer Monte-Carlo-Analyse haben wir alternative Umsatz- und Ertragszenarien zugrunde gelegt und ermitteln Werte des Eigenkapitals in einer Bandbreite zwischen EUR 2,05 und 2,75 je Aktie.

Zur Überprüfung der Ergebnisse des DCF-Modells haben wir ein Economic-Profit-Wertschöpfungsmodell erstellt, bei dem wir davon ausgehen, dass eine faire Bewertung des Unternehmens frühestens dann erreicht ist, wenn die vom Unternehmen erwirtschaftete Wertschöpfung den damit verbundenen Kapitalkosten entspricht. Unter Zugrundelegung dieses Bewertungsverfahrens ergibt sich für Vectron Systems auf Basis unserer Kapital- und Ertrags-schätzungen ein Wert des Eigenkapitals zwischen EUR 3,10 und 13,70 je Aktie – mit allerdings im Zeitablauf deutlich rückläufigen Werten.

Angesichts eines von uns erwarteten Kursrückgangs von rund 79% nehmen wir die Aktien der Vectron Systems AG mit einem Sell-Rating in die Coverage auf.

### Unser primäres Bewertungsverfahren für Vectron Systems ist ein dreistufiges DCF-Entity-Modell

Dass wir zur Bewertung von Vectron Systems ein fundamentalanalytisches Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell heranziehen, liegt nicht nur daran, dass marktgängige Bewertungsverfahren über Börsen-Multiples in Ermangelung aussagekräftiger Consensus-Schätzungen keine validen Ergebnisse liefern, sondern auch daran, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung zunächst seine Umsatz- und Ertragssituation verbessern, dann jedoch wieder verschlechtern wird. Angesichts dieser Turnaround-Situation der Gesellschaft, die sich nach unserer Einschätzung in der Reife- bzw. Abschwungphase ihres Produktlebenszyklus befindet, sehen wir in einem langfristig angelegten standardisierten dreiphasigen Discounted Cashflow-Entity-Modell (Primärbewertungsverfahren) das geeignetste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes.

Die externe Aufnahme von Eigenkapital ist in unserem Modell nicht vorgesehen.

### Wachstumsannahmen des DCF-Modells

Wir unterstellen für unser dreistufiges Discounted Cashflow-Modell folgende Wachstumsannahmen:

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die Umsatzentwicklung

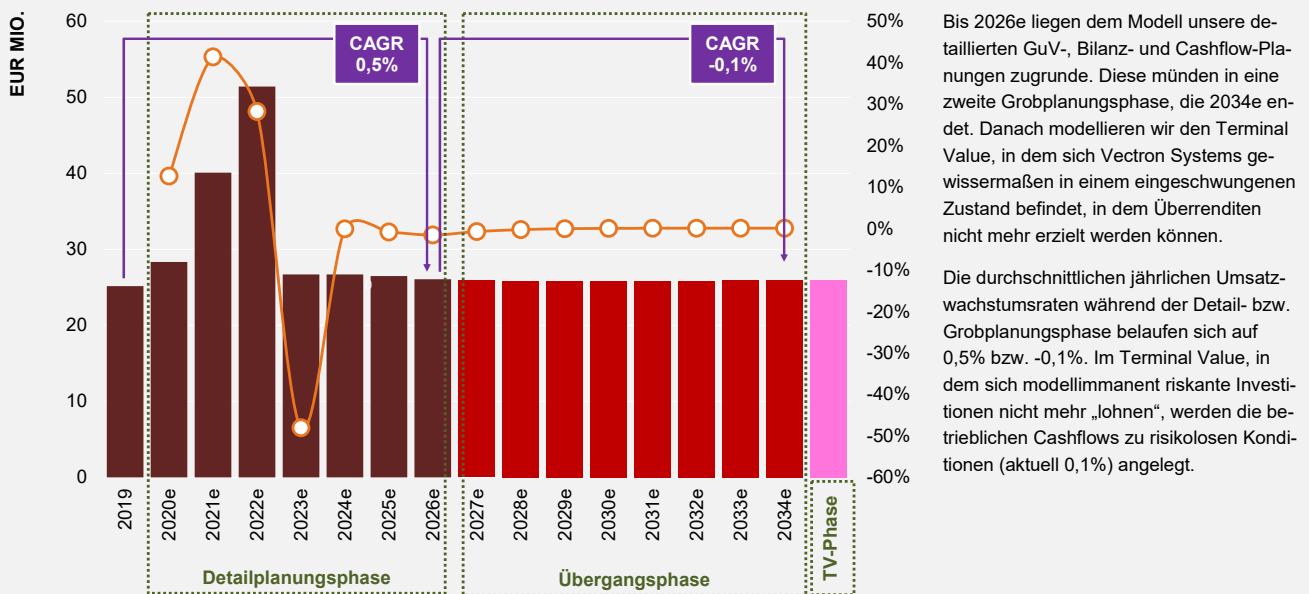
- ☉ Der **Phase 1** des DCF-Modells (der sogenannten „Detailplanungsphase“) legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und



Bilanzplanungen bis zum Jahr 2026e zugrunde und erwarten durchschnittliche jährliche Wachstumsraten (CAGR) der Umsätze zwischen 2019 und 2026e in Höhe von 0,5%.

- ☉ In der anschließenden **Phase 2** (achtjährige „**Grobplanungsphase**“), die 2034e endet, haben wir eine CAGR der Umsätze von -0,1% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen des Unternehmens einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.
- ☉ Für die abschließende **Phase 3** des sog. „**Terminal Value**“, in der Wachstum per Definition nur noch ohne das Eingehen operativer Risiken möglich ist, setzen wir als Umsatzwachstumsrate den quasi-risikolosen Zins 30-jähriger Bundesanleihen in Höhe von derzeit 0,1% an.

ABBILDUNG 9: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM, 2019-2034E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Weitere Annahmen während der Grobplanungsphase

Für unser dreistufiges DCF-Modell unterstellen wir während der Detail- und Grobplanungsphase im Einzelnen,

Dreistufiges DCF-Entity-Modell:  
Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells

- ☉ dass es dem Management gelingt, die **EBIT-Margen** während der Grobplanungsphase gegenüber dem im Jahr 2026e erwarteten Wert von 5,6% (Basis: Umsatz) deutlich zu steigern; dabei haben wir keinen weiteren Eigenmittelzufluss von außen zugrunde gelegt, sondern ausschließlich Innenfinanzierung aus den erwirtschafteten Cashflows unterstellt;
- ☉ dass die **operativen Margen** in der anschließenden Phase des **Terminal Value** bei 7,0% liegen;
- ☉ eine im Zeitablauf rückläufige **Investitionsquote** zum Nettoumsatz, was sich durch einen zunehmenden Reifegrad des Geschäftsmodells rechtfertigen lässt; per

Saldo rechnen wir ab 2026e nur noch mit im Zeitablauf konstant bleibenden Erhaltungsinvestitionen;

- ☉ ein aus Fundamentalfaktoren abgeleitetes **beta** von 1,30, das wir vor dem Hintergrund der hohen Volatilität des Aktienkurses von Vectron Systems aus folgenden gesamtwirtschaftlichen bzw. unternehmensspezifischen Faktoren ableiten (dabei weichen wir bewusst von den beobachteten beta-Werten ab, die bei Vectron Systems typischerweise deutlich höher liegen);

**TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL-BETA**

Diversifizierungsgrad	0,00
Wettbewerbsintensität	0,10
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
<b>beta</b>	<b>1,30</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ☉ eine im Terminal Value geltende **Insolvenzwahrscheinlichkeit** von 4,1% pro Jahr, die wir für das Unternehmen bei einer erwarteten Recovery Rate von 10,0% und trotz einem aus der aktuell negativen Interest Coverage Ratio abgeleiteten synthetischen Rating von BB für realistisch ansehen;
- ☉ dass der **Grenzsteuersatz** des Unternehmens während der Grobplanungsphase auf dem Niveau von 30,0% liegen wird, ein realistischer Durchschnittswert für das nahezu ausschließlich in Europa tätige Unternehmen;
- ☉ dass negative Freie Cashflows nicht abdiskontiert, sondern vielmehr auf den aktuellen Bewertungsstichtag mit den gewichteten Kapitalkosten aufdiskontiert werden; diese auf dem **Axiom der Risikoaversion der Anleger** basierende Überlegung kommt bei dem nach unseren Schätzungen auch in den Anfangsjahren der Detailplanungsphase unprofitablen Unternehmen zur Anwendung;
- ☉ dass die von Vectron Systems im Zeitraum 2020e-2026e erwirtschafteten Cashflows mit einem **durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC)** von 5,5% diskontiert werden. Neben dem oben abgeleiteten Fundamental-beta von 1,30 setzt sich dieser aus einem quasi-risikolosen Zins von 0,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (30-jähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt (Annahme des geometrischen Mittels) von derzeit 8,0% zusammen. Darüber hinaus haben wir einen Small Caps-Aufschlag von 3,0% angesetzt, der sich aus der Abhängigkeit vom Management (1,0%), einer Transparenzprämie (1,0%) und einer Liquiditätsprämie des börsennotierten Unternehmens (1,0%) zusammensetzt. Als Produktionsunternehmen mit Sitz in Deutschland dürfte sich Vectron Systems aktuell zu vergleichsweise günstigen Fremdkapitalzinsen refinanzieren können, so dass wir trotz eines von uns unterstellten synthetischen Unternehmens-Ratings von BB eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 400 Basispunkten als angemessen ansehen. Schließlich gehen wir davon aus, dass Vectron Systems eine für

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

Produktionsunternehmen industrietypische Zielkapitalstruktur für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals von 25%/75% anstrebt;

TABELLE 2: WACC, 2020-2026E

TABELLE 2: WACC, 2020-2026E			
<b>Kosten des Eigenkapitals</b>	%	<b>10,5%</b>	<b>Berechnung nach Capital Asset Pricing Model (CAPM)</b>
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
beta		1,30	Fundamentalanalytisch ermitteltes beta
Implizite Risikoprämie	%	8,0%	Aus Dividend-Discount-Modell unter Verwendung von Consensus-Schätzungen zu DAX-Gewinnen und DAX-Dividenden
<b>Small Cap-Prämie</b>	%	<b>3,0%</b>	
Managementprämie	%	1,0%	Key-Man-Risk
Liquiditätsprämie	%	1,0%	Auf Basis der täglichen Börsenumsätze
Transparenzprämie	%	1,0%	Fehlende Quartalsabschlüsse, Berichterstattung unter HGB
Private Company-Prämie	%	0,0%	
Early-Stage-Prämie	%	0,0%	
Pandemie-Prämie	%	0,0%	
Zielkapitalstruktur des Eigenkapitals	%	25,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals</b>	%	<b>3,4%</b>	
<b>Kosten der Verschuldung nach Steuern</b>		<b>2,9%</b>	
Quasi-risikoloser Zinssatz	%	0,1%	Bundesanleihe mit 30-jähriger Restlaufzeit
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	4,0%	Entsprechend dem CDS von BB gerateten Unternehmen
Default-Spread des Heimatmarktes	%	0,0%	In Deutschland vernachlässigbar
Kosten des Fremdkapitals vor Steuern	%	4,1%	
Steuerquote	%	30,0%	Einbeziehung des FK-verursachten Tax-Shields
Zielkapitalstruktur des Fremdkapitals	%	75,0%	
<b>Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals</b>	%	<b>2,2%</b>	
<b>WACC basierend auf Marktwerten</b>	%	<b>5,5%</b>	<b>Für die Detailplanungsphase 2020e-2026e</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

☞ dass Vectron Systems in der Phase des **Terminal Value Kapitalkosten** haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang des beta-Faktors auf das Niveau des Marktportefeuilles (also 1,0) und damit der WACC von 5,5% (2020e-2026e) auf dann 5,1% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Marktrisikoprämie von 500 Basispunkten entsprechen würde).

Annahmen für die sonstigen Positionen des DCF-Modells (Fortsetzung)

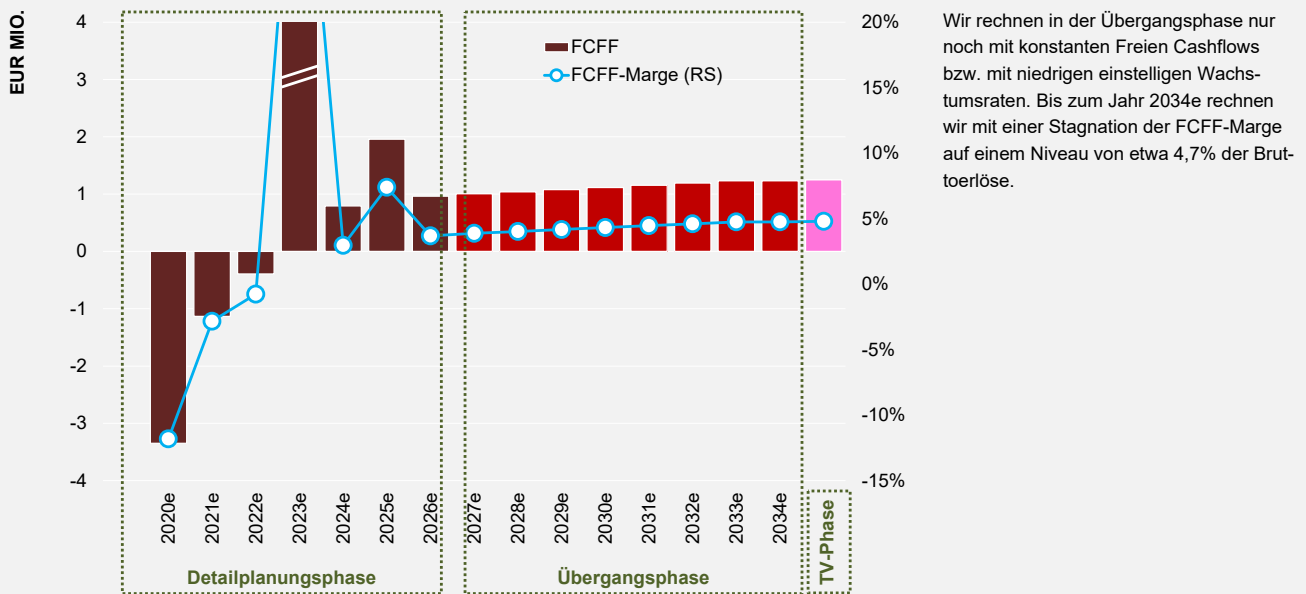
### Stagnierende Entwicklung der Freien Cashflows

Aus unserem Bewertungsmodell ergibt sich nachstehende (vgl. Abbildung 10) Entwicklung der Freien Cashflows to the Firm (FCFF) für die Jahre 2020e bis 2034e. Erkennbar ist, wie Vectron Systems nach unseren Schätzungen die Profitabilität zunächst deutlich verbessern und in die Gewinnzone zurückkehren wird, dann jedoch, nach Auslaufen der regulatorisch bedingten Sonderkonjunktur, auf das ursprüngliche Effizienzniveau

Typische Lebenszykluscurve eines Unternehmens in der Reifephase bzw. im Abschwung

zurückkehren wird. Während der anschließenden Grobplanungsphase haben wir zum einen das Auslaufen der steuerlichen Verlustvorträge (2027e) modelliert und zum anderen nur noch Erhaltungs- und geringe Erweiterungsinvestitionen angenommen – was tendenziell eine Überschätzung des Unternehmenswertes zur Folge hat. Im Terminal Value schließlich setzen wir aufgrund des dann modellimmanent unterstellten Rückgangs der Reinvestitionsquote einen leichten Anstieg der Freien Cashflows to the Firm an, die dann wiederum die Basis für eine Ewige Renten-Berechnung des Modelldwertes darstellen.

ABBILDUNG 10: FCFF UND FCFF-MARGE, 2019/20E-2033/34E



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf mittelfristige Sicht ergibt unser Base Case-Szenario einen Wert des Eigenkapitals in Höhe von EUR 19,7 Mio. bzw. EUR 2,45 je Aktie**

Wert des Eigenkapitals von EUR 19,7 Mio. bzw. EUR 2,45 je Aktie

Der Enterprise Value von Vectron Systems liegt in unserem Modell bei EUR 18,8 Mio. Aus diesem werden 33,8% über den Terminal Value abgeleitet, 34,9% bzw. 31,4% aus den in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows. Der niedrige Wert während der laufenden Detailplanungsphase errechnet sich aus der von uns erwarteten negativen Freien Cashflows to the Firm im aktuellen und den kommenden beiden Jahren.

Zuzüglich der Nettofinanzposition (per Ende des Geschäftsjahres 2019) von ca. EUR 0,9 Mio. (bezogen auf das Excess Cash) ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von EUR 19,7 Mio. bzw. EUR 2,45 je Aktie.

**TABELLE 3: DCF-BEWERTUNG: ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE**

			<b>Kommentar</b>
Insolvenzwahrscheinlichkeit im Terminal Value	%	4,1%	Synthetisches BB Rating mit 10% PD, 10% RR und Default Spread 400 bps
Kapitalkosten im Terminal Value	%	5,1%	500 bps langfristige Equity Risk Premium über 30-jähriger Bundesanleihe
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	6,4	Ab 2034e mit durchschnittlicher jährlicher Wachstumsrate (CAGR) 0,1%
in % des Enterprise Value	%	33,8%	
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	6,6	Für den Zeitraum 2020e-2026e mit Umsatz-CAGR von 0,4%
in % des Enterprise Value	%	34,9%	
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	5,9	Für den Zeitraum 2026e-2034e mit Umsatz-CAGR von 0,5%
in % des Enterprise Value	%	31,4%	
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,8</b>	
Finanzschulden	EUR Mio.	-10,4	Daten zum 31.12.2019 (Ende des Geschäftsjahres 2019)
Excess Cash	EUR Mio.	11,3	Daten zum 31.12.2019 (Ende des Geschäftsjahres 2019)
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>19,7</b>	<b>Auf Sicht von 24 Monaten</b>
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	8,0	
<b>Wert des Eigenkapitals je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>2,45</b>	<b>Auf Sicht von 24 Monaten</b>

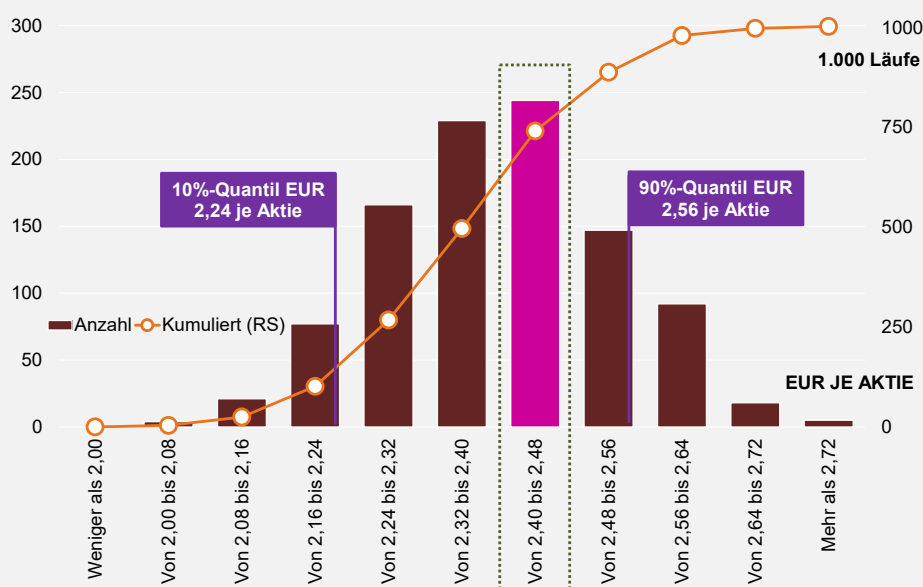
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Erweiterte Szenarioanalyse durch Monte-Carlo-Simulation**

Anschließend haben wir eine Monte-Carlo-Simulation durchgeführt, um die Sensitivitäten des Unternehmenswertes abzufragen. Hierbei haben wir die Grenzwerte für die Wachstumsrate und die EBIT-Marge im Terminal Value noch weiter ausgedehnt und insgesamt 1.000 Kombinationen der beiden Parameter getestet und ausgewertet.

Monte-Carlo-Simulation mit Kurszielen zwischen EUR 16,4 und 22,3 Mio. bzw. EUR 2,05 und EUR 2,75 je Aktie.

**ABBILDUNG 11: MONTE-CARLO-SIMULATION**



Zu sehen ist ein linksschief-rechtssteiles Histogramm, mit einem Modus zwischen EUR 2,40 und 2,48 je Aktie. Die 10%- bzw. 90%-Quantile liegen bei EUR 2,24 und 2,56 je Aktie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Es zeigt sich, dass Werte des Eigenkapitals von unter EUR 16,4 Mio. (EUR 2,05 je Aktie) bzw. über EUR 22,3 Mio. (EUR 2,75 je Aktie) durch Kombinationen der beiden Variablen Wachstumsrate und EBIT-Marge im Terminal Value nicht erreicht werden können.

### Multiples bei Erreichung unserer Unternehmensbewertung

Auf der Basis unserer Finanzprognosen und bei Erreichen des von uns ermittelten Wertes des Eigenkapitals (Base-Case-Szenario des DCF-Bewertungsmodells) von EUR 2,45 je Aktie wäre Vectron Systems mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN DER VECTRON SYSTEMS-AKTIE											
		Bewertung zum aktuellen Kurs					Bewertung zum Kursziel				
		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
KGV	x	n/a	27,5x	13,6x	92,9x	90,7x	n/a	5,7x	2,8x	19,4x	18,9x
EV/Umsatz	x	3,0x	2,1x	1,7x	2,8x	2,8x	0,4x	0,3x	0,2x	0,0x	n/a
EV/EBIT	x	-69,8x	24,9x	12,0x	51,5x	49,7x	-8,4x	3,2x	1,6x	0,2x	n/a
KBV	x	4,0x	3,5x	2,8x	2,7x	2,6x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Die Ergebnisse unseres dreiphasigen DCF-Entity-Modells haben wir anhand eines fundamentalanalytischen Wertschöpfungsmodells überprüft. Hierbei geht es um die Frage, ob und ab wann das dem Unternehmen von außen zur Verfügung gestellte Kapital wertschöpfend eingesetzt wird und auf welchem Kursniveau diese Wertschöpfung in der intrinsischen Unternehmensbewertung widergespiegelt wird. Aus dem Wertschöpfungsmodell errechnen wir für Vectron Systems einen Wert des Eigenkapitals zwischen EUR 3,10 (bezogen auf die Wertschöpfungsmarge des Jahres 2025e) und 13,70 (2022e) je Aktie. Auch wenn es Vectron Systems wieder gelingen wird, eine positive Wertschöpfungsmarge zu erwirtschaften, deutet unser Bewertungsverfahren ab 2023e eine deutliche Überbewertung der Aktie von Vectron Systems an.

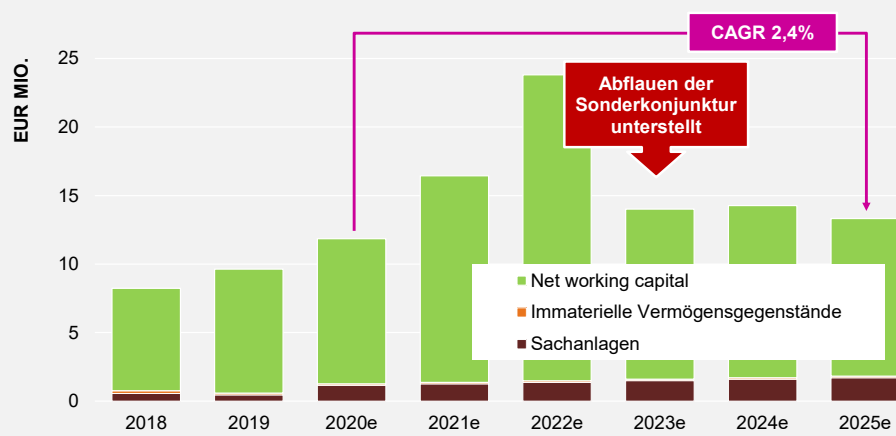
### Verwendung des Wertschöpfung-Multiplikators

Zunächst gilt es zu ermitteln, ob Vectron Systems überhaupt ein wertschöpfendes Geschäftsmodell betreibt. Hierzu ermitteln wir die Kosten des eingesetzten Kapitals und vergleichen diese mit der Rendite auf das eingesetzte Kapital.

### Berechnung des eingesetzten Kapitals

Nachfolgende Abbildung 12 zeigt die Entwicklung des aus den von uns geschätzten Bilanzdaten abgeleiteten eingesetzten Kapitals („Capital Employed“) von Vectron Systems für die Jahre 2018 bis 2025e:

ABBILDUNG 12: EINGESETZTES KAPITAL, 2018-2025E



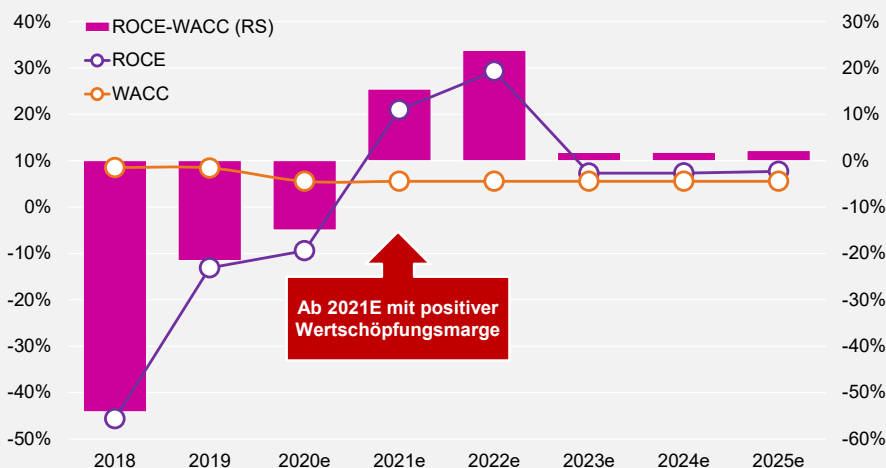
Im Zuge des von uns für die kommenden beiden Jahre unterstellten Aufschwungs aus der regulatorischen Sonderkonjunktur (Kassensicherungsverordnung) rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg des eingesetzten Kapitals. Daraus ergibt sich in unserem Bewertungsmodell bis zum Jahr 2022e ein Anstieg des eingesetzten Kapitals auf dann EUR 23,8 Mio. Für die Jahre danach rechnen wir, im Einklang mit dem rückläufigen Umsatzvolumen, mit einem sukzessiven Abbau des Working Capitals und damit des eingesetzten Kapitals.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Rendite auf das eingesetzte Kapital

In einem zweiten Schritt ermitteln wir die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), indem wir das adjustierte operative Ergebnis (NOPLAT) berechnen und durch das eingesetzte Kapital dividieren. Anschließend vergleichen wir die ermittelten ROCE-Werte mit den Kapitalkosten (WACC), wie wir sie im dem oben angewendeten DCF-Modell ermittelt haben.

ABBILDUNG 13: RENDITE AUF DAS EINGESETZTE KAPITAL (ROCE), 2018-2025E



Vectron Systems wird nach unseren Prognosen im Jahr 2021e wieder eine positive Wertschöpfungsmarge aufweisen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Vectron Systems nach 2022e mit rückläufiger Wertschöpfungsmarge

Aus vorstehender Abbildung 13 wird ersichtlich, dass Vectron Systems nach unseren Prognosen in den Geschäftsjahren 2021e und 2022e eine deutlich positive Wertschöpfungsmarge aufweisen wird. Nach Abflauen der Sonderkonjunktur aus der

Fiskalisierung wird Vectron Systems nach unserer Einschätzung allerdings nur noch eine knapp positive Wertschöpfungsmarge erwirtschaften können.

**Bewertung zum Zeitpunkt, ab dem eine positive Wertschöpfung erreicht wurde**

Aus unserer Sicht wird sich ein heute im Unternehmen investierter Anleger frühestens von seiner Beteiligung an Vectron Systems trennen, wenn das Unternehmen kein „Wertvernichter“ mehr ist, wenn also die Rendite auf das eingesetzte Kapital die Kosten des eingesetzten Kapitals übersteigt. Nach unseren Schätzungen ist dies in den Jahren 2021e und 2022e der Fall. Zu diesem Zeitpunkt wird ein Investor für seine Anteile einen Preis aufrufen, der dem Wert des eingesetzten Kapitals entspricht.

Für das Jahr 2021e lässt sich aus dieser Annahme ein Enterprise Value von EUR 62,3 Mio. ableiten, für das Jahr 2022e von EUR 126,1 Mio. Zuzüglich der dann von uns prognostizierten Nettofinanzposition von EUR 8,8 Mio. (2021e) bzw. EUR 8,5 Mio. (2022e) errechnet sich ein Equity Value von EUR 71,1 Mio. bzw. von EUR 134,6 Mio. Diskontiert mit den Kosten des Eigenkapitals von 10,5% (siehe hierzu Tabelle 2) lassen sich daraus Barwerte von EUR 8,00 (2021e) bzw. EUR 13,70 (2022e) je Aktie ableiten.

In den Jahren nach 2022e können nach unserer Einschätzung nur noch Kursziele zwischen EUR 3,10 und 3,50 je Aktie abgeleitet werden. Dies zeigt, dass ein Investor in Vectron Systems nur dann eine positive Kursentwicklung erreichen können wird, wenn ihm genau zu dem Zeitpunkt ein Verkauf gelingt, an dem die Überrendite des Jahres 2022e eingepreist ist. Je länger er jedoch in der Aktie investiert ist, desto größer wird das Kursrisiko.

TABELLE 5: ABLEITUNG DES KURSZIELS							
		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/CE	x	7,53	5,48	3,80	5,67	5,51	5,74
ROCE/WACC	x	-1,71	3,79	5,30	1,32	1,33	1,39
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	-20,2	62,3	126,1	18,5	18,9	18,5
Nettofinanzposition (+) bzw. -verschuldung (-)	EUR Mio.	9,5	8,8	8,5	19,4	20,3	22,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,7</b>	<b>71,1</b>	<b>134,6</b>	<b>37,9</b>	<b>39,2</b>	<b>40,8</b>
Anzahl Aktien	Mio.	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>Barwert</b>	<b>EUR</b>	<b>n/a</b>	<b>8,00</b>	<b>13,70</b>	<b>3,50</b>	<b>3,30</b>	<b>3,10</b>

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Zusammenfassung der Ergebnisse**

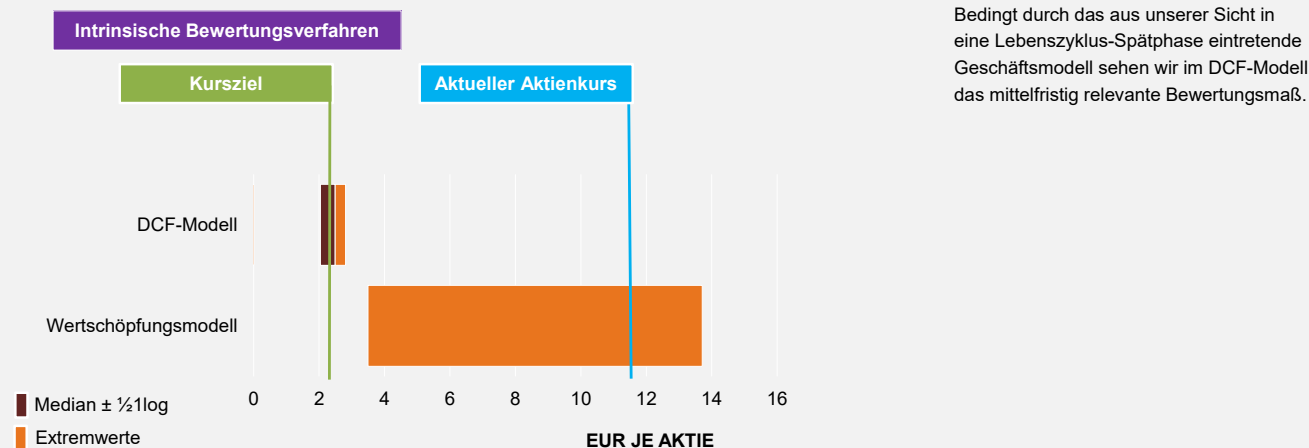
In nachstehender Abbildung 14 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir im DCF-Verfahren die Ergebnisse der Monte-Carlo-Simulation dargestellt haben. Aufgrund der von uns erwarteten operativen

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse macht deutlich, dass der aktuelle Aktienkurs teils deutlich über den fundamentalanalytischen Wertergebnissen liegt.



Ertragsentwicklung der Vectron Systems sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik.

ABBILDUNG 14: ZUSAMMENFASSUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE



QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

#### Upside-Risiken für das Erreichen unseres Unternehmenswertes

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Upside-Risiken (zu den Details bzw. Ergänzungen siehe hierzu auch S. 44ff):

- Ⓢ **Erreichung der ambitionierten Guidance**, da in diesem Fall der Vectron Systems-Vorstand die nach zahlreichen Gewinnwarnungen beschädigte Glaubwürdigkeit zurückerlangen könnte.
- Ⓢ **Neuerliche Kapitalmaßnahmen**: Nach unserer Einschätzung dürften aus Liquiditätsgründen allein, trotz der von uns prognostizierten, unter der Guidance liegenden Ertragsentwicklung, keine weiteren Kapitalmaßnahmen erforderlich sein. Ein Risiko für eine bilanzielle Überschuldung sehen wir aktuell nur, falls unsere Ertragsprognosen nochmals deutlich unterschritten werden. Ungeachtet dessen könnte vom Vorstand ein positives Marktsentiment dazu genutzt werden, weitere Liquidität einzuwerben, was mit flankierenden Marketingmaßnahmen den Aktienkurs unterstützen könnte.
- Ⓢ Eine **Übernahme des Unternehmens** durch einen strategischen Wettbewerber, gegebenenfalls aus dem außereuropäischen Ausland, der sich dadurch einen schnellen Marktzutritt in Europa erhofft.

#### Katalysatoren für die Wertentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Unternehmenswertes der Vectron Systems in den kommenden Monaten sehen wir:

- Ⓢ **Neuerliche Gewinnwarnungen** in einem durch die COVID-19-Pandemie langfristig massiv beeinträchtigten gastronomischen Marktumfeld.

# Vectron Systems: Unerfüllte Versprechungen

Als typischer deutscher Mittelständler hat Vectron Systems das Selbstverständnis eines Herstellers von elektronischen Geräten hoher Qualität, technischer Funktionalität und Robustheit. Nach unserer Einschätzung hat Vectron Systems mit seinem premiumorientierten und vergleichsweise hochpreisigen Produktspektrum jedoch zu spät auf die Herausforderung durch neue Smartgeräte wie Tablets als vollständige Kassensysteme und den von diesen ausgelösten Paradigmenwechsel reagiert.

## Geschäftsmodell im Überblick

Mit nach eigenen Angaben weit mehr als 200.000 installierten Systemen sieht sich Vectron Systems als einer der führenden Anbieter von stationären und mobilen Kassensystemen sowie von Peripheriegeräten wie Kundendisplays, Eingabegeräten, Recheneinheiten, Bon-Druckern, Strichcode-Scannern oder Waagen (Hardware) und der dazugehörigen Inhouse-Kassensoftware in Europa.

## Stark fragmentierte Kundenbasis

Im „Fokus heute und in Zukunft“, so das Unternehmen in seiner jüngsten Unternehmenspräsentation, steht die Gastronomie (ohne Einbeziehung von Cateringfirmen), für die Vectron Systems nicht nur branchenspezifische Funktionen entwickelt hat, sondern auch eine breite Palette an stationären Kassen für unterschiedliche Betriebsgrößen und -typen. Auch die Bäckereibranche ist eine der dezidiert adressierten Zielgruppen, ebenso Unternehmen aus dem stationären Einzelhandel und Anbieter sonstiger Dienstleistungen, die jedoch nach unserer Einschätzung nur eine untergeordnete Rolle für den Unternehmenserfolg spielen. Nach Unternehmensangaben reicht das Endkundenspektrum von der Ein-Kassen-Installation bis zum Filial-Netzwerk mit über 1.000 Kassenplätzen.

Auf dem Deutschen Eigenkapitalforum 2020 wurde der durchschnittliche Deckungsbeitrag eines Kassensystems mit EUR 1.500 angegeben.

ABBILDUNG 15: BEISPIEL EINES STATIONÄREN KASSENSYSTEMS VON VECTRON SYSTEMS



Aktuell werden von Vectron Systems Kassensysteme mit den folgenden Typenbezeichnungen angeboten: POS 7, POS Touch 15 II Wide, POS Touch 15 II, POS Touch 14 Wide, POS Touch 12 II und POS MobilePro III. Darüber hinaus werden drei Kundendisplays angeboten: C100, C75 und C56 sowie die Wägeplattform SC50.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

### Marktabdeckung über mehrere Marken

Während mit der Marke Vectron das Hochpreissegment bedient wird, deckt das Unternehmen mit der Zweitmarke Duratec seit 2013 auch das mittlere Preis- und Leistungssegment ab (gelegentlich ist in der Finanzberichterstattung auch von der Bedienung des Einstiegssegments die Rede). Die Abgrenzung erfolgt dabei durch einen eingeschränkten Funktionsumfang, wodurch das Unternehmen eine Kannibalisierung mit der Kernmarke Vectron vermeiden will. Neben Gastronomiebetrieben sollen mit Duratec im Wesentlichen auch der Einzelhandel und Friseure angesprochen werden.

Erst seit 2018 – und damit nach unserer Einschätzung zu spät – wird auch der stark wachsende Smartphone- und Tablet-Kassenmarkt durch eigene Produkte adressiert.

Zusätzlich zu den stationären Systemen der Marken Vectron und Duratec werden seit einiger Zeit auch Mobilgeräte und Kassen-Apps für iOS-Geräte für die Tischbedienung angeboten. Dies erfolgt über die Drittmarke Posmatic.

ABBILDUNG 16: BEISPIEL EINES KASSENSYSTEMS VON DURATEC



Ein Vergleich mit Wettbewerbern wie etwa Aures Technologies, Sunmi oder SHC macht aus unserer Sicht deutlich, dass das Design der Kassensysteme nicht im Vordergrund der Verkaufsbemühungen von Vectron Systems steht.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

### myVectron mit Erweiterungshardware und Zusatzdienstleistungen

Unter myVectron versteht Vectron Systems einen Sammelbegriff für eine Reporting-App, mit der Gastronomen Performancedaten erstellen und auswerten können, das sogenannte myVectron Digitalpaket. Damit können Anwender QR-Codes vom Kundendisplay mit einem Smartphone abfotografieren (Digital-Bon) und – erst seit kurzem – eine Schnittstelle zum DATEV-Kassenarchiv herstellen. Auch die DeutschlandCard, eine Kundenbindungslösung, die Vectron Systems aus dem Handel in die Gastronomie übertragen hat, und bonVito werden unter myVectron aufgeführt.

### Stempelhefte mit bonVito

Hard- und softwareergänzende Dienstleistungen in einer nach Einschätzung von Vectron Systems „in seiner Vielseitigkeit“ Einzigartigkeit zur „internetbasierten multifunktionalen Kundenbindung“ werden von Vectron Systems über die 100%ige Tochter bonVito GmbH (gegründet 2012) angeboten. Im Fokus stehen dabei die Bereiche Stempelhefte, Couponing, Bonuspunkte, E-Payment, Online-Bezahlung und Direktrabatte, die sowohl in Vectron- als auch in Duratec-Kassensysteme integriert werden können. Auch

Software-as-a-Service-Modelle (SaaS) werden Angabe gemäß Gastronomiegroßkunden angeboten.

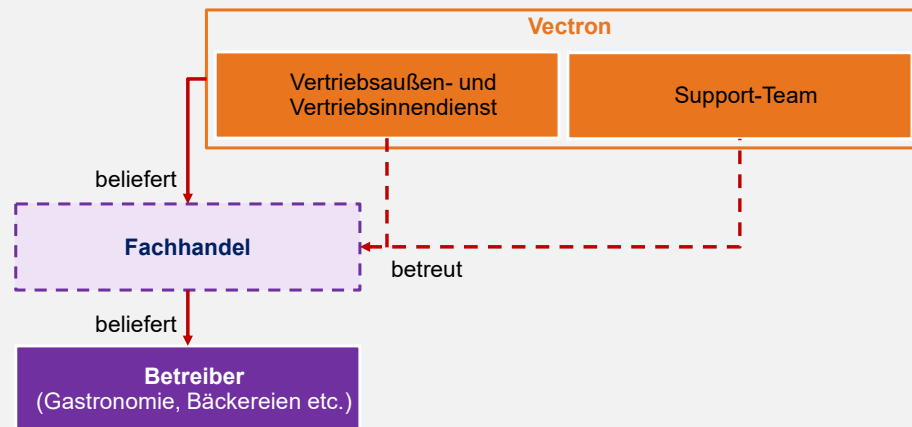
Der Vertrieb von bonVito erfolgt über den klassischen Fachhandel und durch zielgerichtete Direktmarketingmaßnahmen sowie ein eigenes Vertriebsteam. Dabei beschäftigt das Unternehmen laut eigenen Angaben keine eigenen Vertriebsmitarbeiter. Ungleich dessen weist dieses Geschäftsmodell für Vectron Systems „enormes Potenzial“ auf. Daher ist nun ein flächendeckender Rollout der neuen digitalen Dienstleistungen geplant, mit dem die Masse der Gastronomen erreicht werden soll. Finanziert werden sollen die vom Unternehmen erwarteten Anfangsverluste über die im Februar 2020 durchgeführte Kapitalerhöhung der Vectron Systems AG.

Auf dem Deutschen Eigenkapitalforum 2020 wurde die Zahl der bonVito-Filialen mit rund 6.000 angegeben.

**Zweigleisiger Vertrieb...**

Grundsätzlich tritt der traditionelle Kassensystemfachhandel am Markt als Komplettbetrieb auf. Angeboten werden in der Regel ein breites Sortiment an Produkten unterschiedlicher Hersteller und zusätzliche Dienstleistungen – nicht selten auch zur Finanzierung der Kassensysteme. Verkaufsgespräche werden aktiv durch das Fachpersonal geführt. Als rechtlich und wirtschaftlich selbständige Organisationen erwerben Fachhändler die Produkte von Vectron Systems (oder einem anderen Hersteller) und verkaufen diese anschließend auf eigene Rechnung weiter.

ABBILDUNG 17: VERTRIEBSMODELL VON VECTRON SYSTEMS IM ÜBERBLICK



Technologien und die mit ihnen verbundenen Vertriebskanäle befinden sich im Wandel. Endbenutzer wollen ihre Technologie zunehmend als Dienstleistung statt als einmaligen Kauf erwerben. Neue Technologien bieten Händlern und Wiederverkäufern eine größere Auswahl an Produkten, die sie verkaufen. Unternehmen wie Vectron Systems müssen darauf reagieren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**... mit Vor- und Nachteilen**

Für Vectron Systems ist diese Vorgehensweise aus unserer Sicht zunächst sinnvoll, da ein Unternehmen, das keine marktbeherrschende Stellung besitzt, auf diesem Weg seine Produkte an erfahrene Großhändler und Einzelhändler verkaufen und sein Geschäftsmodell skalieren kann, ohne eigene Vertriebsmitarbeiter aufbauen zu müssen – was für ein Gebiet wie Deutschland ohnehin keine echte Option darstellten dürfte.

Neben der Handelsspanne, die der zwischengeschaltete Fachhandel fordert, ist der indirekte Vertrieb aber auch deshalb nachteilig, weil der Fachhandel meist auch andere Hersteller in seinem Sortiment hält und keine Priorität auf einzelne Produkte legt. Aus diesem Grund und wohl auch um die Abhängigkeit vom Fachhandel teilweise zu verringern, erfolgt der Absatz von Duratec-Produkten auch über eigene Außendienstmitarbeiter.

### **Regional ist Vectron Systems auf Europa fokussiert**

Im vergangenen Jahr wurden 78,4% der Erlöse in Deutschland und 20,3% im EU-Ausland erwirtschaftet. Aus unserer Sicht nur auf dem Papier besteht auch eine nordamerikanische Tochtergesellschaft, die 2017 gegründet wurde. Mit dem Duratec S14 HW bietet diese jedoch nur ein einziges Produkt an – allerdings wurde die entsprechende Website nach unserer Erkenntnis seit mehr als zwei Jahren nicht aktualisiert, auch unsere vor mehreren Wochen versendete Kontaktanfrage wurde nicht beantwortet.

### **Endmontage am Standort Münster**

Die Endmontage der Kassensysteme erfolgt am Firmensitz in Münster. Angabe gemäß wurden in der Vergangenheit mehr als 16.000 Kassensysteme pro Jahr hergestellt. Der Produktionsprozess besteht im Wesentlichen aus der Endmontage von Baugruppen bzw. vorgefertigten Bauteilen, welche schwerpunktmäßig in Asien gefertigt werden. Die Fertigungstiefe in der unmittelbaren Produktion dürfte damit – im Gegensatz etwa zu Wettbewerbern wie der koreanischen Sam4s – nicht besonders ausgeprägt sein. Als Indiz dafür sehen wir auch, dass bei Vectron Systems nach eigenen Angaben weniger als ein Drittel der Gesamtbelegschaft in der Fertigung tätig ist. Wir können uns daher ein Mittelfrist-Szenario vorstellen, in dem die Fertigung der Kassensysteme komplett ausgelagert wird.

Nach unserer Einschätzung ist die Fertigungstiefe nicht ausgeprägt.

### **Erhebliche Investitionen in Software erforderlich**

Als traditionellem, vertikal integriertem Hardware-Anbieter muss Vectron Systems dennoch auch den Spagat zu Software-Lösungen gelingen. Backend-Lösungen wie POS- und Omni-Channel-Lösungen zählen inzwischen zu den Hygienefaktoren im Markt. Andere Lösungen mögen derzeit noch exotisch klingen, werden jedoch nach unserer Einschätzung in wenigen Jahren zum etablierten Industriestandard werden, darunter **Backend-Marketinglösungen** wie

- 🍷 Rabattaktionen
- 🍷 Geschenkkarten
- 🍷 Loyalty-Karten und Stempelhefte

und **Frontend-Lösungen** für

- 🍷 Website-Design
- 🍷 SEO
- 🍷 Customer-Management
- 🍷 Online-Bestellwesen und Home-Delivery-Management
- 🍷 Tischreservierungsmanagement
- 🍷 Menu-Management

- Ⓢ Real-time Warenwirtschaft (Lager, Inventur, Bestellmanagement, Lieferantenverwaltung)
- Ⓢ Schnittstellenmanagement (Datenübergabe an Steuerberater oder Drittsysteme wie DATEV)
- Ⓢ Temporäre Offline-Lösungen bei Ausfall des Internets
- Ⓢ Mitarbeitermanagement und Mitarbeiterstatistiken
- Ⓢ Auswahl unterschiedlicher Mehrwertsteuersätze (bei Außerhaus-Verkauf)
- Ⓢ Buchhaltungsfunktionen
- Ⓢ Reporting und Analytics-Lösungen
- Ⓢ Vollumfängliche Payment-Lösungen
- Ⓢ Fraud Detection über Artificial Intelligence-Lösungen
- Ⓢ Cryptowährungs-Lösungen
- Ⓢ Card-not-Present-Payment-Lösungen

Unsere **Sell-Empfehlung für die Aktien der Vectron Systems AG** basiert auf den folgenden Argumenten:

- Ⓢ Schrumpfender Gesamtmarkt in der Gastronomie, zusätzlich verschärft durch die COVID-19-Pandemie
- Ⓢ Regulatorische Änderungen, die sich auf Vectron Systems nicht wie versprochen auswirken werden
- Ⓢ Erhöhung der Wettbewerbsintensität durch technologiefokussierte Newcomer und Aufkommen neuer Monetarisierungsmodelle
- Ⓢ Durch AG-Abschluss sind die defizitären Tochterunternehmen nicht im Konzernabschluss enthalten
- Ⓢ Zahlreiche Gewinnwarnungen des Vorstands, erhebliche Liquiditätsabflüsse und Kapitalerhöhungen.

Auf den folgenden Seiten werden wir auf unsere Argumente im Detail eingehen.

Die für Vectron Systems in Deutschland relevanten Teilmärkte wachsen nicht, sondern schrumpfen. Im Durchschnitt der Jahre 2002-2018 ist die Anzahl der umsatzsteuerpflichtigen Restaurants in Deutschland um -1,6% pro Jahr zurückgegangen. In Absolutzahlen hat sich der Markt in Deutschland seit 2002 um mehr als 20.000 Restaurants bzw. rund 1.100 Restaurants pro Jahr verkleinert. Nach unseren Berechnungen ist damit ein jährliches Mietmarktvolumen von etwa EUR 12,0 Mio. untergegangen. Nach Aufhebung der im Zuge der COVID-19-Pandemie ausgesetzten Insolvenzanmeldepflicht zum Jahresende 2020 rechnen wir im kommenden Jahr mit einem sprunghaften Anstieg der Insolvenzen im Gaststättengewerbe.

### Wächst der Food-Markt wie vom Unternehmen angegeben?

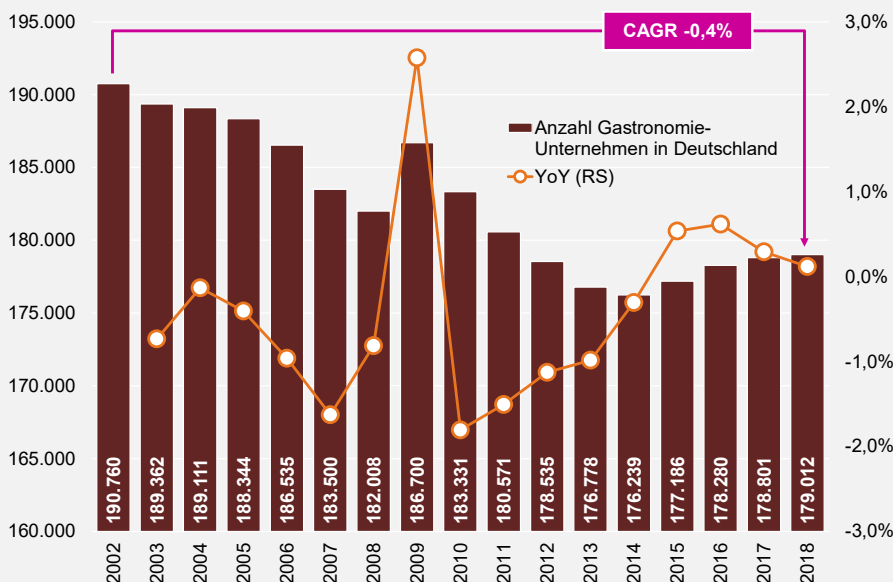
In den Unternehmensgeschäftsberichten wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum des „Food Marktes“ in Deutschland von 5% angegeben. Unter dem Begriff „Food-Markt“, der üblicherweise für den Nahrungsmittelmarkt verwendet wird, zitiert Vectron Systems den Markt von Imbissketten, System-Gastronomie und Restaurants. Genauer spezifiziert wird der Begriff jedoch nicht, so dass wir die Wachstumsangaben aus den Unternehmensberichten nicht verifizieren können.

Der Food-Markt im eigentlichen Sinn wird von Vectron Systems nicht adressiert.

### Zahlen des Statistischen Bundesamtes zeigen deutliches Marktschrumpfen

Den offiziellen Statistiken des Statistischen Bundesamtes zufolge hat sich der von Vectron Systems adressierte Markt der stationären Gastronomiebetriebe seit Anfang des Jahrtausends deutlich zurückgebildet. Zwischen 2002 und 2018 (vgl. nachstehende Abbildung 18), neuere Zahlen liegen derzeit noch nicht vor, war die Anzahl der Gastronomiebetriebe in Deutschland in elf von 16 Jahren rückläufig. Im Durchschnitt des gesamten Zeitraums sank die Anzahl der Gastronomieunternehmen um -0,4% jährlich.

ABBILDUNG 18: ANZAHL GASTRONOMIE-UNTERNEHMEN IN DEUTSCHLAND



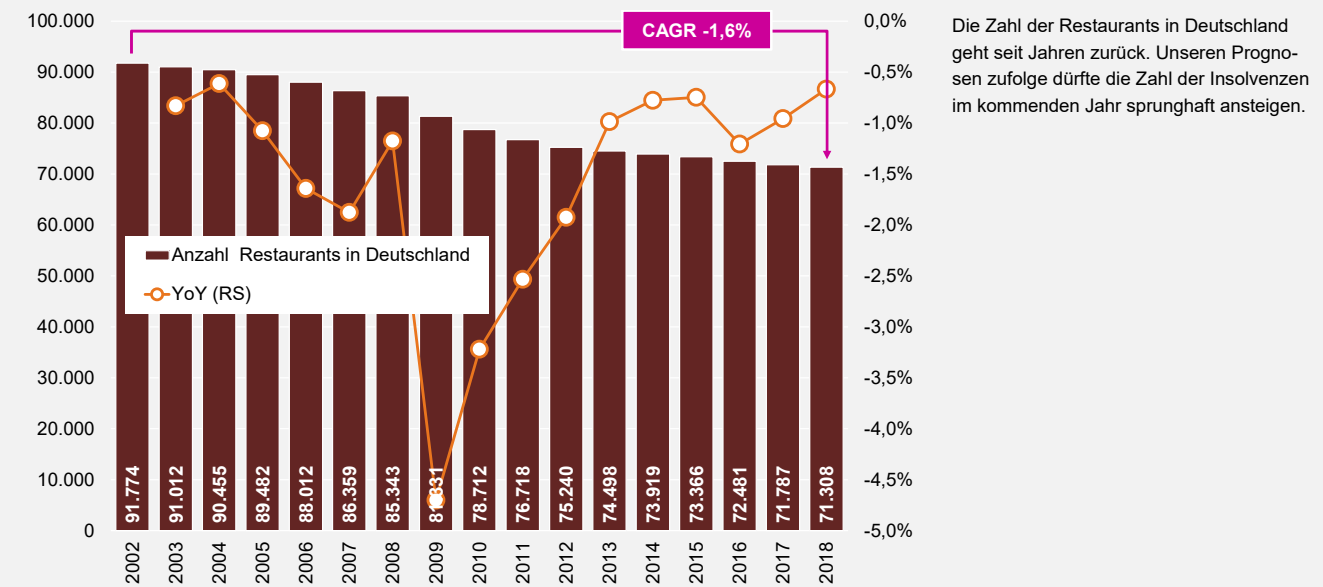
Die Gastronomiebranche steht nicht erst seit der COVID-19-Pandemie unter Druck. Hauptursachen sind steigende Betriebskosten und ein anhaltender Preisdruck.

QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, SPHENE CAPITAL

**Anzahl an Restaurants noch stärker gesunken**

Betrachtet man nur die umsatzsteuerpflichtigen Restaurants in Deutschland, so ist das Ergebnis noch eindeutiger: Hier kam es in den vergangenen beiden Jahrzehnten nicht ein einziges Mal zu einem Zuwachs. Im Durchschnitt der Jahre 2002-2018 ist die Anzahl der umsatzsteuerpflichtigen Restaurants in Deutschland um -1,6% pro Jahr geschrumpft. In Absolutzahlen hat sich der Markt in Deutschland seit 2002 um mehr als 20.000 Restaurants bzw. rund 1.100 Restaurants pro Jahr verkleinert.

ABBILDUNG 19: ANZAHL RESTAURANTS IN DEUTSCHLAND



QUELLE: STATISTISCHES BUNDESAMT, DEHOGA, SPHENE CAPITAL

**Betroffen sind auch die anderen Teilsegmente**

Eine vergleichbare Entwicklung hat sich nach Angaben des DEHOGA auch bei Schankwirtschaften/Kneipen und Discotheken gezeigt. Lediglich die Zahl der Imbissstuben und Bars hat im vergangenen Jahrzehnt zugelegt.

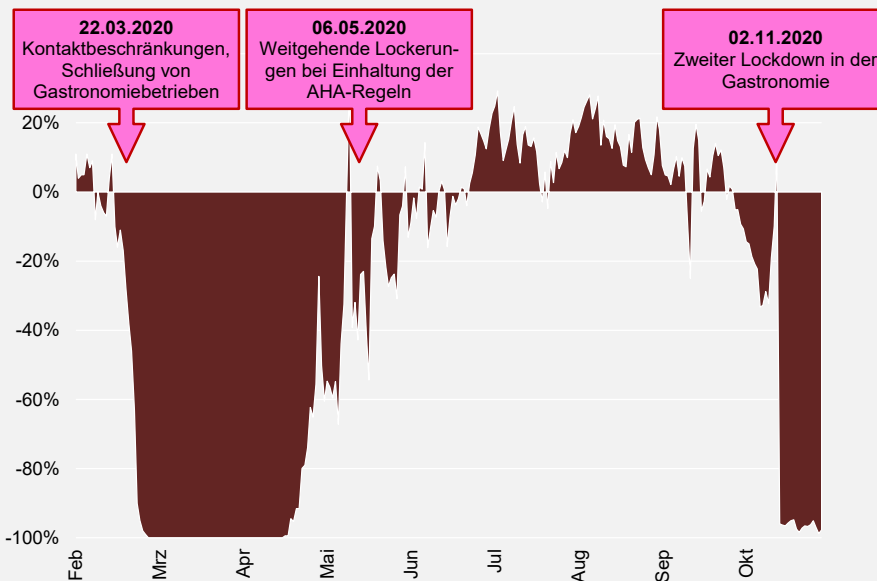
**Verheerende Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die Gaststätten**

Dass sich die wirtschaftliche Lage der Restaurants im COVID-19-Jahr 2020 nicht verbessert hat, ist naheliegend und wird durch einen Blick auf nachstehende Abbildung belegt. Nach Informationen des DEHOGA Bundesverbandes (Der Deutsche Hotel- und Gaststättenverband e. V.) sank der Umsatz im Gaststättengewerbe (ohne Caterer) im zweiten Quartal 2020 im Vergleich zum Vorjahr um real -53,9%, im ersten Halbjahr 2020 waren die Erlöse im Gastgewerbe um real -36,1% rückläufig.

Beratungshäuser und Marktforschungsinstitute gehen davon aus, dass weltweit unter Umständen mehr als die Hälfte der Restaurants aufgrund der COVID-19-Pandemie Insolvenz anmelden müssen.



ABBILDUNG 20: VERÄNDERUNG DER ANZAHL AN TÄGLICHEN MITTAGESSEN IN SEATED RESTAURANTS IN DEUTSCHLAND 2020, YOY



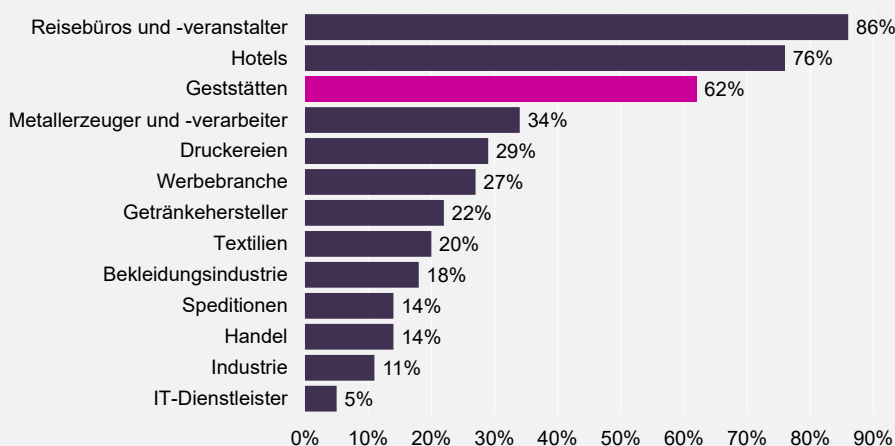
Im März 2020 wurden zahlreiche bundesweite Maßnahmen beschlossen, darunter eine Mindestabstandsregel im öffentlichen Raum von 1,50 Metern, das Verbot von (auch privaten) Gruppenfeiern, die Schließung sämtlicher Gastronomiebetriebe sowie Dienstleistungsbetriebe im Bereich der Körperpflege (Friseure, Kosmetikstudios, Massagepraxen und Tattoo-Studios). Die aktuellen Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie treffen die Gastronomie (Restaurants, Cafés, Caterer und Bars) besonders hart: Nach Informationen des Statistischen Bundesamtes lag der Umsatz im Zeitraum von März bis August 2020 real um -40,5 % unter dem des Vorjahreszeitraums.

QUELLE: OPEN TABLE, SPHENE CAPITAL

### Drohende Insolvenzwelle im Jahr 2021

Nach den Daten des Statistischen Bundesamtes und den Berechnungen des DEHOGA lag der Umsatzverlust im Gastgewerbe in den Monaten März bis Juni bei EUR 17,6 Mrd. Dementsprechend gaben in einer Befragung des DEHOGA 61,6% der Betriebe an, dass ihre Existenz durch die Corona-Krise gefährdet sei, zumal die vom Bund angewiesenen Überbrückungshilfen bei 68,9% der Befragten weniger als 80% der Fixkosten abdeckten.

ABBILDUNG 21: UNTERNEHMEN, DIE IHRE LAGE ALS BEDROHLICH EMPFINDEN (STAND DEZEMBER 2020)



Innerhalb der großen Wirtschaftszweige sind es vor allem die Dienstleistungsunternehmen, die sich in der Existenz gefährdet sehen.

QUELLE: IFO INSTITUT, SPHENE CAPITAL

**Aus unserer Sicht mehren sich die Anzeichen, dass Vectron Systems von den regulatorischen Änderungen der seit Jahresbeginn geltenden Kassensicherungsverordnung, auf die das Unternehmen seit mehreren Jahren in seinen Geschäftsberichten hinweist, nicht in dem vom Vorstand erwarteten Ausmaß profitiert. Dies ist nach unserer Einschätzung nicht allein auf die COVID-19-Pandemie zurückzuführen. Denn die Betriebe scheinen die Vorgaben durchaus zu erfüllen, nur eben nicht mit den von Vectron Systems angebotenen Kassenslösungen.**

### Regulatorische Änderungen und die Auswirkungen auf den Kassenmarkt

Seit dem 1. Januar 2020 gilt in Deutschland die Kassensicherungsverordnung (kurz KassenSichV). Zur Vermeidung von Steuerhinterziehung müssen seither Registrierkassen (elektronische Aufzeichnungssysteme) in Deutschland mit einer zertifizierten Technischen Sicherheitseinrichtung (TSE) ausgestattet sein. Diese soll gewährleisten, dass die elektronischen Grundaufzeichnungen einzeln, vollständig, richtig, zeitgerecht, geordnet und unveränderbar aufgezeichnet werden (Einzelaufzeichnungspflicht). Die Aufzeichnungen müssen auf einem Speichermedium gesichert und verfügbar gehalten werden. Damit gelten seit Anfang dieses Jahres folgende Anforderungen für digitale und elektronische Kassensysteme:

- ⑤ Belegausgabepflicht,
- ⑤ Kassenmeldepflicht und
- ⑤ Zertifizierte technische Sicherheitseinrichtung (TSE).

### Mehrfache Verschiebung der Einführung

Da die Finanzverwaltung die für Anwender notwendigen technischen und steuerrechtlichen Spezifikationen, insbesondere die „Digitale Schnittstelle der Finanzverwaltung für Kassensysteme (DSFinV-K)“ erst zum 12.08.2019 veröffentlichte und die verbleibende Zeit für eine technische Umsetzung und flächendeckende Installation nicht ausreichte, hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) eine Nichtbeanstandungsfrist bis zum 30. September 2020 erlassen, die mittlerweile von den Bundesländern bis zum 31.03.2021 verlängert wurde. Während dieser Frist ist die Verwendung von Kassensystemen auch ohne TSE erlaubt. Jedoch müssen alle ab dem 01.01.2020 verkauften Kassen bereits TSE-fähig sein und die Betriebe müssen nachweisen, dass sie bis spätestens 30.09.2020, also zum offiziellen Ende der Nichtbeanstandungsfrist, einen Kassenfachhändler, Kassenhersteller oder anderen Kassen-Dienstleister mit dem fristgerechten Einbau oder der Einbindung einer TSE beauftragt haben.

Damit Kassensysteme in Deutschland diese Vorgaben erfüllen, müssen sie entweder mit einem Software-Update versehen oder ganz bzw. teilweise ausgetauscht werden – woraus sich auf den ersten Blick ein hohes Marktpotenzial ableiten lässt, zumal Verstöße gegen die neuen Anforderungen an die Kassenführung als Ordnungswidrigkeiten eingestuft werden, die mit Bußgeldern von bis zu EUR 250.000 belegt werden können.

### Parallele zu Österreich und anderen europäischen Ländern?

Da in den Geschäfts- und Quartalsberichten von Vectron Systems bislang keine nennenswerten und nachhaltigen Auswirkungen der neuen Vorgaben zu sehen waren, hat Vectron Systems wiederholt auf Parallelen zu Österreich verwiesen, wo im Jahr 2016 ein ähnliches Gesetz eingeführt worden war. Damals haben nach Angaben des Vorstands viele Betreiber mit der Investition bis zum letzten Moment gewartet, so dass der Hauptnachfrageschub erst wenige Monate vor dem Stichtag eingesetzt hat.

Inzwischen ist die verpflichtende Belegausgabe in Kraft. Damit muss jeder Geschäftsvorfall per elektronischem Bon oder Papierbeleg festgehalten und dem Kunden ausgehändigt werden. Bei Missachtung können laut Abgabenordnung (AO) Strafzahlungen in Höhe von EUR 2.500 bis 250.000 anfallen. Gleichzeitig sind alle Registrierkassensysteme beim Finanzamt anzumelden.

Um die TSE dem Finanzamt zu melden, hat das BMF ursprünglich die Anmeldung aller meldepflichtigen Kassen in einem digitalen Verfahren ermöglichen wollen. Da das BMF Stand heute nicht in der Lage war, eine Software für diesen Prozess zu entwickeln, ist eine Anmeldung der TSE-Kassen noch nicht möglich.

TABELLE 6: MANAGEMENTAUSSAGEN IN DER NACHSCHAU

Jahr	Regulatorische Grundlage	Einschätzung des Managements
2016	Erlass des Finanzministeriums, der bis 2016 die Umstellung auf elektronische Einzelaufzeichnung vorschreibt	„...ergab sich im letzten Quartal 2016 auch hier noch ein gewisser Nachholbedarf, der noch bis in das Jahr 2017 hineinreichen soll“ (Geschäftsbericht 2016, S. 5)
2017	Einführung manipulationsgeschützter Kassensysteme mit Stichtag 01.01.2020	„...gehen wir von einem wesentlich stärkeren Schub aus, weil wir dann nicht nur einen Erlass, sondern ein geltendes Gesetz haben werden, welches die Verpflichtung zur Nutzung konformer Systeme inklusive empfindlicher Strafen vorsieht. Spätestens im Jahr 2019 sollte es dadurch massive positive Bewegungen im Markt geben.“ (Geschäftsbericht 2017, S. 4)
2018	Einführung manipulationsgeschützter Kassensysteme mit Stichtag 01.01.2020	„...erwarten wir mit dem Inkrafttreten der zweiten Phase der Fiskalisierung zum 1.1.2020 wieder ein erhebliches Nachfrageplus.“ (Geschäftsbericht 2018, S. 6)
2019	Einführung einer Nichtbeanstandungspflicht bis 30.09.2020	„...rechnen wir damit, dass der Hauptnachfrageschub erst wenige Monate vor dem Stichtag einsetzen wird, weil viele Betreiber mit der Investition bis zum letzten Moment warten wollen.“ (Geschäftsbericht 2019, S. 4)
2020	Fristverlängerung bis 31.03.2021 durch die Bundesländer, sofern die Umrüstung zumindest in Auftrag gegeben wurde	„Im Geschäftsjahr 2021 wird die gesetzliche Regelung zur Einführung manipulations-sicherer Kassen überall in Kraft treten. Dies sollte zu einem erheblichen Nachfrage-schub führen.“ (H1/2020-Bericht, S. 12)
	Fristverlängerung bis 31.03.2021 durch die Bundesländer, sofern die Umrüstung zumindest in Auftrag gegeben wurde	„... dass die Sonderkonjunktur bedingt durch die gesetzlichen Vorgaben erfahrungsgemäß über den gesetzlichen Stichtag (31.03.2021) hinaus andauern wird und bis in das Jahr 2022 anhalten dürfte“ (9M/2020-Bericht)

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Warum ist die angekündigte Sonderkonjunktur in den Abschlüssen von Vectron Systems nicht sichtbar?

Da die Nichtbeanstandungsfrist zum 30. September 2020 abgelaufen ist, wäre diese Sonderkonjunktur für Vectron Systems notwendigerweise in den ersten drei Quartalen dieses Jahres zu erwarten gewesen. Erste Hinweise darauf, dass sich diese nicht im angekündigten Umfang niedergeschlagen haben könnte, finden sich bereits im Jahresabschluss 2019, in dem der Vorstand darauf hinwies, dass Anwender in anderen Ländern mit vergleichbaren Auflagen ähnliche Fristen ohne Reaktion verstreichen ließen. Von einer Sonderkonjunktur, die das Management jahrelang vorhergesagt hatte, wurde nun nicht mehr gesprochen, stattdessen wurden im Neunmonatsbericht 2020 – ohne diese im Übrigen zu begründen – weitere Terminverschiebungen nicht ausgeschlossen.

Zwar hat Vectron Systems unterdessen im dritten Quartal 2020 einen Umsatzanstieg um 38,8% vermeldet, der Angabe gemäß nahezu vollständig in Deutschland erzielt worden ist. Dieser deutliche Umsatzanstieg wird sich allerdings im vierten Quartal voraussichtlich nicht fortsetzen. Die vom Vorstand für das Gesamtjahr 2020e ausgesprochene Umsatzprognose zwischen EUR 25 und 29 Mio. entspricht für das vierte Quartal einer Umsatzerwartung zwischen EUR 4,8 und 8,8 Mio. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal entspricht dies einer Umsatzveränderung zwischen -37,4% und 14,8%. Derartige Größenordnungen können aus unserer Sicht kaum in die Kategorie Sonderkonjunktur eingeordnet werden.

Infolge der Kassenmeldepflicht sind alle gastronomischen Betriebe mit einer digitalen Kasse verpflichtet, diese ihrem zuständigen Finanzamt zu melden. Dadurch kann das Finanzamt sicherstellen, dass alle Betriebe mit gesetzeskonformen Kassensystemen arbeiten. Allerdings scheinen die Finanzbehörden noch nicht entsprechend vorbereitet zu sein.

Dass sich die Sonderkonjunktur bei Vectron Systems nicht in dem erwarteten Ausmaß niederschlagen wird, ist nach unserer Einschätzung auch auf eine signifikante Intensivierung des Wettbewerbs zurückzuführen. Nicht nur, weil Anbieter direkt in die von Vectron Systems adressierten Stammmärkte eindringen, sondern auch, weil immer mehr höherwertige Smartphones und Tablets in Verbindung mit zur Zahlungsregistrierung entwickelten Apps zu vollwertigen Registrierkassen umfunktioniert und damit die von Vectron Systems angebotenen hochpreisigen Hardwareangebote sukzessive ersetzt werden. Auch den Trend, dass der Software eine immer größere Bedeutung beigemessen wird, kann Vectron Systems nach unserer Einschätzung nicht in dem Maß befriedigen wie technologiegeprägte Newcomer, die sich allein auf Softwarelösungen fokussieren.

**Hohe Wettbewerbsintensität, die...**

Die Wettbewerbsintensität im deutschen Markt für Kassensysteme ist überdurchschnittlich hoch. Zum einen, weil sich angesichts einer großen Anzahl von Anbietern ein echter Industriestandard nicht etablieren konnte, zum anderen, weil in den vergangenen Jahren eine Reihe neuer Wettbewerber in den Kassensystemmarkt eingetreten sind, die App-Lösungen auf der Basis von iOS- und Android-Endgeräten anbieten. Preislich sind die neuen Angebote schwerpunktmäßig auf das kostensensible Einstiegssegment fokussiert, so dass sie zunächst nicht in unmittelbarem Wettbewerb mit Vectron Systems standen.

Vectron Systems wird nach unserer Einschätzung in erheblichem Ausmaß vom allgemeinen Markttrend hin zu Smartphone und Tablet-Lösungen in Verbindung mit einfachen Kartenlesegeräten betroffen sein.

So konnten diese neuen Systeme nach Angaben von Vectron Systems trotz hoher Investitionen auf der Anbieterseite bislang „noch keinen großen Marktanteil gewinnen“, weshalb Vectron Systems hier bereits von einer Konsolidierung ausging.

**TABELLE 7: ÜBERBLICK ÜBER AUSGEWÄHLTE TOUCHSCREEN-WETTBEWERBER IN DEUTSCHLAND**

Anbieter	Gründungsjahr	# Kassen (geschätzt)	Branchenlösungen												Leasingrate (EUR/Monat)		
			Touchscreen-Lösung	Tablet-Lösung	Hardware	Software	Internationalisierung	TSE-Konformität	Gastronomie	Einzelhandel	Dienstleistungen	Bäckereien	Boutiquen	Taxi-Gewerbe		Friseur/Kosmetik	Hotellerie
Vectron Systems	1990	200.000+	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓					ab 49,00
Duratech	2013	n/a	✓		✓	✓		✓	✓							✓	ab 49,00
posmatic	2015	n/a		✓		✓		✓	✓								n/a
Aures	1989	>100.000	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	n/a
Orderbird	2011	>10.000				✓		✓	✓	✓							ab 29,00
Lightspeed	2005	77.000		✓		✓		✓	✓				✓			✓	ab 59,00
POScast	2017	n/a	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓					✓	ab 39,00
ready2order	2012	n/a		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			ab 19,00
Kasse Speedy	n/a	n/a		✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		ab 19,00
Tillhub	2015	n/a		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓		ab 59,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### ... durch Newcomer mit deutlich höheren Wachstumsraten verschärft wird

Es ist uns allerdings nicht gelungen, diese Aussage des Vorstands zu bestätigen. Nicht zuletzt angesichts der Intensität, mit der diverse, global tätige Anbieter wie etwa die ebenfalls börsennotierte Aures Group, ein reiner Hardwareanbieter, inzwischen auch in Deutschland aktiv sind (Aures etwa, konnte die Opel-Arena in Mainz und das Sporthaus Schuster in München als Kunden gewinnen) halten wir diese Einschätzung für unrealistisch.

Bislang nicht in Deutschland tätige Wettbewerber wie ICRTouch oder Sam4s wurden in vorstehender Auswertung nicht berücksichtigt.

Auch andere Wettbewerber dürften insbesondere in den letzten Jahren erhebliche Marktanteile hinzugewonnen haben. So hat das 2011 in Berlin gegründete und von Private Equity-Investoren finanzierte Unternehmen Orderbird in der Gastronomie innerhalb kurzer Zeit nach eigenen Angaben mehr als 10.000 Kassensysteme verkauft und sich nach der kanadischen Lightspeed an dritter Stelle positionieren können.

### Liquiditätsbelastung durch innovative Monetarisierungsmodelle

Lange Zeit hat Vectron Systems die Kassensysteme ausschließlich verkauft. Neben dem klassischen Fachhändler-Verkaufsgeschäft bietet Vectron Systems inzwischen auch Mietmodelle im Sinne des „Sale-and-Lease-back“ an. Das Vermieten der Kassen führt bei bisherigen Rohertragsmargen von 57,4% (Durchschnitt Vectron Systems der Jahre 2011-19) allerdings dazu, dass das Unternehmen nun pro vertriebenem Kassensystem zunächst einen eigenen Liquiditätsabfluss aufgrund von Materialaufwand und Produktionskosten zu verkraften hat, der erst im späteren Verlauf in monatlichen Teilbeträgen zurückfließt – sofern der Anwender nicht zwischenzeitlich Insolvenz anmelden muss und als Zahler ausfällt. Darüber hinaus sind Vertriebsprovisionen an den Fachhandel fällig. Für Vectron Systems hat dies nicht nur zur Folge, dass die vorhandene Liquidität kurzfristig abschmilzt, sondern auch, dass die abgegebenen Kassen bilanziell im Anlagevermögen aktiviert und über die Nutzungsdauer abgeschrieben werden, was eine Bilanzverlängerung zur Folge hat.

Es mutet auf den ersten Blick wenig sinnvoll an, in einer Sonderkonjunktur Kassen zu „verschenken“, statt sie wie bislang mit Rohertragsmargen von über 50% zu verkaufen. Aus unserer Sicht macht dieses Geschäftsmodell für Vectron Systems nur dann Sinn, wenn sich der Markt nachhaltig hin zu Smartgeräte-Systemen wandelt.

Aus unserer Sicht kann die Kalkulation für Vectron Systems bestenfalls – also ohne unvorhergesehene Insolvenzen auf Seiten der Leasingnehmer – auf lange Sicht aufgehen. Dies verdeutlichen folgende Angaben aus den Geschäftsberichten: So standen im vergangenen Jahr den Umsatzerlösen aus Untervermietung in Höhe von EUR 2,717 Mio. (Vj.: EUR 2,609 Mio.) Leasingaufwendungen in Höhe von EUR 2,056 Mio. (Vj.: EUR 2,322 Mio.) gegenüber, die als Materialaufwand verbucht wurden. Darüber hinaus fielen im Rahmen dieses Modells unmittelbare Vertriebskosten in Höhe von EUR 0,845 Mio. (Vj.: EUR 1,170 Mio.) an, die Angabe gemäß ebenfalls unter den Materialaufwendungen angegeben wurden.

TABELLE 8: ECKDATEN ZUM SALE AND LEASE-BACK-GESCHÄFT VON VECTRON SYSTEMS, 2013-2019

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Umsatz aus Untervermietung	EUR Mio.	1.557	1.685	1.734	1.972	2.322	2.609	2.717
Leasingaufwendungen	EUR Mio.	-1.357	-1.387	-1.355	-1.522	-1.769	-2.322	-2.056
Unmittelbare Vertriebskosten	EUR Mio.	-766	-765	-1.143	-1.412	-1.318	-1.170	-845
<b>Ergebnis aus Sale and Lease Back</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-566</b>	<b>-467</b>	<b>-764</b>	<b>-962</b>	<b>-765</b>	<b>-883</b>	<b>-184</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Neu hinzukommende Kassensystemanbieter erfüllen nicht nur alle gesetzlichen Auflagen und steuerlichen Vorgaben, sondern sind für die von Vectron Systems adressierten, in der Tendenz liquiditätsschwachen Kernmärkte Gastronomie und Bäckereien preislich auch wesentlich attraktiver als die von Vectron Systems angebotenen Premium-Lösungen. Vor allem, weil sie Monetarisierungsmodelle etablieren konnten, die für Kunden mit keinen unmittelbaren Beschaffungskosten verbunden sind, sondern umsatzabhängige Lizenzzahlungen vorsehen. Als liquiditätsschonende Variante sind diese Monetarisierungsmodelle für Neugründer nicht erst seit COVID-19-Zeiten dem traditionellen Einmalbezahlmodell von Vectron Systems aus unserer Sicht deutlich überlegen.**

**Noch mehr liquiditätsbelastende Monetarisierungsmodelle**

Neben dem Verkauf- oder Leasingmodell hat sich in der Gastronomie in den vergangenen Jahren ein weiteres Monetarisierungsmodell etabliert, bei dem Hard- und Softwareprodukte über transaktionsabhängige Bezahlungsmodelle abgegeben werden. Dies führt für Anbieter der Kassensysteme einerseits zu kontinuierlich zufließenden Erlösen und ist für Newcomer und die etablierte Gastronomie andererseits nicht nur in COVID-19-Zeiten, in der Café- oder Restaurantbetreiber nahezu keine Umsätze vereinnahmen können, ein wesentlich attraktiveres Liquiditätsszenario.

Aus unserer Sicht handelt es sich um eine strategische Fehlentscheidung des Vectron-Managements, zu langsam auf das sich ändernde Marktumfeld reagiert zu haben.

Ein Beispiel für diese Strategie ist das 2012 in Berlin gegründete, aber mittlerweile schwerpunktmäßig von London aus tätige FinTech-Unternehmen SumUp, das ein Kassensystem anbietet, das sich aus einem Kartenleser, einem vorkonfigurierten Tablet oder Smartphone, einem Tablet-Ständer, einem Bondrucker, einer Kassenschublade und einem WLAN-Router zusammensetzt. Inzwischen sind nach Angaben des Unternehmens weltweit mehr als 2 Mio. Händler angeschlossen.

**TABELLE 9: BEISPIEL EINER UMSATZABHÄNGIGEN MIETLÖSUNG**

Anbieter	Fixkosten (EUR/Monat)	Transaktions- gebühr EC-Karte (%)	Transaktions- gebühr Kreditkarte (%)	Kundenspezifische Lösungen
SumUp Payments Ltd.	0	0,9%	1,9%	ab EUR 100.000 p.a.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**„Duratec digital world“**

Auch von Vectron Systems wird ein umsatzabhängiges Monetarisierungsmodell angeboten – über die 100%ige Tochter Duratec. Hier werden Kunden ein Duratec S14-Kassensystem mit Software und Lizenzen, ein Payment-Terminal, Scanner, Tablet, Installation und Programmierung sowie diverse Dienstleistungen (Fiskalarchiv DE, Fiskalupdate 2020, eine Reporting-App und eine Mobile App) ohne Einmalkosten zur Verfügung gestellt. Für deren Benutzung entrichten die Bäckereien und Gastronomen eine transaktionsabhängige Gebühr, die sich laut Unternehmensangaben an folgenden Größen orientiert:

**TABELLE 10: DURATEC – ÜBERSICHT DER TRANSAKTIONSABHÄNGIGEN GEBÜHREN**

Dienstleistung	Gebühr	Bezugsgröße
Bargeldloses Zahlen (EC-Karte)	1,1%	Bruttoumsatz
Bargeldloses Zahlen (Kreditkarte)	2,5%	Bruttoumsatz
Gutscheine	2,0%	Gutscheinwert
DeutschlandCard Bonusprogramm	3,5%	Bruttoumsatz
Tischreservierung	EUR 0,99	pro Reservierung
Online-Bestellungen	8,0%	Bestellwert

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Bislang nicht nachhaltig positioniert

Für dieses, zukünftig von Vectron Systems verfolgte Geschäftsmodell existiert nach Angaben des Vorstands noch kein tragfähiges – also profitables – Geschäftsmodell. Dies wird auch durch eine aus unserer Sicht unbefriedigende Markenpositionierung von Vectron Systems in den sozialen Netzwerken dokumentiert. Im Gegensatz zu Vectron Systems sind Wettbewerber wie Orderbird auf YouTube mit zahlreichen Videos präsent, mit denen insbesondere junge Existenzgründer angesprochen werden, die nach unserer Einschätzung die relevante Zielgruppe der transaktionsabhängigen Mietlösungen darstellen.

Eine YouTube-Suche nach dem Begriff „Kassensystem“ führt in erster Linie zu Videos der Wettbewerber von Vectron Systems. Zum gleichen Ergebnis führt eine Google-Recherche.

**Dass Vectron Systems aufgrund des indirekten Vertriebs über keinen unmittelbaren Kundenzugang verfügt, ist aus unserer Sicht ein strategischer Geburtsfehler des Geschäftsmodells. Gravierende Konsequenz ist, dass Vectron Systems nur einen geringen Anteil mehrjährig gebundener, wiederkehrender Erlöse aufweist – ganz im Gegensatz zu ebenfalls international aufgestellten Vergleichsunternehmen wie etwa dem kanadischen Anbieter Lightspeed, bei dem Angabe gemäß mehr als 90% der Umsätze wiederkehrender Natur sind.**

### Fehlender Kundenkontakt als Geburtsfehler des Geschäftsmodells

Vectron Systems vertreibt seine Kassensysteme vornehmlich über den indirekten Vertriebskanal. Dieser ist für die Bereitstellung, die Installation und die Wartung der Kassensysteme verantwortlich. Für Vectron Systems stellt sich der Verkauf von Hard- und Software infolgedessen überwiegend als Einmalgeschäft dar: Solange der Endkunde keine neue Hardware oder neue Softwareversionen nachfragt, können von Vectron Systems während des Nutzungszeitraums der Kassensysteme keine weiteren Umsätze verbucht werden.

Sind Vectron Systems die derzeitigen Anwender überhaupt bekannt?

Wie vom Vorstand während seiner Präsentation auf dem Deutschen Eigenkapitalforum 2020 angegeben, summierten sich die wiederkehrenden Erlöse von Vectron Systems im September 2020 auf EUR 0,350 Mio. oder EUR 4,2 Mio. pro Jahr.



TABELLE 11: WIEDERKEHRENDE ERLÖSE (STAND: SEPTEMBER 2020)

		per September 2020	Annualisiert
bonVito	EUR Mio.	0,195	2,340
Vectron „Digitalpaket“	EUR Mio.	0,129	1,548
Posmatic	EUR Mio.	0,026	0,312
<b>Summe</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,350</b>	<b>4,200</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Lock-in-Effekt der Kundenbindung nicht genutzt**

Traditionell wird der Markt für Kassensysteme von lokalen Zwischenhändlern dominiert. Diese sind nicht nur für die Installation der Kassen verantwortlich, sondern auch für deren Reparatur und Ersatzteillieferung. Die Einsparungen im Vertrieb, die Vectron Systems so nutzen kann, kommen zu einem hohen Preis: Die Nutzung des indirekten Vertriebs hat für Vectron Systems den gravierenden Nachteil, über keinen Zugang zum Endkunden zu verfügen.

Das Geschäftsmodell wird ganz klassisch durch den Verkauf der Kassen / Kassensysteme monetarisiert. Langfristig prognostizierbare Erlösströme spielen nach wie vor nur eine untergeordnete Rolle.

Nachteilig ist diese Strategie aus unserer Sicht insbesondere deshalb, weil Vectron Systems offenkundig nur über rudimentäre Kenntnisse verfügt, wer die aktuellen Benutzer der Kassensysteme sind oder wie viele Kassensysteme tatsächlich in Betrieb sind (seit 2017 wird die Gesamtzahl aller (jemals) installierten Kassen in den Jahresabschlüssen nicht mehr explizit genannt, sondern lediglich ein Wert von „über 200.000“ angegeben). Trotz dieser hohen Grundgesamtheit kann das Unternehmen bei der Vermarktung seiner Kassen damit nicht auf einen Lock-in-Effekt zurückgreifen. Dieser, die Wechselkosten eines Kunden erhöhende Effekt wird insbesondere von Unternehmen wie HP, Canon, Lexmark und Epson (Druckerpatronen) oder Gillette (Rasierklingen) seit Jahrzehnten erfolgreich praktiziert: Das Grundprodukt günstig anzubieten, bei unübersichtlichen und hohen Folgekosten.

**In Deutschland nur etwa 80.000 Kassensysteme in Betrieb – nicht 200.000**

Trotz seiner bestehenden Kundenbasis kann Vectron Systems auf diese Monetarisierungsvariante nicht zugreifen, da das Unternehmen im Normalfall keine eigenen Geschäftsbeziehungen zu den Bestandskunden, also den Nutzern bereits verkaufter Kassensysteme, unterhält. Damit sind dem Vorstand die aktuellen Nutzer der Kassensysteme gar nicht bekannt. So wurde auf der letzten Hauptversammlung auf Rückfrage angegeben, dass in Deutschland derzeit „vermutlich etwa 80.000 Kassensysteme“ in Betrieb sind.

**Nachteile bei der Neubeschaffung**

Dabei wäre das Produkt von Vectron Systems geradezu prädestiniert für längerfristige Kundenbindungen: Denn Produktwechsel sind für die Kunden mit Kosten, Zeit und Aufwand verbunden: Kosten, wenn sie eine alternative Kasse eines anderen Herstellers anschaffen müssen, Zeit, die sie für die Suche nach Alternativen und das Anschließen des neuen Geräts benötigen und Aufwand für die Einarbeitung nach einem Anbieterwechsel bzw. der Verlust der Lernerfahrungen, die ein Nutzer mit dem alten System gemacht hat.



### Ausweg: Cloud Lösungen

Während es aus unserer Sicht noch sinnvoll sein mag, den Verkauf der typischerweise niedrigmargigen Hardware als Einmalgeschäft zu betrachten, ist dies beim Softwareverkauf nicht nachvollziehbar. Dementsprechend wurde Anfang des Jahres ein „Strategy Update“ verkündet, in dem die Zukunft in einer „optimalen digitalen Lösung via Cloud Services“ gesehen wird.

Allerdings sind die Bemühungen hinsichtlich eines Strategiewechsels bislang wenig erfolgreich – im Gegensatz zum Wettbewerb (siehe hierzu im Detail nachstehendes Kapitel). Damit hat die Tatsache, dass Vectron Systems kaum über wiederkehrende Erlöse verfügt, zwei für Vectron Systems sehr nachteilige Folgen:

- ⊖ Zum einen kann die Migration der bestehenden Kundenbasis in die Cloud nicht von Vectron Systems selbst vorangetrieben werden, wodurch dem Unternehmen erhebliche Marktpotenziale vorbehalten werden,
- ⊖ zum anderen ist die Umsatzentwicklung viel schwieriger zu prognostizieren, was aus unserer Sicht durch zahlreiche Gewinnwarnungen belegt wird.

**Seit 2017 ist es dem Vorstand von Vectron Systems nicht gelungen, die im Jahresabschluss für das jeweils nachfolgende Geschäftsjahr ausgesprochenen Finanzprognosen zu erfüllen, nicht zuletzt aufgrund von Verschiebungen seitens der Gesetzgeber. Die als Folge der Zielverfehlungen entstandenen Liquiditätslücken wurden durch Kapitalerhöhungen gefüllt.**

### Beschädigte Glaubwürdigkeit des Managements

In den vergangenen Jahren hat das Management von Vectron Systems stets detaillierte Erwartungen für die Umsatz- oder Ertragsentwicklung des jeweils laufenden Geschäftsjahres veröffentlicht. Der Erfüllungsgrad dieser Managementexpectations war nur zu Beginn zufriedenstellend. In den letzten Jahren konnten die ausgegebenen Finanzziele, zum Teil mit dramatischen Abweichungen, nicht erreicht werden – wofür vom Vorstand unterschiedliche Ursachen angegeben wurden:

Nicht erst seit Beginn der COVID-19-Pandemie hat Vectron Systems Schwierigkeiten, die ausgegebenen Umsatz- und Ertragsversprechungen zu erfüllen.

**TABELLE 12: GUIDANCE UND ERFÜLLUNGSGRAD**

Jahr	Ursprüngliche Guidance	Erfüllung	
2012	Für das kommende Geschäftsjahr positiv gestimmt. Gegenüber 2011 deutlich steigendes Nachsteuerergebnis	Leichtes Umsatzwachstum, deutlicher Anstieg von Vor- und Nachsteuerergebnis	😊
2013	Umsatz- und Ergebnissteigerungen gegenüber 2012 zu erwarten	Umsatzrückgang bei Anstieg des Vor- und Nachsteuerergebnisses	😐
2014	Für 2014 und 2015 jeweils deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserungen	Leichter Umsatzanstieg bei deutlicher Verbesserung des Nachsteuerergebnisses	😊
2015	Stärkung der Umsatzbasis sollte sich deutlich im Umsatz (sic!) und Ergebnis niederschlagen	Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung	😊

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

TABELLE 12: GUIDANCE UND ERFÜLLUNGSGRAD (FORTS.)

2016	Wachstum in 2016 ist sehr wahrscheinlich Wachsender Umsatzbeitrag von Duratec aufgrund von Marktaustritt von Wettbewerbern Erschließung neuer Zielmärkte wie „Metzgereien und Kundensegmente“	Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung	😊
2017	Weiteres Wachstum im Jahr 2017 sehr wahrscheinlich	Leichter Umsatzrückgang bei deutlichem Ergebnismrückgang	😞
2018	Verteidigung der Marktposition, Erschließung neuer Kundensegmente und Zielmärkte Weiter wachsender Umsatzbeitrag von Duratec.	Deutlicher Umsatzrückgang Verlustsituation auf allen Ertragsebenen	😞
2019	Erhebliches Nachfrageplus erwartet Umstellung vom reinen Kassenneugeschäft auf stabile dauerhafte Einnahmen aus digitalen Geschäftsmodellen	Leichter Umsatzanstieg Verlustsituation auf allen Ertragsebenen	😞
2020e	Umsatz von mindestens EUR 50 Mio. bei einer EBIT-Marge im niedrigen zweistelligen Prozentbereich	Deutliche Korrektur per ad-hoc-Meldung (12.08.2020)	😞
2022e	Umsatz von mehr als EUR 100 Mio. bei einer EBIT-Marge im mittleren zweistelligen Prozentbereich	Deutliche Korrektur per ad-hoc-Meldung (12.08.2020)	😞

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**„Versteckte“ Gewinnwarnungen im laufenden Jahr 2020**

Selbst die im laufenden Jahr bereits reduzierten Umsatz- und Gewinnprognosen wurden in den vergangenen Wochen – vom Kapitalmarkt scheinbar unbemerkt – weiter zurückgenommen. So wird in der auf dem Deutschen Eigenkapitalforum verteilten Unternehmenspräsentation für das Jahr 2022e ein Umsatz von EUR 64,1 Mio. prognostiziert, wohingegen in der ad-hoc-Meldung vom 12.08.2020 Umsätze von EUR 65 Mio. prognostiziert worden waren.

TABELLE 13: AKTUELLE GUIDANCE IM ÜBERBLICK

Jahr	Ursprüngliche Guidance	Kommentar
2020e	Umsatz zwischen EUR 25 und 29 Mio. bei einem EBITDA zwischen EUR -2,0 und 0,25 Mio.	Auf dem Eigenkapitalforum wurde mündlich die Erreichung der Mitte der Guidance avisiert, im Handout wurde dagegen ein Wert von EUR 29 Mio. erwartet. Ab 2020e soll das EBITDA positiv sein.
2021	Umsatz von EUR 50,0 Mio. bei einem EBITDA von EUR 10,0 Mio. (entsprechend einer EBITDA-Marge von 20%)	n/a
2022e	Umsatz von EUR 65,0 Mio. bei einem EBITDA von EUR 16,25 Mio. (entsprechend einer EBITDA-Marge von 25%)	Im Handout der auf dem Eigenkapitalforum vorgestellten Präsentation werden Umsätze von EUR 64,1 Mio. prognostiziert

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Unstimmigkeiten in der Kommunikation des Vorstands**

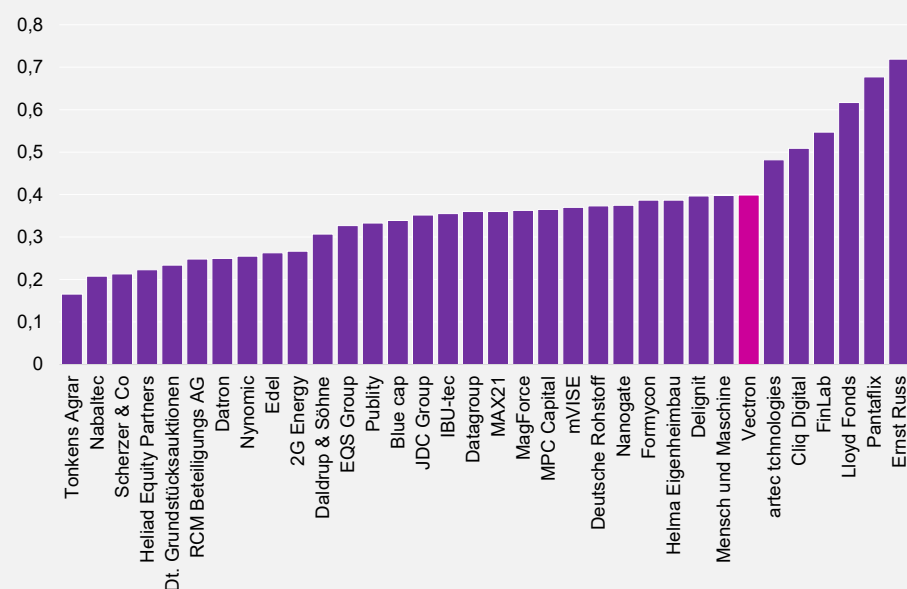
Abgesehen von versteckten Gewinnwarnungen sind regelmäßig wiederkehrende Unstimmigkeiten in der Finanzkommunikation feststellbar, für die bei Vectron Systems der Vorstandsvorsitzende verantwortlich ist. So gibt es Inkonsistenzen bei den für dieses Jahr erwarteten Umsätzen und operativen Erträgen. Während auf dem Vortrag im Rahmen des Deutschen Eigenkapitalforums das Erreichen der Mitte der Guidance-Bandbreite von EUR 25 bis 29 Mio. avisiert wurde, ist in der Unternehmenspräsentation ein „voraussichtlicher Gesamtumsatz“ von EUR 29 Mio. angegeben. Zudem ist das im

Handout avisierte „positive EBITDA ab 2020“ vor dem Hintergrund der Neunmonatsverluste und dem anhaltenden Lockdown nach unserem Dafürhalten weder realistisch noch im Einklang mit den mündlich ausgegeben Umsatzprognosen.

### Hohe Volatilität der Aktie

Unter dem Einfluss von ambitionierten Vorstandsankündigungen, die – zumindest in den letzten Jahren – regelmäßig nicht eingehalten wurden, wurde die Vectron Systems-Aktie zu einem hochvolatilen Wertpapier. Im Freiverkehrssegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse rangiert die Vectron Systems-Aktie trotz eines vermeintlich krisensicheren Geschäftsmodells im obersten Drittel der nach Volatilität sortierten Aktien.

ABBILDUNG 22: VOLATILITÄT (250 TAGE) DER SCALE-UNTERNEHMEN (STAND: NOVEMBER 2020)



QUELLE: DEUTSCHE BÖRSE, SPHENE CAPITAL

### Operative Aufwendungen werden als Sonderaufwendungen deklariert

Hinzu kommt, dass der Vorstand, aus unserer Sicht offensichtliche operative Aufwendungen beschönigend als Sonderaufwand deklariert. So wird regelmäßig – insbesondere in den Quartalsberichten – auf Aufwandspositionen etwa aus der Entwicklung neuer Digitalprodukte hingewiesen, ohne die das Kerngeschäft profitabel gewesen wäre. Derartige Entwicklungsaufwendungen klassifizieren wir jedoch, insbesondere bei einem Technologieunternehmen, als betriebsbedingten Normalaufwand.

### Kapitalerhöhungen mit Liquiditätszuflüssen von insgesamt EUR 22,1 Mio.

Zur Deckung der anfallenden Verluste greift Vectron Systems seit 2016 darauf zurück, frische Liquidität durch Kapitalerhöhungen einzuwerben. Insgesamt wurden seit 2016 sechs Kapitalerhöhungen durchgeführt, drei aus genehmigtem Kapital und drei aus bedingtem Kapital. In Summe ist dem Unternehmen dadurch Liquidität in Höhe von rund EUR 22,1 Mio. zugeflossen:

TABELLE 14: KAPITALERHÖHUNGEN, 2016-2020

Jahr	Grundkapital vor KE (EUR)	Grundkapital nach KE (EUR)	Anzahl Aktien KE	Bezugskurs (EUR)	Bruttoemissionserlös (EUR)
20.04.2016 (genehmigte KE)	6.000.000*	6.599.996*	599.996*	9,88*	5.925.112
2017 (bedingte KE)	6.599.996	6.611.996	12.000	3,53	42.330
06.02.2019 (genehmigte KE)	6.611.996	7.273.195	661.199	7,60	5.025.112
2019 (bedingte KE)	7.213.195	7.291.859	18.664	2,58	48.200
07.02.2020 (genehmigte KE)	7.291.859	8.019.178	727.319	15,10	10.982.517
2020 (bedingte KE)	8.019.178	8.037.842	18.664	2,58	48.200
<b>Summe</b>					<b>22.071.471</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\* BEREINIGT UM KAPITALERHÖHUNG AUS GESELLSCHAFTSMITTELN

### Deutlicher Aufbau der Bankverbindlichkeiten

Trotz der erheblichen Mittel aus diesen Kapitalerhöhungen hat Vectron Systems auch seine zinstragenden Verbindlichkeiten deutlich ausgeweitet:

TABELLE 15: BRUTTOVERBINDLICHKEITEN, 2013-H1/2020

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	6M/2020
<b>Bankverbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>3,789</b>	<b>2,947</b>	<b>2,316</b>	<b>11,263</b>	<b>10,421</b>	<b>10,000</b>
davon kurzfristig	EUR Mio.	0,000	0,000	0,842	0,842	1,053	0,842	10,421	10,000
davon langfristig	EUR Mio.	0,000	0,000	2,948	2,105	1,263	10,421	0	0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Bankverbindlichkeiten kurzfristiger Natur

Wie aus dem Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2019 zu entnehmen ist, waren die ausgewiesenen Finanzverbindlichkeiten ausschließlich kurzfristiger Natur. Stand heute müssen die zinstragenden Verbindlichkeiten vollständig zum Jahresende 2020e beglichen werden. Der zum Halbjahr ausgewiesene Kassenbestand in Höhe von EUR 16,2 Mio. verringert sich damit – ohne Einbeziehung der zwischenzeitlich erwirtschafteten betrieblichen Cashflows – auf EUR 6,2 Mio.

**Mit Umsatzerlösen von unter EUR 40 Mio. und jahresdurchschnittlich weniger als 250 Mitarbeitern erfüllt Vectron Systems nicht die Größenvoraussetzungen des HGB, einen Konzernabschluss erstellen zu müssen. Die 100%igen Tochterunternehmen bonVito und Posmatic werden dementsprechend nicht in den Jahresabschluss einbezogen. Da zumindest bonVito bis einschließlich 2017 defizitär war, wird das im Geschäftsbericht ausgewiesene operative Ergebnis von Vectron Systems nach unserer Einschätzung möglicherweise überschätzt.**

#### Keine Pflicht zur Erstellung eines Konzernabschlusses

Mit Umsätzen von EUR 25,2 Mio. ist Vectron Systems aufgrund seiner Größe als Mutterunternehmen unter Verweis auf § 293 HGB von der Pflicht befreit, einen Konzernabschluss bzw. einen Konzernlagebericht aufzustellen.

Für eine Einschätzung der Geschäftsentwicklung des Gesamtunternehmens ist es nach unserer Einschätzung jedoch unabdingbar, auch die nicht konsolidierten Tochterunternehmen bonVito GmbH und Posmatic GmbH zu berücksichtigen, zumal diese in der Berichterstattung des Unternehmens eine erhebliche Rolle spielen.

#### Kleinere Unstimmigkeiten in der Finanzberichterstattung zu bonVito

Aus unserer Sicht bemerkenswert ist, dass die Angaben des Geschäftsberichts zum Teil nicht mit den Jahresabschlüssen der Tochtergesellschaften übereinstimmen. So hat das Münsteraner Unternehmen bonVito den Finanzberichten der Vectron Systems AG zufolge im ersten Halbjahr 2019 erstmals die Gewinnschwelle erreicht. Betrachtet man jedoch den Einzelabschluss der bonVito GmbH, zeigt sich bereits für das Geschäftsjahr 2018 ein Jahresüberschuss in Höhe von kEUR 69.

In Summe belief sich der bilanziell ausgewiesene Verlustvortrag der nicht-konsolidierten Tochtergesellschaft zum Ende des Jahres 2018 auf kEUR -777.

TABELLE 16: ECKDATEN DES JAHRESABSCHLUSSES BONVITO, 2013-2019

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>EUR k</b>	<b>-280</b>	<b>-80</b>	<b>-104</b>	<b>-118</b>	<b>-111</b>	<b>69</b>	<b>n/a</b>
Gewinn- oder Verlustvortrag	EUR k	-154	-433	-514	-618	-736	-846	n/a
Bilanzgewinn/-verlust	EUR k	-433	-514	-618	-736	-846	-777	n/a
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR k</b>	<b>67</b>	<b>386</b>	<b>282</b>	<b>164</b>	<b>54</b>	<b>123</b>	<b>n/a</b>
Bilanzsumme	EUR k	519	650	789	1.136	838	1.035	n/a
Eigenkapitalquote	%	12,9%	59,4%	35,7%	14,5%	6,4%	11,8%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### Posmatic und Vectron America unverändert defizitär

Für die Posmatic GmbH, deren Abschlüsse nicht im Bundesanzeiger abgelegt sind, und die Vectron America Inc. referenzieren wir auf die Angaben im Anhang des Geschäftsberichts der Vectron Systems AG. Danach ergab sich nach der Gründung dieser beiden Tochtergesellschaften nachstehende operative Entwicklung:

TABELLE 17: ECKDATEN VON POSMATIC UND VECTRON AMERICA, 2013-2019

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Posmatic</b>								
Ergebnis nach Steuern	EUR k	n/a	n/a	n/a	n/a	-262	-31	n/a
Eigenkapital	EUR k	n/a	n/a	n/a	776	514	483	n/a
<b>Vectron America</b>								
Ergebnis nach Steuern	EUR k	n/a	n/a	n/a	n/a	0	-173	n/a
Eigenkapital	EUR k	n/a	n/a	n/a	n/a	200	45	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Adjustierung der Nachsteuerergebnisse

Eine Adjustierung der AG-Zahlen um die Ergebnisse der nicht-konsolidierten Gesellschaften bonVito, Posmatic und Vectron America zeigt, dass das Nachsteuerergebnis von Vectron Systems im Zeitraum 2013-18 durchweg höher ausgewiesen wurde, als wenn die 100%igen bzw. 80%igen Tochtergesellschaften vollständig konsolidiert worden wären. Die negativen Abweichungen zum ausgewiesenen AG-Abschluss beliefen sich im Zeitraum 2013-18 zwischen -3,5% und -74,7%.

TABELLE 18: ABLEITUNG DES ADJUSTIERTEN NACHSTEUERERGESBNISSSES VECTRON SYSTEMS, 2013-2019

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e
Ergebnis nach Steuern bonVito	EUR k	-280	-80	-104	-118	-111	69	↗
Ergebnis nach Steuern Posmatic	EUR k	0	0	0	0	-262	-31	↘
Ergebnis nach Steuern Vectron America*	EUR k	0	0	0	0	0	-173	↗
Ergebnis nach Steuern Vectron (berichtet)	EUR k	374	521	1.183	1.965	1.075	-3.876	-1.392
<b>Ergebnis nach Steuern Vectron (adjustiert)</b>	<b>EUR k</b>	<b>95</b>	<b>441</b>	<b>1.079</b>	<b>1.847</b>	<b>703</b>	<b>-4.011</b>	<b>n/a</b>
Veränderung	EUR k	-74,7%	-15,4%	-8,8%	-6,0%	-34,7%	-3,5%	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

\*Ohne Berücksichtigung von Minderheitsanteilen

### Defizite im Controlling der Tochterunternehmen

Erstmals wies bonVito im Jahr 2018 einen positiven Ergebnisbeitrag aus. Im Geschäftsbericht 2019, der von Vectron Systems Ende April 2020 veröffentlicht wurde, wird die *Erwartung* ausgesprochen, dass bonVito im zu diesem Zeitpunkt bereits abgelaufenen Jahr 2019 den Jahresüberschuss weiter gesteigert haben könnte. Für Posmatic wird an gleicher Stelle für das Jahr 2019 eine neuerliche Verschlechterung der Ertragslage prognostiziert. Für Vectron America wird für das Jahr 2019 mit einem „sehr geringen Jahresfehlbetrag“ gerechnet.

Wir halten es für erklärungsbedürftig, dass in den Jahresabschlüssen der Vectron Systems AG keine genaueren Informationen über die Umsatz- und Ertragslage der wesentlich kleineren Tochtergesellschaften verfügbar waren, obwohl deren Geschäftsjahr zum Zeitpunkt der Aufstellung des AG-Jahresabschlusses bereits mehrere Monate abgelaufen war.

# Unternehmensgeschichte, Management, Aktionärsstruktur und Unternehmensstrategie

Nach der Gründung im Jahr 1990 erfolgte 1999 der Börsengang am Neuen Markt. Nach dessen Scheitern wurde die Aktie zunächst (2002) in den Geregeltten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen, ehe 2007 ein Downlisting in den Entry Standard erfolgte. Heute notiert die Vectron Systems-Aktie im unregulierten Freiverkehrsegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse.

TABELLE 19: ECKPUNKTE DER UNTERNEHMENSGESCHICHTE

1990	Gründung der Vectron Systems Datentechnik GmbH als Entwicklungsunternehmen für Standard-Software zur Datenübertragung von Kassensystemen
1993	Start der Entwicklung eines eigenen Kassensystems (Vectron POS)
1996	Einführung des ersten Vectron-Kassensystems auf der CeBIT
1998	Vorstellung der ersten eigenentwickelten und -produzierten Hardware
1999	Markteinführung des Vectron POS Mini und des Vectron POS ColorTouch IPO am Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2002	Segmentwechsel in den Geregeltten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2005	Produkteinführung der Vectron POS MobilePro Verschmelzung der Hansa Chemie AG und der Vectron Systems AG, Umfirmierung zu Hansa Group AG mit dem Geschäftszweck eines Misch- und Beteiligungskonzerns und den Geschäftsbereichen Hansa Chemie und Vectron Systems
2006	Management Buy-Out und Neugründung der Vectron Systems AG
2007	Listing im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
2008	Aktiensplit 1:3, Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 1,5 Mio. von EUR 0,5 Mio.
2009	Angebot hauseigener Finanzierungsangebote
2010	Markteinführung eines eigenen Kundenbindungssystems
2011	Einführung von Vectron Script, wodurch erstmalig Peripheriegeräten und Backoffice-Programme angebunden werden können
2012	Gründung der bonVito GmbH
2013	Markteinführung von Duratec als Zweitmarke
2016	Erwerb von 75% der Anteile des Kassensystem-Startups Posmatic GmbH und Einstieg in den Markt für iPad-Kassensysteme
2016	Kapitalerhöhung zu EUR 39,50 (adjustiert EUR 9,88) je Aktie, Mittelzufluss (brutto) EUR 5,9 Mio., Finanzierung des organischen Wachstums
2017	Einführung der Reporting-App myVectron Aufnahme des Handels im Freiverkehrsegment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse Aktiensplit 1:4
2019	Kooperation mit Coca-Cola im Bereich der GetHappy-App mit dem Ziel, die führende Online-Marketing-Plattform für den Außer-Haus-Markt aufzubauen Kapitalerhöhung zu EUR 7,60 je Aktie, Mittelzufluss (brutto) EUR 5,0 Mio. Übernahme der restlichen 25% an Posmatic Kooperation mit epay mit dem Ziel, „neue Funktionalitäten und Services“ für Betreiber von Kassensystemen zu entwickeln Kooperation mit dem Online-Reservierungssystem resmio und dem Online-Bestellsystem restablo Erste Kassen mit TSE-Zertifizierung
2020	Kapitalerhöhung zu EUR 15,10 je Aktie, Mittelzufluss (brutto) EUR 11,0 Mio., Finanzierung des organischen Wachstums

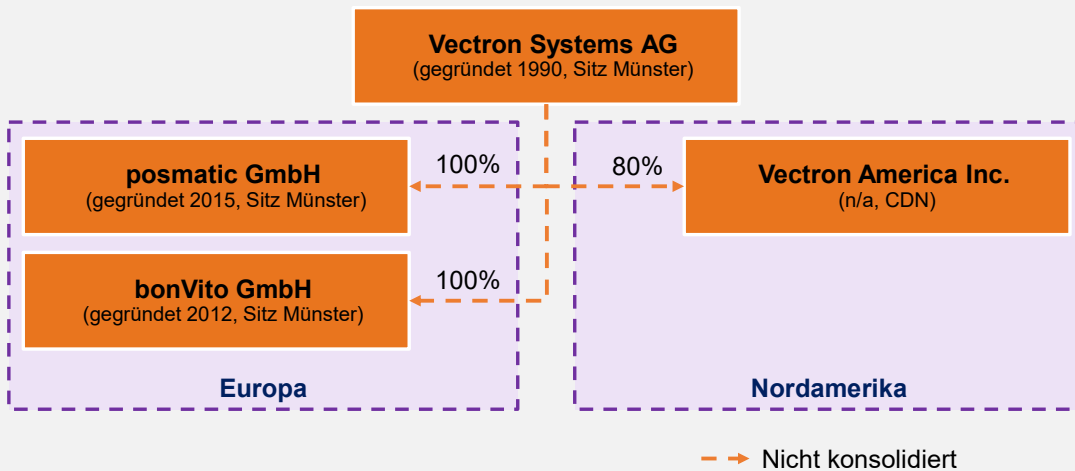
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Organigramm von Vectron Systems**

Unterhalb der Vectron Systems AG finden sich drei Beteiligungen: Die 2012 gegründete bonVito GmbH und die 2019 vollständig übernommene Posmatic GmbH, an denen Vectron Systems zu jeweils 100% beteiligt ist, sowie die Vectron America Inc., an der Vectron Systems 80% der Anteile hält.

Weitere strategische Geschäftseinheiten (SGE) existieren nicht.

ABBILDUNG 23: ORGANIGRAMM VON VECTRON SYSTEMS



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Vorstand**

Der Vorstand der Vectron Systems AG setzt sich aus drei Personen zusammen:

- ☉ **Thomas Stümmler** ist einer der Gründer des Unternehmens und war – abgesehen von einer kurzen Unterbrechung, in der er als Aufsichtsrat der Gesellschaft tätig war – ununterbrochen Vorstand der Vectron Systems AG. Als Vorstandsvorsitzender ist er verantwortlich für die Bereiche Strategie, Produkte/Marken, Public Relations und Investor Relations sowie Marketing und Vertrieb.
- ☉ **Jens Reckendorf** ist als Vorstand verantwortlich für die Unternehmensbereiche Technik und Entwicklung IT und Support sowie Services.
- ☉ **Silvia Ostermann** ist verantwortlich für die Bereiche Personal, Finanzen, Recht, Einkauf, Produktion sowie Arbeitsabläufe und Prozesse.

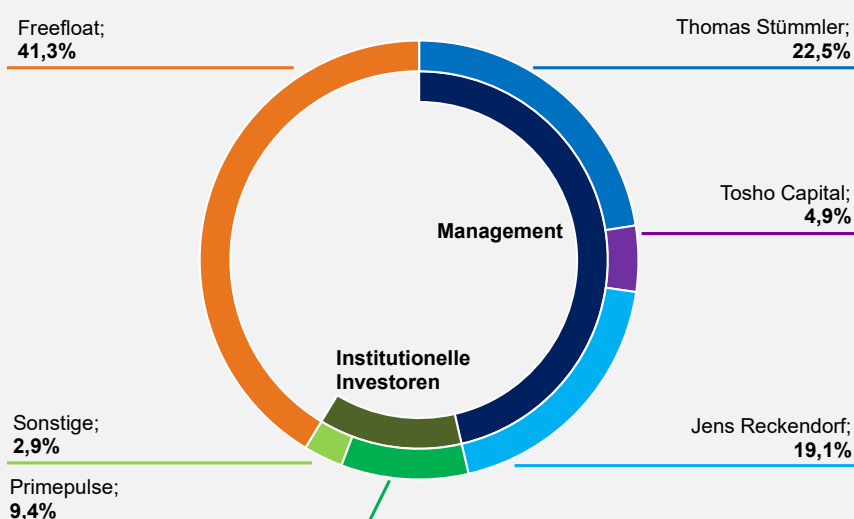


**Nach mehreren Kapitalerhöhungen liegt das Grundkapital der Gesellschaft seit Anfang 2020 bei EUR 8,038 Mio. Es setzt sich aus 8.037.842 Stück auf den Inhaber lautenden Stammaktien zusammen. Mit 46,4% der Anteile ist das Management Hauptaktionär der Gesellschaft.**

### 8,038 Mio. Stück ausstehende Aktien

Seit der letzten Kapitalerhöhung Anfang des Jahres 2020 setzt sich das Grundkapital der Gesellschaft aus 8,038 Mio. Aktien zusammen. Der Nennwert je Aktie liegt bei EUR 1,00. Die Marktkapitalisierung beläuft sich damit aktuell auf EUR 94,4 Mio., die Marktkapitalisierung des Streubesitzes in Höhe von 41,3% auf EUR 39,0 Mio.

ABBILDUNG 24: AKTIONÄRSSTRUKTUR (STAND NOVEMBER 2020)



46,4% der Aktien werden vom Management gehalten. Institutionelle Investoren halten 12,3% der Aktien. Von Frau Ostermann oder dem Aufsichtsrat ist kein Aktienbesitz in erwähnenswerter Größenordnung bekannt. Der Freefloat der Gesellschaft liegt bei 41,3%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Angesichts einer steigenden Wettbewerbsintensität, rückläufiger Marktanteile, hoher operativer Verluste und Verfehlungen der eigenen Prognosen erinnert uns der Leitfaden von Vectron Systems mehr an eine kurzfristige Trial-and-Error-Strategie als an eine langfristig formulierte Strategie mit nachhaltigen Zielsetzungen. Auch eine Vision wurde vom Management nicht explizit formuliert.**

### Reaktion auf Newcomer

Vectron Systems, einst ein Pionier in Deutschland, heute ein Unternehmen, das sich selbst als soliden Mittelständler begreift und sich explizit von den zahlreichen Startups abheben will, die sich in den vergangenen Jahren am schnell wachsenden Markt für Smartgeräte-Kassen etabliert und dabei hohe operative Verluste in Kauf genommen haben, passt infolge des sukzessive steigenden Drucks eben dieser Startups sein Geschäftsmodell in eine Richtung an, deren Ergebnis der Vorstand „mit Spannung entgegen sieht“ (Quelle: Geschäftsbericht 2019).

Aus unserer Sicht ist der Vorstand trotz der, aus eigener Sicht führenden europäischen Marktstellung, mehr in der Situation zu reagieren als zu agieren.

### Stärkung der Zweitmarke zu Lasten der hochpreisigen Primärmarke

Damit hat der Vectron Systems-Vorstand aus unserer Sicht die Rolle eines Reagierenden, nicht jedoch eines Handelnden übernommen. In einer, auf Grund der

polypolistischen Marktstruktur typischen Stellung eines Preisnehmers, dem es immer weniger gelingt, die Kunden von den eigenen Produktvorteilen zu überzeugen, bleibt Vectron Systems nach unserer Einschätzung nur der Weg, die günstige Zweitmarke weiter zu stärken, auch wenn dies zu Lasten der hochpreisigen Primärmarke Vectron geht. Damit ist der Vorstand nach unserer Einschätzung gezwungen, auf den Preisdruck einer Vielzahl neuer und im Design überlegener Anbieter zu reagieren.

### Operative Fehlschläge

Die strategische Ausrichtung des Unternehmens ist nach unserer Einschätzung nicht eindeutig definiert. Abgesehen von generischen Aussagen, wonach die Unternehmensstrategie laufend überprüft und angepasst wird, finden sich in den Geschäftsberichten nur wenige konkrete Aussagen über die Strategie und langfristigen Umsetzungsziele. Allein eine wachstumsorientierte Transformationsstrategie wird wiederholt erwähnt. Vor diesem Hintergrund stufen wir die Unternehmensstrategie von Vectron Systems als kurzfristig ein, was sich auch durch Aussagen des Vorstands belegen lässt, der etwa im Q1/2020-Bericht davon spricht, den Fokus „ausschließlich auf der Fertigstellung von Produkten und Services, die innerhalb der nächsten 3 Monate zur Marktreife gebracht werden“ zu legen.

“When technology is the thing you want, you don’t need design because you want better technology. When the technology matures, you don’t buy it just based on technology. In that case, the design comes into the foreground.”

John Maeda, CEO Publicis Sapient

Uns erinnert die Unternehmensstrategie zuweilen an eine Trial-and-Error-Strategie. Zwei jüngere Beispiele sollen unsere Einschätzung verdeutlichen:

- Ⓢ **Fehlschlag GetHappy:** Während in den Jahren Jahr 2015 bis 2017 hohe „notwendige Investitionen“ in das Gemeinschaftsprodukt „GetHappy“ von Vectron Systems und Coca-Cola in Form von Personalaufbau und externen Entwicklungsaufwendungen bereitgestellt wurden, musste 2018 erkannt werden, dass die Platzierung einer neuen Digitalplattform für die Gastronomie hohe Marketingaufwendungen verursacht hätte. Dementsprechend wurde die Kooperation, die den Aufbau einer „führenden Online-Marketing-Plattform für den Außer-Haus-Markt vorsah“ beendet.
- Ⓢ **Fehlschlag Verwertung der Kundendaten:** Während das Jahr 2017 im Zeichen einer strategischen Umpositionierung stand, die Vectron Systems als der „Position eines klassischen Kassenherstellers entwichen“ betrachtete und neue Geschäftsmodelle in der Analyse, Auswertung und Nutzung der Kundendaten ausgemacht hatte, wird zwei Jahre später von One-Stop-Shopping-Anforderungen der Kunden gesprochen, wobei Vectron Systems eine Lösung für unterschiedliche digitale Services bieten will.

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Stärken** von Vectron Systems identifiziert:

Stärken

- ⑤ **Nach eigenen Angaben einer der führenden Kassenanbieter Europas:** Mit nach eigener Einschätzung mehr als 200.000 verkauften Kassensystemen ist Vectron Systems einer der führenden europäischen Anbieter von Kassensystemen. Aus der von Vectron Systems angebotenen Produktvielfalt können sich hohe Markteintrittsbarrieren ableiten lassen.
- ⑤ **Fokus auf hochwertige Produkttechnologie:** Ursprünglich als High-End-Technologieanbieter positioniert, der sich in erster Linie an etablierte Gastronomen ausrichtet, profitiert Vectron Systems von einer längeren Kundenbindung und einer geringeren Churn-Rate als andere, eher auf Start-Ups und preisgünstige Tablet-Lösungen ausgerichtete Wettbewerber. Angesichts einer geringeren Krisen- und Konjunktursensibilität dieser Einnahmen könnte die Ertragslage von Vectron Systems von einem COVID-19-geprägten Stimmungsumschwung und einem möglichen kurzfristigen konjunkturellen Einbruch unserer Einschätzung nach weniger stark betroffen sein als die der niedrigpreisigen Wettbewerber.
- ⑤ **Absatz von Software-Updates:** Theoretisch könnte Vectron Systems davon profitieren, in die bestehende Kundenbasis Software-Updates und Neuprodukte zu verkaufen und dadurch den Customer-Lifetime-Value zu erhöhen. Angesichts einer Kundenbasis von nach eigenen Angaben mehr als 200.000 verkauften Kassensystemen könnten sich daraus hohe stille Reserven ableiten.
- ⑤ **Deutlicher Anstieg der wiederkehrenden Erlöse erwartet:** Die steigende Bedeutung des Sale-and-Lease-back“-Geschäftsmodells führt langfristig zu einem steigenden Anteil der wiederkehrenden Erlöse. Diese sind allerdings mit Leasingaufwendungen verbunden, die Vectron Systems seinerseits an Leasinggeber entrichten muss. Insofern ist nur das Delta zwischen Leasingeinnahmen und -ausgaben für eine Bewertung der Leasingaktivitäten relevant. In Verbindung mit den zu entrichtenden Vertriebsaufwendungen sind Erträge und Cashflows dieses Geschäftsmodells auf absehbare Zeit nach unserer Einschätzung negativ.
- ⑤ **Mögliche Vorteile der Börsennotierung:** Als börsennotiertes Unternehmen kann Vectron Systems nach unserer Einschätzung auf größere finanzielle Ressourcen zurückgreifen als andere, nicht börsennotierte mittelständische Wettbewerber.

Wir haben die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Vectron Systems identifiziert:

Schwächen

- ⑤ **Mangelnde Profitabilität:** Seit dem Geschäftsjahr 2017 hat Vectron Systems erhebliche Verluste erwirtschaftet und wird voraussichtlich auch in diesem Jahr unprofitabel sein. Die dadurch entstandenen Liquiditätslücken mussten nicht zuletzt durch mehrere Kapitalerhöhungen geschlossen werden.
- ⑤ **Regelmäßige Gewinnwarnungen:** In den letzten Jahren konnten die ausgegebenen, durchweg ausgesprochen ambitionierten Finanzziele mit zum Teil dramatischen Abweichungen nicht erreicht werden – wofür vom Vorstand stets unterschiedliche Ursachen angegeben wurden. Vor dem Hintergrund einer

offensichtlich nur schwer einzuschätzenden Marktentwicklung sind unsere kurz- und mittelfristigen Finanzprognosen mit Unsicherheit verbunden.

- ⑤ **Produkte in wettbewerbsintensiver Branche:** Nach unserer Einschätzung weisen die von Vectron Systems angebotenen Hardware-Produkte keine Alleinstellungsmerkmale (mehr) auf. Angebote von Newcomern sind den von Vectron Systems angebotenen Kassenslösungen nach unserer Einschätzung designtechnisch weit überlegen und werden von diesen – zum Teil unterstützt durch Private Equity-Investoren – auch preislich zu deutlich attraktiveren Konditionen angeboten. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass einige der (nicht-börsennotierten) Wettbewerber, unterstützt von strategischen Investoren, bereit sind, Marktanteile durch Inkaufnahme einer Verlustphase hinzuzugewinnen.
- ⑤ **Kein vollumfängliches technisches Angebot:** Vectron Systems ist bei seinem Tablet-Angebot (Posmatic) nach eigenen Angaben auf die Produkte von Apple beschränkt. Zwar ist Apple mit einem Marktanteil von 34,6% (2019, Quelle IDC) der führende Anbieter auf dem Tablet-Markt, rund zwei Drittel des Tablet-Marktes können von Vectron Systems damit aber nicht adressiert werden.
- ⑤ **Langsame Entscheidungsprozesse:** Nach unserer Einschätzung sind die Entscheidungsprozesse bei Vectron Systems zu langwierig, insbesondere für ein Unternehmen, das sich in einem Markt bewegt, der in kurzer Zeit starken Veränderungen unterworfen ist. Hinweise für diese Einschätzung finden sich auch in den Aussagen der Gesellschaft selbst, wenn etwa bonVito auf seiner Homepage damit kokettiert, dass die „Grundidee zu bonVito bereits 2002 [...] entstanden“ ist, da aber „Visionen Zeit brauchen“, es weitere „rund zehn Jahre dauerte“, bis das Produkt zur Marktreife gebracht wurde. Dass Vectron Systems auch zu langsam auf Smartgeräte-basierte Wettbewerbsprodukte reagiert hat, wird für das Unternehmen nach unserer Einschätzung gravierende Folgen haben.
- ⑤ **Fehler in den vom Wirtschaftsprüfer unterzeichneten Jahresabschlüssen:** In den von einem regional tätigen Wirtschaftsprüfer aufgestellten Jahresabschlüssen für Vectron Systems bzw. deren veröffentlichungspflichtigen Tochtergesellschaft bonVito findet sich eine bemerkenswerte Häufung von Fehlern und Ungenauigkeiten. Diese sind nicht allein auf fehlerhafte Begrifflichkeiten beschränkt, sondern finden sich auch im Finanzteil der Jahresabschlüsse. Zwei Beispiele hierfür sind die im Handelsregister hochgeladenen Jahresabschlüsse der bonVito GmbH für die Geschäftsjahre 2016 und 2017, in denen ein fehlerhafter Bilanzverlust (Jahresabschluss 2016) bzw. falsche Jahreszahlen (Jahresabschluss 2017) angegeben wurden.
- ⑤ **Ex-Vorstand nun beim Wettbewerber:** Herr Oliver Kaltner, der Anfang 2018 zum Vorstandsvorsitzenden der Gesellschaft ernannt worden war, ist nach wenigen Monaten Amtszeit überraschend wieder ausgeschieden. Als Ursache genannt wurden unterschiedliche Vorstellungen über die angemessene Umsetzung der Digitalstrategie, vor allem in Bezug auf die zukünftige Rolle des Fachhandelsvertriebs. Weil es aber der Aufsichtsrat offenbar versäumt hat, in dessen Arbeitsvertrag ein Wettbewerbsverbot aufzunehmen, konnte Herr Kaltner bereits nach kurzer Zeit ein Aufsichtsratsmandat beim unmittelbaren Wettbewerber Orderbird annehmen. Aus unserer Sicht kann nicht ausgeschlossen werden, dass Herr Kaltner seine Betriebskenntnisse dem Wettbewerber weitergibt.
- ⑤ **Hohe Wechselkursabhängigkeit:** Für ein überwiegend im deutschsprachigen Raum tätiges Unternehmen weist Vectron Systems dennoch eine vergleichsweise

hohe Abhängigkeit von Wechselkursen auf. Diese ergeben sich aus einem hohen Fremdwährungsanteil des Wareneinkaufs, der in den vergangenen Jahren bei bis zu 47% (2017) lag.

- Ⓢ **Hohe Volatilität der Aktie:** Getrieben von ambitionierten Vorstandsankündigungen, die – zumindest in den letzten Jahren – regelmäßig nicht eingehalten wurden, ist die Vectron Systems-Aktie ein hochvolatiles Wertpapier.

Nachstehende Chancen betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Vectron Systems tätig ist:

Chancen

- Ⓢ **Sonderkonjunktur aus Fiskalisierung:** Vectron Systems profitiert aktuell von der Sonderkonjunktur der regulatorischen Änderungen in Deutschland („Fiskalisierung“), wonach seit Jahresbeginn nur noch Kassensysteme verwendet werden dürfen, die TSE-zertifiziert sind. In Österreich, wo eine vergleichbare Zertifizierung bereits im Jahr 2016 eingeführt wurde, kam es zu einem signifikanten Nachfrageschub nach Kassensystemen.
- Ⓢ **Verschiebung zu günstigen Smartgeräte-Lösungen:** Als traditioneller, vertikal integrierter Hardware-Anbieter mit führender Marktstellung könnte Vectron Systems vom allgemeinen Markttrend hin zu Smartgeräte-Lösungen in Verbindung mit einfachen Kartenlesegeräten profitieren.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Vectron Systems tätig ist:

Risiken

- Ⓢ Aufgrund des bundesweiten **COVID-19-Lockdowns**, in dem derzeit Gaststättenbesuche behördlich bis auf weiteres untersagt sind, dürfte es in den kommenden Monaten zu zahlreichen (aktuell behördlich ausgesetzten) Insolvenzen kommen. Nach Informationen des Statistischen Bundesamtes lagen die Umsätze im Gaststättengewerbe (ohne Caterer) im Zeitraum von März bis August 2020 real um -40,5 % unter dem des Vorjahreszeitraums. Nach einer Analyse der Auskunftei Crif Bürgel drohen 14,5% der befragten Restaurants, Cafés und Bars in Deutschland eine Insolvenz (Stand November 2020).

# Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

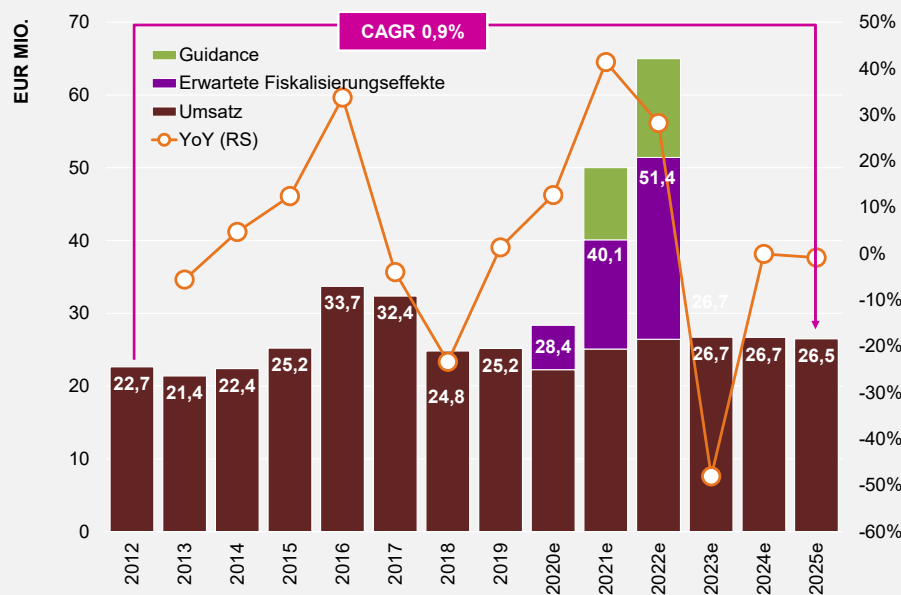
Vectron Systems generiert zum überwiegenden Teil Umsätze aus dem Verkauf von Kassensystemen. Miet- oder transaktionsabhängige Erlöse spielen demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle. Nach unseren Schätzungen dürfte Vectron Systems in diesem Jahr Umsätze in Höhe von EUR 28,4 Mio. (+12,7% YoY) erwirtschaftet haben. Für das vierte Quartal entspricht dies einem Anstieg von 6,4%, was angesichts der vom Vorstand jahrelang formulierten und für dieses Jahr erwarteten Sonderkonjunktur als Enttäuschung aufgefasst werden könnte. Für das operative Ergebnis (EBIT) rechnen wir mit einem Verlust von EUR -1,1 Mio. Bedingt durch die nachlaufende Vereinnahmung von Zusatzeinnahmen aus der Kassensicherungsverordnung rechnen wir für die kommenden beiden Jahre in dem von uns unterstellten Best-Case-Szenario mit einem Anstieg der Umsätze bis auf EUR 51,4 Mio. und einem operativen Ergebnis (EBIT) von EUR 7,1 Mio., die wir gleichzeitig als Peak-Earnings einstufen. Für die nachfolgenden Jahre rechnen wir mit einem Rückfall auf Umsatzniveaus, wie wir sie in den vergangenen drei Jahren ohne Sonderkonjunktur erlebt haben.

### Für 2022e rechnen wir spätestens mit dem Erreichen der Umsatzspitze

Wir haben für Vectron Systems ein Best-Case-Szenario aufgestellt, in dem wir davon ausgehen, dass das Unternehmen tatsächlich von der regulatorisch ausgelösten Sonderkonjunktur profitieren wird – allerdings in weitaus geringerem Maße, als wie dies vom Vorstand selbst in den letzten, bereits deutlich reduzierten Umsatzprognosen vorausgesagt wurde. Per Saldo rechnen wir bis 2022e mit einem Anstieg der Umsätze auf EUR 51,4 Mio. (CAGR 2019-22e 26,9%), deutlich unter den letzten beiden, vom Vorstand parallel ausgesprochenen Umsatzerwartungen von EUR 65,0 bzw. 64,1 Mio., deren Erreichen wir im aktuellen wettbewerblichen Umfeld und dem pandemiegeprägten Umfeld im Gastronomiebereich für ausgeschlossen halten.

Wir haben unserem Finanzmodell ein Best-Case-Szenario zugrunde gelegt. Dennoch liegen unsere Prognosen deutlich unter der Guidance des Vorstands.

ABBILDUNG 25: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUMSRATE, 2012-2025E



Wir gehen davon aus, dass Vectron Systems in den kommenden Jahren seine Geschäftstätigkeit aufgrund der aktuellen Sonderkonjunktur aus der Einführung der Kassensicherungsverordnung deutlich erweitern wird, dann jedoch sukzessive wieder auf das Umsatzniveau der letzten Jahre zurückfallen wird. In unserer Prognose rechnen wir damit, dass Vectron Systems bis 2025e, in dem das Ende unserer Detailplanungsphase markiert wird, Erlöse von EUR 26,5 Mio. erwirtschaften wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Konzernerlöse für den Zeitraum 2012-2025e von 0,9%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

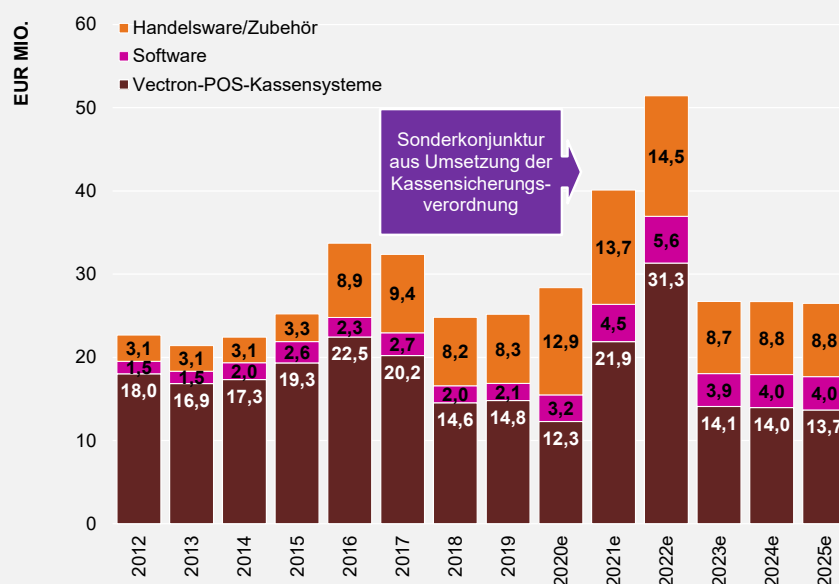
### Begründung für unsere Umsatzprognose

Von den Auswirkungen der Pandemie sichtbar betroffen war Vectron Systems im ersten Halbjahr 2020 nur auf den europäischen Auslandsmärkten, wo die Erlöse um -45,6% einbrachen. Im Inland kam es im ersten Halbjahr 2020 dagegen zu einem Umsatzanstieg von 21,1% auf EUR 11,0 Mio. von EUR 9,1 Mio. in H1/2019. Wenn wir unterstellen, dass dieser auf die Effekte der Fiskalisierung zurückzuführen war und sich die Inlandsumsätze ohne Fiskalisierung ähnlich den Auslandsmärkten entwickelt hätten, dann kann man die Umsatzauswirkung der Fiskalisierung im ersten Halbjahr 2020 auf etwa EUR 6,1 Mio. beziffern. Wenn wir ferner unterstellen, dass Vectron Systems im ersten Halbjahr 15% bis 20% der Kassensysteme umgestellt hat, dann beläuft sich das noch verbleibende Umstellungsvolumen auf rund EUR 30 bis 40 Mio., das wir im Einklang mit der Einschätzung des Vorstands über die kommenden zwei Jahre verteilt haben.

### Umsatz nach Segmenten

Vectron Systems untergliedert seine Erlöse in die Produktsegmente POS-Kassensysteme (bestehend aus einer Kombination von Hard- und Software), Software (worunter Vectron Systems PC-basierte Kassen- und Backoffice-Software versteht) und Handelsware/Zubehör.

ABBILDUNG 26: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2012-2025E



Für das Jahr 2020e rechnen wir mit Erlösen aus POS-Kassensystemen in Höhe von EUR 12,3 Mio. Handelsware wird nach unseren Prognosen für Erlöse in Höhe von EUR 12,9 Mio. und Softwareprodukte für Erlöse in Höhe von EUR 3,2 Mio. verantwortlich sein.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Sinkende Bedeutung der Kassensysteme

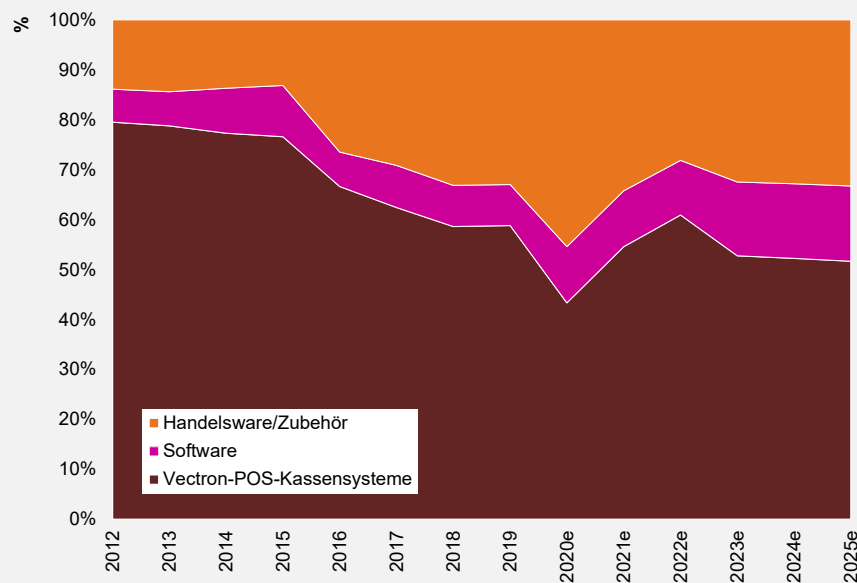
Was bei der Betrachtung der Absolutzahlen nicht unmittelbar auffällt ist, wie deutlich – und nahezu kontinuierlich – der Anteil der hochmargigen Kassensysteme in den letzten acht Jahren zurückgegangen ist. Zum ersten Halbjahr 2020, als Vectron Systems Angabe gemäß von der Sonderkonjunktur bei Kassensystemen profitieren konnte, wurden

Zwischen 2012 und H1/2020 hat sich der Anteil der Erlöse, der mit Kassensystemen erwirtschaftet wurde, von 79,5% auf 39,4% mehr als halbiert.

mit EUR 5,0 Mio. nur noch rund 39,4% der Gesamtumsätze mit Kassensystemen, dem eigentlichen Kerngeschäft des Unternehmens, erzielt.

Die verbleibende Lücke von EUR 7,6 Mio. (und damit 60,6% der Gesamterlöse) wurde zum Halbjahr durch selbst entwickelte Software (Netzwerkkommunikation, Erweiterungslicenzen) und Internet-basierte Services sowie Handelsware und Dienstleistungen geschlossen. Insbesondere die typischerweise niedrigmargigen Handelswaren, wo Vectron Systems vor allem Peripheriegeräte (Drucker, Scanner, Kassenschubladen etc.) und die damit verbundenen Dienstleistungen anbietet, scheinen für das Unternehmen eine immer bedeutendere Rolle zu spielen. Ausgehend von EUR 3,1 Mio. bzw. 13,9% der Gesamtumsätze im Jahr 2012 wurden zum ersten Halbjahr 2020 Handelswaren in Höhe von EUR 5,9 Mio. bzw. 46,9% der Gesamterlöse abgesetzt. Der Bereich, der laut Vectron Systems das Gesamtangebot lediglich abrunden soll, war damit für den Geschäftserfolg von Vectron Systems erstmals bedeutender als der Verkauf von Kassensystemen selbst.

ABBILDUNG 27: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2012-20205E



Der Trend ist eindeutig: In den vergangenen acht Jahren ist der Anteil der niedrigmargigen Handelswaren am Gesamtumsatz immer weiter angestiegen. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend nach Abflauen der „Sonderkonjunktur“ in den Jahren 2023-25e wieder einsetzen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Durchschnittlicher Personalaufwand von unter kEUR 50**

Seit 2015 hat Vectron Systems die Anzahl der Mitarbeiter signifikant ausgeweitet. Waren 2015 noch 138 Mitarbeiter beschäftigt, lag diese Zahl zum Halbjahr bei 188 (36,3%). Nach Angaben des Unternehmens entfiel der Mitarbeiteraufbau im Wesentlichen auf den Bereich Produktentwicklung und -management und auf sonstige – nicht näher spezifizierte – Bereiche. Vor diesem Hintergrund ist es aus unserer Sicht bemerkenswert, dass Vectron Systems im laufenden Jahr durchschnittliche Lohnaufwendungen von weniger als kEUR 50 je Mitarbeiter aufweisen wird.

Aufgrund eines stetigen Mitarbeiteraufbaus hat sich der Fixkostenblock von Vectron Systems in den letzten beiden Jahren deutlich erhöht. Es bleibt abzuwarten, wie es dem Vorstand gelingen wird, diesen nach Abflauen der Sonderkonjunktur wieder auf das vorherige Normalniveau zurückzuführen. Abfindungszahlungen, die auf das Unternehmen gegebenenfalls zukommen, haben wir in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.

Rechnet man die Halbjahreszahlen auf das Gesamtjahr hoch, dann dürften die Personalaufwendungen im laufenden Geschäftsjahr 2020e bei rund EUR -9,1 Mio. liegen.



Die Personalaufwandsquote bezogen auf die Gesamtleistung liegt damit bei 31,6% – ein angesichts der niedrigen Fertigungstiefe und eines größtenteils outgesourceten Vertriebs aus unserer Sicht bemerkenswert hohes Niveau. Damit stellt die Entwicklung der Personalaufwendungen und insbesondere der Personalaufwandsquote eine erhebliche Belastung für das Geschäftsmodell dar und schränkt die Möglichkeiten, auf Änderungen des Marktumfelds zu reagieren, aus unserer Sicht erheblich ein.

TABELLE 20: MITARBEITERZAHL UND PERSONALAUFWAND, 2014-2023E

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Anzahl Mitarbeiter</b>		131	138	167	180	183	187	188	188	193	143
<b>Personalaufwand</b>	<b>EUR Mio.</b>	-6,3	-7,0	-8,6	-9,7	-10,2	-9,3	-9,1	-9,5	-10,1	-7,4
Löhne und Gehälter	EUR Mio.	-5,4	-5,9	-7,2	-8,3	-8,7	-7,8	-7,7	-8,0	-8,5	-6,2
Sozialabgaben	EUR Mio.	-1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,1
in % der Gesamtleistung	%	-26,9%	-26,0%	-25,2%	-28,9%	-40,0%	-36,4%	-31,6%	-23,5%	-19,4%	-27,2%
<b>Personalaufwand je Mitarbeiter*</b>	<b>kEUR</b>	<b>48,9</b>	<b>52,2</b>	<b>56,5</b>	<b>56,0</b>	<b>56,2</b>	<b>50,3</b>	<b>48,3</b>	<b>50,6</b>	<b>52,8</b>	<b>43,9</b>

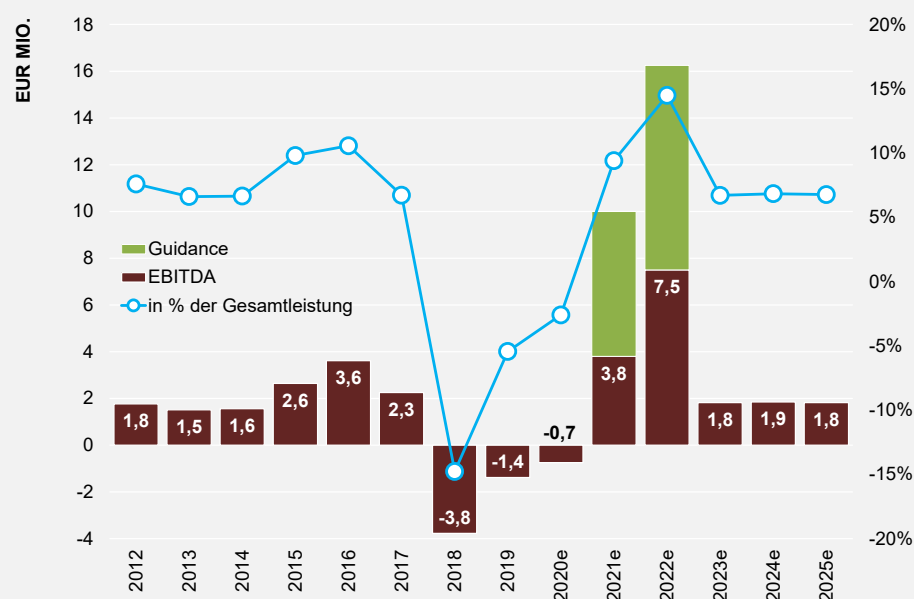
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

\*Jahresdurchschnittswerte

### Sonstige betriebliche Erträge

Die sonstigen betrieblichen Erträge setzen sich zum überwiegenden Teil aus Personaldienstleistungen und Vertriebs- und Verwaltungstätigkeiten für die Tochtergesellschaft bonVito GmbH zusammen – die nicht konsolidiert wird.

ABBILDUNG 28: EBITDA UND EBITDA-MARGE, 2012-20205E



Grundsätzlich gehen wir – im Einklang mit dem Vorstand – davon aus, dass Vectron Systems in den kommenden beiden Jahren das EBITDA deutlich verbessern wird, jedoch bei weitem nicht in dem Maße, wie vom Vorstand prognostiziert. Nach dem Ausklingen der Sonderkonjunktur halten wir auch weitere Verluste auf EBITDA-Ebene für wahrscheinlich.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Im kommenden Jahr wieder mit positivem EBITDA**

Basierend auf dem vorgestellten Neunmonatsverlust in Höhe von EUR -1,1 Mio. rechnen wir für das Gesamtjahr 2020e trotz eines vom Vorstand auf dem Deutschen Eigenkapitalforum im November 2020 in Aussicht gestellten positiven EBITDAs mit einem unverändert deutlich negativen EBITDA (Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen) in Höhe von EUR -0,7 Mio. (Vorjahr: EUR -1,4 Mio.). Der Quotient aus EBITDA und Gesamtleistung liegt damit bei -2,6% (Vorjahr: -5,4%). Damit dürfte Vectron Systems zum dritten Mal in Folge einen Verlust auf EBITDA-Ebene erwirtschaftet haben.

Vectron Systems wird nach unserer Einschätzung in diesem Jahr das auf dem Deutschen Eigenkapitalforum in Aussicht gestellte positive EBITDA verfehlen.

Die Ertragslage hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verschlechtert: Lag die EBITDA-Marge im Zeitraum 2012 bis 2017 noch bei durchschnittlich 5,7%, hat sie sich in den vergangenen drei Jahren auf Werte zwischen -2,6% (2020e) und -14,8% (2018) verschlechtert. Zum Halbjahr 2020e lag die EBITDA-Marge bei -13,7%.

**Parallele Entwicklung von EBITDA und EBIT**

Angesichts von uns im Zeitablauf nahezu gleichbleibend erwarteter Abschreibungen für Sachanlagen ergibt sich beim operativen Ergebnis (EBIT) eine nahezu parallele Entwicklung zum EBITDA.

TABELLE 21: EBITDA UND EBIT, 2014-2023E

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>1,8</b>
YoY	%	3,1%	69,3%	36,7%	-37,5%	n/a	-63,2%	-46,4%	n/a	97,2%	-75,8%
in % der Gesamtleistung	%	6,6%	9,8%	10,6%	6,7%	-14,8%	-5,4%	-2,6%	9,4%	14,5%	6,7%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,5</b>
YoY	%	6,3%	102,4%	49,3%	-43,4%	n/a	-67,4%	-37,1%	n/a	107,3%	-79,6%
YoY	EUR Mio.	0,1	1,0	1,0	-1,3	-7,2	3,7	0,7	4,6	3,7	-5,7
in % der Gesamtleistung	%	4,3%	7,7%	9,0%	5,2%	-21,4%	-7,0%	-3,9%	8,5%	13,8%	5,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Neunmonatszahlen 2020 im Überblick**

Zum dritten Quartal 2020 hat Vectron Systems in einem nicht-testierten Zwischenbericht einen Umsatzanstieg um 38,8% auf EUR 7,6 Mio. bekannt gegeben. Das EBITDA lag im dritten Quartal bei EUR 0,632 Mio. (Q3/2019: EUR -0,576 Mio.). Bezogen auf die ersten neun Monate konnten damit die Erlöse um 15,4% auf EUR 20,2 Mio. und der Verlust auf EBITDA-Ebene auf EUR -1,1 Mio. von EUR -1,6 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum verbessert werden.

Auslöser des Umsatzanstiegs war Angaben gemäß ausschließlich der Inlandsmarkt, da alle Auslandsmärkte COVID-19-bedingt jeweils deutlich unter ihren Vorjahreswerten lagen.

TABELLE 22: NEUNMONATSAHLEN IM ÜBERBLICK

		9M/2020	9M/2019	Δ
Umsatz	EUR Mio.	20,2	17,5	15,4%
EBITDA	EUR Mio.	-1,1	-1,6	31,3%
in % der Umsätze	%	-5,4%	-9,1%	+370bps

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Das obere Ende der Guidance 2020e ist aus unserer Sicht nicht erreichbar

Nach Ansicht des Managements wird Vectron Systems von der Sonderkonjunktur bedingt durch die gesetzlichen Vorgaben weit über den gesetzlichen Stichtag hinaus profitieren. Nach neun Monaten wurde vom Vorstand demgemäß auch die zuletzt im August 2020 abgegebene Mittelfristplanung bekräftigt, wonach für das laufende Jahr mit Umsätzen zwischen EUR 25 und 29 Mio. und einem EBITDA zwischen EUR -2,0 und EUR 0,25 Mio. gerechnet wird. Präzisiert wurde diese Guidance im Übrigen in der auf dem Deutschen Eigenkapitalforum verteilten Unternehmenspräsentation, in der mit einem „positiven EBITDA ab 2020“ gerechnet wird.

Es besteht aus unserer Sicht die Gefahr, dass die auf dem Eigenkapitalforum präzisierte Ertrags-Guidance des Vorstands verfehlt wird.

Nach neun Monaten lagen die Erlöse bei EUR 20,2 Mio. (Vorjahr EUR 17,5 Mio.). Um die vom Vorstand ausgegebenen Vorgaben zu erreichen, müssten im vierten Quartal 2020e Erlöse zwischen EUR 4,8 und 8,8 Mio. (Vorjahr: EUR 7,7 Mio.) erreicht werden. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal entspricht dies einer Umsatzveränderung zwischen -37,4% und 14,8% – was zumindest bezogen auf das untere Ende der Bandbreite aus unserer Sicht nicht dem entspricht, was der Vorstand in der Neunmonatsmitteilung noch als sehr optimistische Entwicklung bezeichnet hat.

### Vorstand prognostiziert bis 2022e eine Umsatzverdoppelung

Für 2021e rechnet der Vorstand mit weiteren Auswirkungen aus der sogenannten „Fiskalisierung“, woraus er eine Umsatz- und EBITDA-Guidance von EUR 50 Mio. bzw. EUR 10,0 Mio. ableitet. Die Management-Guidance für 2022e sieht eine neuerliche Umsatz- und Ergebnissteigerung auf dann EUR 65,0 Mio. und EUR 16,25 Mio. vor, die sich zum Teil aus höheren Digitalerträgen speist. Gegenüber den avisierten Erlösen des laufenden Jahres von maximal EUR 29,0 Mio. entspricht dies einer Umsatzverdoppelung innerhalb von zwei Jahren – eine Prognose, die wir vor dem Hintergrund des wettbewerblichen Umfeldes und unserer eigenen, oben abgeleiteten Umsatzeffekte der Fiskalisierung von EUR 30 bis 40 Mio. für nicht erreichbar halten.

Angesichts der zahlreichen Gewinnwarnungen der letzten Jahre stellt sich aus unserer Sicht die Frage, ob der Vorstand bewusst Prognosen in Aussicht stellt, die geeignet sind, die Anforderungen des Kapitalmarktes an ein vermeintliches Wachstumsunternehmen zu befriedigen, nur um für deren Verfehlung unvorhersehbare Ereignisse verantwortlich zu machen.

TABELLE 23: MANAGEMENT-GUIDANCE

		2020e		2021e		2022e	
		Guidance	Sphene Capital	Guidance	Sphene Capital	Guidance	Sphene Capital
Umsatz	EUR Mio.	25,0 bis 29,0	28,4	50,0	40,1	65,0	51,4
EBITDA	EUR Mio.	-2,00 bis +0,25	-0,7	~10,00	3,8	16,25	7,5
EBITDA-Marge	%	-6,9% bis 1,0%	-2,6%	~20,0%	9,4%	25,0%	14,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auf absehbare Zeit keine Ertragssteuerzahlungen**

Die Ertragssteuerzahlungen des Unternehmens dürften in den kommenden Jahren infolge der bestehenden körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge vernachlässigbar sein. Wir gehen davon aus, dass Vectron Systems bis zum Jahr 2026e lediglich Mindeststeuerzahlungen zu leisten haben wird.

**Auch auf Nachsteuerebene profitabel**

Für das laufende Jahr 2020e rechnen wir mit einem Vor- und Nachsteuerverlust von EUR -1,2 Mio. (2019: EUR -1,4 Mio.). Im kommenden und dem darauffolgenden Jahr rechnen wir mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung auf dann EUR 3,4 Mio. und EUR 7,0 Mio. Im Zeitraum 2023e bis 2025e, nach dem Abflauen der Sonderkonjunktur, erwarten wir, nicht zuletzt aufgrund des zwischenzeitlich aufgebauten Fixkostenblocks, einen deutlichen Ergebnisrückgang.

**Potenzielles Abschreibungsrisiko auf Anlagen**

Vectron Systems hat in den vergangenen Jahren die nicht direkt verkauften, sondern im Sale-and-Lease-Back abgesetzten Kassensysteme aktiviert. In der Bilanz ist dies aus der Entwicklung der Bilanzposition „Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung“ ersichtlich, die sich im H1/2020 auf rund EUR 0,9 Mio. erhöht hat (12/2019: EUR 0,3 Mio.). Bei einem insolvenzbedingten Ausfall von Gastronomiekunden ergeben sich aus unserer Sicht Abschreibungsrisiken. Aufgrund der derzeitigen Möglichkeit, Insolvenzanträge auszusetzen, werden diese allerdings frühestens im kommenden Geschäftsjahr materialisiert werden.

Aus der Aktivierung von nicht verkauften Kassensystemen könnten sich Abschreibungsrisiken ergeben.

TABELLE 24: ANDERE ANLAGEN, BETRIEBS- UND GESCHÄFTSAUSSTATTUNG, 2014-2023E

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Andere Anlagen, BGA	EUR Mio.	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	1,0	1,1	1,2	1,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Wir rechnen bis 2025e nicht mit Dividendenzahlungen**

Wir gehen davon aus, dass Vectron Systems bis zum Ende unseres Detailplanungshorizonts im Jahr 2025e keine Dividenden ausschütten wird.

Keine Dividende bis zum Ende unseres Detailplanungszeitraums 2025e

**Hohe Investitionen in Working Capital**

In den vergangenen Jahren ist der Bestand an Working Capital deutlich angestiegen. Zwischen 2014 und H1/2020 hat sich das Working Capital auf EUR 11,0 Mio. von EUR 4,9 Mio. mehr als verdoppelt. Die Working Capital-Intensität, mit der die erforderlichen Liquiditätsabflüsse in Working Capital je abgesetzter Produkteinheit gemessen werden, ist dementsprechend in den vergangenen Jahren deutlich angestiegen.

Die DIO sind in den vergangenen Jahren stetig angestiegen, von 99 Tagen im Jahr 2012 auf über 200 Tage (2020e).

**TABELLE 25: WORKING CAPITAL, 2014-2023E**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Vorräte	EUR Mio.	2,9	3,8	4,8	7,6	5,8	5,0	6,9	9,2	13,9	8,1
Forderungen (L+L)	EUR Mio.	2,9	3,4	4,9	3,3	2,3	5,0	5,1	8,1	11,6	6,0
Verbindlichkeiten aus L.L	EUR Mio.	-0,9	-1,5	-1,5	-1,4	-0,6	-0,9	-1,4	-2,2	-3,2	-1,7
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Working Capital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>9,5</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>10,6</b>	<b>15,1</b>	<b>22,3</b>	<b>12,4</b>
Änderung des Working Capital	EUR Mio.	-0,1	0,8	2,5	1,3	-2,0	1,6	1,5	4,5	7,3	-9,9
Änderung des Working Capital	%	-2,2%	16,9%	43,3%	15,3%	-21,1%	21,0%	17,1%	42,2%	48,2%	-44,3%
WC-Intensität	x	4,8	2,6	2,3	5,1	n/a	n/a	n/a	3,7	2,6	11,9
WC-Turnover	x	4,5	4,7	4,8	3,7	2,9	3,0	2,9	3,1	2,8	1,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,7</b>	<b>21,4</b>	<b>22,4</b>	<b>25,2</b>	<b>33,7</b>	<b>32,4</b>	<b>24,8</b>
YoY	%	0,7%	-5,6%	4,7%	12,5%	33,7%	-4,0%	-23,3%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,6	0,2
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,6	1,5	0,9	1,7	0,4	0,6	0,5
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>23,3</b>	<b>22,9</b>	<b>23,5</b>	<b>27,0</b>	<b>34,2</b>	<b>33,6</b>	<b>25,5</b>
YoY	%	1,7%	-1,5%	2,5%	14,7%	26,8%	-1,8%	-24,0%
Materialaufwand	EUR Mio.	-9,7	-9,8	-10,0	-10,5	-15,4	-14,6	-11,7
in % der Gesamtleistung	%	-41,8%	-42,6%	-42,7%	-39,1%	-45,0%	-43,6%	-45,9%
<b>Rohrertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>	<b>16,4</b>	<b>18,8</b>	<b>18,9</b>	<b>13,8</b>
YoY	%	0,0%	-3,0%	2,4%	22,0%	14,6%	0,7%	n/a
in % der Gesamtleistung	%	58,2%	57,4%	57,3%	60,9%	55,0%	56,4%	54,1%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,7	-5,9	-6,3	-7,0	-8,6	-9,7	-10,2
in % der Gesamtleistung	%	-24,5%	-25,9%	-26,9%	-26,0%	-25,2%	-28,9%	-40,0%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-6,1	-5,7	-5,6	-6,8	-6,6	-7,0	-7,4
in % der Gesamtleistung	%	-26,2%	-24,8%	-23,7%	-25,0%	-19,2%	-20,7%	-28,9%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-3,8</b>
YoY	%	-11,0%	-14,3%	3,1%	69,3%	36,7%	-37,5%	-267,0%
in % der Gesamtleistung	%	7,6%	6,6%	6,6%	9,8%	10,6%	6,7%	-14,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-1,7
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,4</b>
YoY	%	35,4%	9,3%	6,3%	102,4%	49,3%	-43,4%	-411,9%
YoY	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	1,0	1,0	-1,3	-7,2
in % der Gesamtleistung	%	3,8%	4,2%	4,3%	7,7%	9,0%	5,2%	-21,4%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,6</b>
in % der Gesamtleistung	%	4,2%	4,5%	4,6%	7,7%	8,7%	4,9%	-22,0%
Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	-0,6	1,7
in % des EBT	%	-22,0%	-28,4%	-29,7%	-31,4%	-33,6%	-35,0%	-31,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-3,9</b>
in % der Gesamtleistung	%	3,2%	3,2%	3,2%	5,3%	5,7%	3,2%	-15,2%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-3,9</b>
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6
davon Stammaktien	Mio.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6
<b>EPS (basic)</b>	<b>EUR</b>	<b>0,21</b>	<b>0,25</b>	<b>0,35</b>	<b>0,79</b>	<b>1,19</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,59</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>0,21</b>	<b>0,25</b>	<b>0,35</b>	<b>0,79</b>	<b>1,19</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,59</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Gewinn- und Verlustrechnung, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Erlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,2</b>	<b>28,4</b>	<b>40,1</b>	<b>51,4</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,5</b>
YoY	%	1,4%	12,7%	41,4%	28,2%	-48,0%	-0,1%	-0,8%
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betrieblichen Erträge	EUR Mio.	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,5</b>	<b>28,7</b>	<b>40,5</b>	<b>51,8</b>	<b>27,1</b>	<b>27,1</b>	<b>26,9</b>
YoY	%	0,1%	12,3%	41,1%	28,0%	-47,7%	0,0%	-0,7%
Materialaufwand	EUR Mio.	-10,7	-11,5	-16,2	-20,8	-11,0	-11,1	-11,1
in % der Gesamtleistung	%	-41,8%	-40,3%	-40,2%	-40,2%	-40,5%	-40,9%	-41,3%
<b>Rohertrag</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,9</b>	<b>17,1</b>	<b>24,2</b>	<b>31,0</b>	<b>16,1</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>
YoY	%	7,7%	15,2%	41,4%	27,9%	-47,9%	-0,7%	-1,4%
in % der Gesamtleistung	%	58,2%	59,7%	59,8%	59,8%	59,5%	59,1%	58,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-9,3	-9,1	-9,5	-10,1	-7,4	-7,3	-7,2
in % der Gesamtleistung	%	-36,4%	-31,6%	-23,5%	-19,4%	-27,2%	-26,9%	-26,9%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-7,0	-8,8	-10,9	-13,4	-6,9	-6,9	-6,7
in % der Gesamtleistung	%	-27,2%	-30,7%	-26,9%	-25,9%	-25,6%	-25,3%	-25,0%
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
YoY	%	-63,2%	-46,4%	-611,0%	97,2%	-75,8%	1,9%	-1,8%
in % der Gesamtleistung	%	-5,4%	-2,6%	9,4%	14,5%	6,7%	6,8%	6,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Amortisation	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
YoY	%	-67,4%	-37,1%	-407,8%	107,3%	-79,6%	2,4%	-2,2%
YoY	EUR Mio.	3,7	0,7	4,6	3,7	-5,7	0,0	0,0
in % der Gesamtleistung	%	-7,0%	-3,9%	8,5%	13,8%	5,4%	5,5%	5,4%
Ergebnis aus Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettofinanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A. o. Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
in % der Gesamtleistung	%	-7,6%	-4,2%	8,5%	13,8%	5,4%	5,5%	5,4%
Steuern	EUR Mio.	0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
in % des EBT	%	-28,9%	0,0%	0,0%	-2,4%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
in % der Gesamtleistung	%	-5,5%	-4,3%	8,5%	13,4%	3,8%	3,8%	3,8%
Aufgrund von EAV abzuführende Gewinne	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisanteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nachsteuerergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Anzahl der Aktien (basic)	Mio.	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
davon Stammaktien	Mio.	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
davon Vorzugsaktien	Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anzahl der Aktien (verwässert)	Mio.	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
<b>EPS (basic)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,43</b>	<b>0,87</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,43</b>	<b>0,87</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>	<b>0,13</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Umsatz nach Segmenten, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,7</b>	<b>21,4</b>	<b>22,4</b>	<b>25,2</b>	<b>33,7</b>	<b>32,4</b>	<b>24,8</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	EUR Mio.	18,0	16,9	17,3	19,3	22,5	20,2	14,6
Software	EUR Mio.	1,5	1,5	2,0	2,6	2,3	2,7	2,0
Handelsware/Zubehör	EUR Mio.	3,1	3,1	3,1	3,3	8,9	9,4	8,2
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>0,7%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>12,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-23,3%</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	%	-0,8%	-6,5%	2,8%	11,5%	16,3%	-10,0%	-28,0%
Software	%	-0,6%	-1,8%	37,5%	27,9%	-9,5%	16,8%	-24,9%
Handelsware/Zubehör	%	10,4%	-2,1%	-0,3%	8,0%	169,0%	5,8%	-12,8%
<b>in % der Umsätze</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	%	79,5%	78,8%	77,3%	76,6%	66,6%	62,4%	58,6%
Software	%	6,6%	6,8%	9,0%	10,2%	6,9%	8,4%	8,2%
Handelsware/Zubehör	%	13,9%	14,4%	13,7%	13,2%	26,5%	29,2%	33,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Umsatz nach Segmenten, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,2</b>	<b>28,4</b>	<b>40,1</b>	<b>51,4</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,5</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	EUR Mio.	14,8	12,3	21,9	31,3	14,1	14,0	13,7
Software	EUR Mio.	2,1	3,2	4,5	5,6	3,9	4,0	4,0
Handelsware/Zubehör	EUR Mio.	8,3	12,9	13,7	14,5	8,7	8,8	8,8
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>1,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>41,4%</b>	<b>28,2%</b>	<b>-48,0%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,8%</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	%	1,8%	-17,0%	78,1%	43,1%	-55,0%	-1,0%	-2,0%
Software	%	0,7%	55,1%	40,0%	26,0%	-30,0%	1,0%	0,5%
Handelsware/Zubehör	%	0,9%	55,1%	6,7%	5,3%	-40,0%	1,0%	0,5%
<b>in % der Umsätze</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Vectron-POS-Kassensysteme	%	58,8%	43,3%	54,6%	60,9%	52,8%	52,3%	51,6%
Software	%	8,2%	11,3%	11,1%	11,0%	14,8%	14,9%	15,1%
Handelsware/Zubehör	%	33,0%	45,4%	34,3%	28,1%	32,5%	32,8%	33,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Umsatz nach Regionen, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,7</b>	<b>21,4</b>	<b>22,4</b>	<b>25,2</b>	<b>33,7</b>	<b>32,4</b>	<b>24,8</b>
Deutschland	EUR Mio.	16,8	15,1	15,5	18,0	25,9	23,7	18,3
EU	EUR Mio.	5,4	5,6	6,4	6,6	7,4	8,2	6,2
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	EUR Mio.	0,5	0,8	0,5	0,6	0,5	0,5	0,3
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>33,7%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-23,3%</b>
Deutschland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	43,7%	-8,4%	-22,7%
EU	%	n/a	n/a	n/a	n/a	11,6%	11,3%	-24,9%
USA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rest der Welt	%	n/a	n/a	n/a	n/a	-20,9%	0,0%	-27,5%
<b>in % der Umsätze</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	74,1%	70,3%	69,2%	71,4%	76,7%	73,2%	73,8%
EU	%	23,6%	26,1%	28,5%	26,3%	21,9%	25,4%	24,9%
USA	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	%	2,3%	3,5%	2,3%	2,3%	1,4%	1,4%	1,3%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Umsatz nach Regionen, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>25,2</b>	<b>28,4</b>	<b>40,1</b>	<b>51,4</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,5</b>
Deutschland	EUR Mio.	19,7	24,6	35,3	45,2	20,3	20,1	19,8
EU	EUR Mio.	5,1	3,6	4,7	6,1	6,3	6,5	6,7
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	EUR Mio.	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>1,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>41,4%</b>	<b>28,2%</b>	<b>-48,0%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,8%</b>
Deutschland	%	7,8%	24,6%	43,5%	28,0%	-55,0%	-0,9%	-1,9%
EU	%	-17,3%	-29,8%	30,0%	31,3%	3,0%	2,9%	2,8%
USA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Rest der Welt	%	-6,2%	-50,1%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
<b>in % der Umsätze</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Deutschland	%	78,4%	86,8%	88,0%	87,9%	76,1%	75,4%	74,6%
EU	%	20,3%	12,7%	11,6%	11,9%	23,6%	24,3%	25,2%
USA	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	%	1,2%	0,6%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Aktiva), 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
<b>Sachanlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,9	0,7	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,0
<b>Beteiligungen/Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Beteiligungen	EUR Mio.	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	1,8	1,8
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>	<b>17,1</b>	<b>22,3</b>	<b>17,2</b>	<b>20,6</b>
Vorräte	EUR Mio.	2,7	2,9	2,9	3,8	4,8	7,6	5,8
DIO	d	99	107	103	130	111	187	179
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	3,4	3,1	2,9	3,4	4,9	3,3	2,3
DSO	d	55	52	46	49	52	37	33
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,4	0,5
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4
Liquide Mittel	EUR Mio.	4,7	4,1	5,1	9,5	11,7	5,5	11,6
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>	<b>19,4</b>	<b>24,6</b>	<b>21,5</b>	<b>24,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Aktiva), 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
Immaterielles Vermögen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Sachanlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>
Grundstücke	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Technische Anlagen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Andere Anlagen	EUR Mio.	0,3	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Beteiligungen/Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
Beteiligungen	EUR Mio.	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,8</b>	<b>23,1</b>	<b>27,3</b>	<b>35,3</b>	<b>34,8</b>	<b>35,9</b>	<b>37,0</b>
Vorräte	EUR Mio.	5,0	6,9	9,2	13,9	8,1	8,2	7,1
DIO	d	168	214	203	240	266	265	229
Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	5,0	5,1	8,1	11,6	6,0	6,2	6,3
DSO	d	72	65	73	82	81	83	85
Forderungen an Beteiligungen	EUR Mio.	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	EUR Mio.	0,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Liquide Mittel	EUR Mio.	11,3	9,5	8,8	8,5	19,4	20,3	22,3
davon verpfändet	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktive latente Steuern	EUR Mio.	2,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>31,0</b>	<b>39,1</b>	<b>38,7</b>	<b>39,9</b>	<b>41,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Passiva), 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>14,9</b>	<b>14,3</b>	<b>10,1</b>
Eigenkapitalquote	%	73,3%	73,0%	72,2%	39,8%	60,6%	66,8%	40,8%
Grundkapital	EUR Mio.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6
Kapitalrücklage	EUR Mio.	4,5	4,5	4,5	4,5	10,3	5,4	5,4
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	1,0	0,9	1,0	1,7	2,9	2,3	-1,9
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	3,0	2,8	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,7	0,7	0,9	2,0	3,2	1,7	1,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>5,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,000	0,000	0,842	0,842	1,053	0,842
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,6	1,0	0,9	1,5	1,5	1,4	0,6
DPO	d	10	17	14	21	16	16	9
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,3	0,4	0,5	2,9	0,6	0,2	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>10,4</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,0	0,000	0,000	2,948	2,105	1,263	10,421
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,7</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>	<b>19,4</b>	<b>24,6</b>	<b>21,5</b>	<b>24,9</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Bilanz (Passiva), 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,8</b>	<b>23,6</b>	<b>27,0</b>	<b>34,0</b>	<b>35,0</b>	<b>36,0</b>	<b>37,1</b>
Eigenkapitalquote	%	51,7%	88,5%	87,2%	87,0%	90,5%	90,4%	90,2%
Grundkapital	EUR Mio.	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kapitalrücklage	EUR Mio.	9,7	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzverlust/-gewinn	EUR Mio.	-3,3	-4,5	-1,0	5,9	6,9	8,0	9,0
Nicht gedecktes Eigenkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigene Anteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonderposten mit Rücklageanteil	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
Bankschulden	EUR Mio.	10,421	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	EUR Mio.	0,9	1,4	2,2	3,2	1,7	1,8	1,8
DPO	d	13	17	20	23	23	24	25
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Bankschulden	EUR Mio.	0,000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Genussrechtskapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stille Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>31,0</b>	<b>39,1</b>	<b>38,7</b>	<b>39,9</b>	<b>41,1</b>
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>17,6%</b>	<b>16,4%</b>	<b>17,2%</b>	<b>11,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>18,4%</b>	<b>10,3%</b>
Immaterielles Vermögen	%	3,7%	3,2%	4,1%	2,2%	1,3%	1,5%	0,8%
<b>Sachanlagevermögen</b>	%	<b>10,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>2,3%</b>
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Technische Anlagen	%	6,6%	5,3%	3,8%	2,7%	1,4%	1,1%	0,9%
Andere Anlagen	%	2,0%	1,7%	1,6%	1,3%	1,5%	1,7%	1,2%
Geleistete Anzahlungen	%	1,6%	2,5%	1,0%	0,2%	0,4%	5,7%	0,1%
<b>Beteiligungen/Finanzanlagen</b>	%	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,3%</b>
Beteiligungen	%	3,7%	3,8%	6,7%	4,6%	3,7%	8,4%	7,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>80,9%</b>	<b>82,0%</b>	<b>81,3%</b>	<b>87,9%</b>	<b>90,8%</b>	<b>80,1%</b>	<b>82,7%</b>
Vorräte	%	19,4%	22,0%	21,3%	19,6%	19,4%	35,4%	23,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	25,1%	23,4%	21,4%	17,6%	19,9%	15,3%	9,1%
Forderungen an Beteiligungen	%	1,5%	2,9%	0,4%	1,3%	2,8%	1,9%	2,1%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	0,5%	2,6%	0,3%	0,6%	1,1%	1,6%	1,7%
Liquide Mittel	%	34,3%	31,2%	37,9%	48,8%	47,5%	25,8%	46,5%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	1,0%	1,0%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	6,7%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,5%	0,6%	0,5%	0,3%	0,4%	1,0%	0,3%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



## Bilanz (Aktiva, normalisiert), 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>AKTIVA</b>								
<b>Langfristiges Vermögen</b>	%	<b>9,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>
Immaterielles Vermögen	%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
<b>Sachanlagevermögen</b>	%	<b>1,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,2%</b>
Grundstücke	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Technische Anlagen	%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%
Andere Anlagen	%	1,0%	3,7%	3,5%	3,1%	3,4%	3,5%	3,7%
Geleistete Anzahlungen	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Beteiligungen/Finanzanlagen</b>	%	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>
Beteiligungen	%	7,7%	7,7%	6,6%	5,3%	5,3%	5,1%	5,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	%	<b>81,7%</b>	<b>86,7%</b>	<b>88,2%</b>	<b>90,4%</b>	<b>90,0%</b>	<b>90,0%</b>	<b>90,0%</b>
Vorräte	%	18,6%	25,7%	29,6%	35,5%	21,0%	20,5%	17,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	%	18,8%	19,1%	26,1%	29,8%	15,5%	15,5%	15,3%
Forderungen an Beteiligungen	%	0,8%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen gegenüber nahestehenden Personen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	%	1,3%	4,8%	4,1%	3,3%	3,3%	3,2%	3,1%
Liquide Mittel	%	42,4%	35,7%	28,4%	21,7%	50,1%	50,8%	54,4%
davon verpfändet	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktive latente Steuern	%	8,1%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>73,3%</b>	<b>73,0%</b>	<b>72,2%</b>	<b>39,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>66,8%</b>	<b>40,8%</b>
Grundkapital	%	11,0%	11,3%	11,1%	7,7%	6,7%	30,8%	26,6%
Kapitalrücklage	%	32,9%	34,0%	33,3%	23,2%	41,8%	24,9%	21,5%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Bilanzverlust/-gewinn	%	7,0%	6,6%	7,1%	8,7%	11,8%	10,9%	-7,5%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	22,2%	20,8%	20,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	5,0%	5,0%	6,8%	10,1%	13,0%	7,7%	3,9%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>21,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,8%</b>	<b>27,2%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,4%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	3,4%	4,9%	3,4%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	14,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	4,4%	7,7%	6,4%	7,7%	5,9%	6,7%	2,4%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	2,1%	2,7%	3,4%	15,1%	2,4%	1,1%	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>22,9%</b>	<b>14,7%</b>	<b>12,9%</b>	<b>41,9%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	15,2%	8,6%	5,9%	41,9%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	11,3%	11,1%	7,7%	6,1%	7,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,5%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Bilanz (Passiva, normalisiert), 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>PASSIVA</b>								
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>51,7%</b>	<b>88,5%</b>	<b>87,2%</b>	<b>87,0%</b>	<b>90,5%</b>	<b>90,4%</b>	<b>90,2%</b>
Grundkapital	%	27,3%	30,1%	25,9%	20,6%	20,8%	20,2%	19,6%
Kapitalrücklage	%	36,5%	75,1%	64,6%	51,3%	51,8%	50,2%	48,8%
Währungsanpassungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzverlust/-gewinn	%	-12,2%	-16,8%	-3,4%	15,1%	17,9%	20,0%	21,9%
Nicht gedecktes Eigenkapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonderposten mit Rücklageanteil	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pensionsrückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	4,5%	5,1%	4,6%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>43,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>
Bankschulden	%	39,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferung & Leistungen	%	3,5%	5,1%	7,1%	8,3%	4,4%	4,5%	4,5%
Erhaltene Anzahlungen	%	1,3%	1,3%	1,2%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Bankschulden	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genussrechtskapital	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stille Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzsumme</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Jahresüberschuss	EUR Mio.	0,8	0,7	0,8	1,4	2,0	1,1	-3,9
Abschreibungen	EUR Mio.	0,9	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	1,7
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,2	-0,3	0,0	-0,9	-1,0	-2,8	1,8
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-0,6	0,3	0,2	-0,5	-1,5	1,6	1,0
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	-0,2	-0,4	0,6	-0,3	-0,6	0,2	-0,2
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,4
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,2	1,0	1,2	-1,5	-0,7
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,0	0,4	-0,2	0,6	0,0	0,0	-0,8
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,4	-1,1	-0,5	-2,9	2,5	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,3</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,5	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,9	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,9	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-1,5	-0,4
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,6</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	5,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	-4,9	0,0
Δ Genussrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	-0,3	0,0	-2,8	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	3,8	-0,8	-0,6	8,9
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genussrechtskapital (FK)	EUR Mio.	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,8	-0,1	2,2	-3,2	-1,6	-0,3
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>8,6</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-2,4	-0,6	1,0	4,3	2,2	-6,1	6,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	7,1	4,7	4,1	5,1	9,5	11,7	5,5
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>9,5</b>	<b>11,7</b>	<b>5,5</b>	<b>11,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Cashflow-Statement, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-1,4	-1,2	3,4	7,0	1,0	1,0	1,0
Abschreibungen	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ergebnis aus dem Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	0,8	-1,9	-2,3	-4,7	5,8	-0,1	1,1
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	-2,7	-0,1	-3,0	-3,6	5,6	-0,2	-0,1
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,4	-1,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,5	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ langfristige sonst. Rückstellungen	EUR Mio.	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Δ Kurzfristige sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,3	0,4	0,8	1,0	-1,5	0,1	0,1
Δ Sonderposten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>11,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-0,3	-1,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>10,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	4,4	10,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (EK)	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,8	-10,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Genusssrechtskapital (FK)	EUR Mio.	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Stille Beteiligung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abzüglich Dividende des Vorjahres	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	-0,2	-1,8	-0,7	-0,3	10,9	0,9	2,1
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	11,6	11,3	9,5	8,8	8,5	19,4	20,3
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>11,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	<b>19,4</b>	<b>20,3</b>	<b>22,3</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	22,7	21,4	22,4	25,2	33,7	32,4	24,8
Rohertrag	EUR Mio.	13,5	13,1	13,5	16,4	18,8	18,9	13,8
EBITDA	EUR Mio.	1,8	1,5	1,6	2,6	3,6	2,3	-3,8
EBIT	EUR Mio.	0,9	1,0	1,0	2,1	3,1	1,7	-5,4
EBT	EUR Mio.	1,0	1,0	1,1	2,1	3,0	1,7	-5,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	0,8	0,7	0,8	1,4	2,0	1,1	-3,9
Anzahl Mitarbeiter		116	128	131	138	167	180	183
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	3,35	2,68	2,69	7,65	16,24	39,25	27,85
Kurs Tief	EUR	2,50	1,74	1,80	2,47	6,45	14,83	7,49
Kurs Durchschnitt	EUR	2,91	2,25	2,28	4,54	11,20	24,69	19,38
Kurs Schlusskurs	EUR	2,66	1,81	2,61	7,36	15,24	20,43	8,56
EPS	EUR	0,21	0,25	0,35	0,79	1,19	0,16	-0,59
BVPS	EUR	6,69	6,45	6,50	5,15	9,01	2,17	1,53
CFPS	EUR	0,40	0,16	1,23	1,01	0,47	-0,22	-0,35
Dividende	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,00	0,00
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	7,8%	7,1%	7,0%	10,5%	10,7%	7,0%	-15,2%
EBIT-Marge	%	3,9%	4,5%	4,6%	8,2%	9,2%	5,4%	-22,0%
EBT-Marge	%	4,3%	4,8%	4,8%	8,2%	8,8%	5,1%	-22,6%
Netto-Marge	%	3,3%	3,4%	3,4%	5,6%	5,8%	3,3%	-15,6%
FCF-Marge	%	-2,0%	-0,6%	6,8%	4,4%	1,0%	-12,0%	-10,5%
ROE	%	7,5%	7,6%	7,8%	18,4%	13,2%	7,5%	-38,3%
NWC/Umsatz	%	24,2%	23,4%	21,8%	22,7%	24,3%	29,2%	30,1%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	195	167	171	183	202	180	136
Pro-Kopf-EBIT	EURk	7,6	7,5	7,8	15,0	18,5	9,7	-29,8
Capex/Umsatz	%	4,0%	1,9%	0,7%	2,1%	1,5%	4,7%	1,7%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	n/a	-5,6%	4,7%	12,5%	33,7%	-4,0%	-23,3%
Rohertrag	%	n/a	-3,0%	2,4%	22,0%	14,6%	0,7%	-27,1%
EBITDA	%	n/a	-14,3%	3,1%	69,3%	36,7%	-37,5%	n/a
EBIT	%	n/a	9,3%	6,3%	102,4%	49,3%	-43,4%	n/a
EBT	%	n/a	6,2%	5,2%	91,5%	42,7%	-44,1%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	-2,0%	3,4%	86,9%	37,9%	-45,3%	n/a
EPS	%	n/a	18,8%	39,3%	126,9%	51,0%	-86,3%	n/a
CFPS	%	n/a	-59,4%	651,8%	-17,8%	-53,0%	n/a	58,8%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								

## Auf einen Blick I, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Key Data</b>								
Umsatz	EUR Mio.	25,2	28,4	40,1	51,4	26,7	26,7	26,5
Rohertrag	EUR Mio.	14,9	17,1	24,2	31,0	16,1	16,0	15,8
EBITDA	EUR Mio.	-1,4	-0,7	3,8	7,5	1,8	1,9	1,8
EBIT	EUR Mio.	-1,8	-1,1	3,4	7,1	1,5	1,5	1,5
EBT	EUR Mio.	-2,0	-1,2	3,4	7,1	1,5	1,5	1,5
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,4	-1,2	3,4	7,0	1,0	1,0	1,0
Anzahl Mitarbeiter		187	188	188	193	143	143	143
<b>Je Aktie</b>								
Kurs Hoch	EUR	19,50	19,75					
Kurs Tief	EUR	7,15	5,82					
Kurs Durchschnitt	EUR	11,15	10,44					
Kurs Schlusskurs	EUR	18,50	11,75	11,75	11,75	11,75	11,75	11,75
EPS	EUR	-0,19	-0,15	0,43	0,87	0,13	0,13	0,13
BVPS	EUR	1,89	2,94	3,36	4,23	4,35	4,48	4,61
CFPS	EUR	-0,34	-0,17	-0,03	0,02	1,41	0,17	0,31
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Kursziel</b>	<b>EUR</b>							<b>2,45</b>
<b>Performance bis Kursziel</b>	<b>%</b>							<b>-79,1%</b>
<b>Profitabilitätskennzahlen (Basis Umsatz)</b>								
EBITDA-Marge	%	-5,5%	-2,6%	9,5%	14,6%	6,8%	6,9%	6,9%
EBIT-Marge	%	-7,1%	-3,9%	8,6%	13,9%	5,5%	5,6%	5,5%
EBT-Marge	%	-7,8%	-4,3%	8,6%	13,9%	5,5%	5,6%	5,5%
Netto-Marge	%	-5,5%	-4,3%	8,6%	13,5%	3,8%	3,9%	3,8%
FCF-Marge	%	-11,8%	-8,5%	-1,8%	-0,6%	40,8%	3,3%	7,8%
ROE	%	-10,1%	-5,2%	12,7%	20,5%	2,9%	2,9%	2,7%
NWC/Umsatz	%	35,9%	37,3%	37,5%	43,4%	46,5%	47,0%	43,5%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	135	151	213	266	187	187	185
Pro-Kopf-EBIT	EURk	-9,5	-6,0	18,3	37,0	10,2	10,4	10,2
Capex/Umsatz	%	1,1%	3,8%	1,2%	0,9%	1,8%	1,8%	1,8%
<b>Wachstumsraten</b>								
Umsatz	%	1,4%	12,7%	41,4%	28,2%	-48,0%	-0,1%	-0,8%
Rohertrag	%	7,7%	15,2%	41,4%	27,9%	-47,9%	-0,7%	-1,4%
EBITDA	%	-63,2%	-46,4%	n/a	97,2%	-75,8%	1,9%	-1,8%
EBIT	%	-67,4%	-37,1%	n/a	107,3%	-79,6%	2,4%	-2,2%
EBT	%	-65,2%	-37,7%	n/a	107,3%	-79,6%	2,4%	-2,2%
Nettoergebnis	%	-64,1%	-12,3%	n/a	102,5%	-85,4%	2,4%	-2,3%
EPS	%	-67,4%	-20,4%	n/a	102,5%	-85,4%	2,4%	-2,3%
CFPS	%	-2,0%	-51,5%	-81,4%	n/a	n/a	-88,1%	86,3%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

## Auf einen Blick II, 2012-2018

HGB (30.06.)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR mn	2,4	2,2	2,3	2,2	2,1	4,0	2,6
Umlaufvermögen	EUR mn	11,1	10,9	11,0	17,1	22,4	17,4	20,6
Eigenkapital	EUR mn	10,0	9,7	9,8	7,7	14,9	14,3	10,1
Verbindlichkeiten	EUR mn	3,7	3,6	3,7	11,7	9,7	7,1	14,7
EK-Quote	%	73,3%	73,0%	72,2%	39,8%	60,6%	66,8%	40,8%
Net Gearing Ratio	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR mn	5,5	5,0	4,9	5,7	8,2	9,5	7,5
Capital Employed	EUR mn	7,4	6,7	6,3	7,0	9,3	11,6	8,2
Asset Turnover	x	1,7	1,6	1,7	1,3	1,4	1,5	1,0
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	mn	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	6,6	6,6
Marktkapitalisierung Hoch	EUR mn	5,0	4,0	4,0	11,5	26,8	259,5	184,1
Marktkapitalisierung Tief	EUR mn	3,8	2,6	2,7	3,7	10,6	98,1	49,5
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR mn	4,4	3,4	3,4	6,8	18,5	163,3	128,1
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR mn	4,0	2,7	3,9	11,0	25,1	135,1	56,6
Nettoverschuldung	EUR mn	-4,7	-4,1	-5,1	-5,7	-8,7	-3,2	-0,3
Pensionsrückstellungen	EUR mn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR mn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR mn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR mn	0,3	-0,1	-1,1	5,8	18,1	256,3	183,8
Enterprise Value Tief	EUR mn	-0,9	-1,5	-2,4	-2,0	1,9	94,8	49,2
Enterprise Value Durchschnitt	EUR mn	-0,3	-0,8	-1,7	1,1	9,8	160,0	127,8
Enterprise Value Schlusskurs	EUR mn	-0,7	-1,4	-1,2	5,4	16,4	131,9	56,3
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	0,0	n/a	n/a	0,2	0,5	7,9	7,4
EV/Umsatz Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,1	2,9	2,0
EV/Umsatz Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	0,0	0,3	4,9	5,1
EV/Umsatz Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	0,2	0,5	4,1	2,3
EV/EBITDA Hoch	x	0,4	n/a	n/a	2,8	5,9	146,7	-33,7
EV/EBITDA Tief	x	n/a	n/a	n/a	n/a	0,6	54,3	-9,0
EV/EBITDA Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	0,6	3,2	91,6	-23,5
EV/EBITDA Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	2,6	5,3	75,5	-10,3
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	n/a	n/a	2,6	5,5	79,5	-10,0
KGV Hoch	x	15,9	10,7	7,7	9,7	13,6	241,3	n/a
KGV Tief	x	11,9	7,0	5,2	3,1	5,4	91,2	n/a
KGV Durchschnitt	x	13,9	9,0	6,6	5,8	9,4	151,8	n/a
KGV Schlusskurs	x	12,7	7,3	7,5	9,3	12,8	125,6	n/a
KBV Schlusskurs	x	0,4	0,3	0,4	1,4	1,7	9,4	5,6
KCF Durchschnitt	x	7,2	13,8	1,9	4,5	23,7	n/a	n/a
FCF-Yield	%	-11,6%	-5,0%	39,1%	10,1%	1,4%	-2,9%	-4,6%
Dividendenrendite	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,0%	0,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL								



## Auf einen Blick II, 2019-2025e

HGB (30.06.)		2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Bilanzkennzahlen</b>								
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	2,6	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9
Umlaufvermögen	EUR Mio.	21,9	23,2	27,4	35,4	34,9	36,0	37,1
Eigenkapital	EUR Mio.	13,8	23,6	27,0	34,0	35,0	36,0	37,1
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	12,9	3,1	4,0	5,1	3,7	3,8	4,0
EK-Quote	%	51,7%	88,5%	87,2%	87,0%	90,5%	90,4%	90,2%
Gearing	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Working Capital	EUR Mio.	9,0	10,6	15,1	22,3	12,4	12,6	11,5
Capital Employed	EUR Mio.	9,6	11,9	16,4	23,8	14,0	14,3	13,3
Asset Turnover	x	0,9	1,1	1,3	1,3	0,7	0,7	0,6
<b>Enterprise Value</b>								
Anzahl Aktien	Mio.	7,3	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Marktkapitalisierung Hoch	EUR Mio.	142,2	158,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	EUR Mio.	52,1	46,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	EUR Mio.	81,3	83,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	EUR Mio.	134,9	94,4	94,4	94,4	94,4	94,4	94,4
Nettoverschuldung	EUR Mio.	-0,9	-9,5	-8,8	-8,5	-19,4	-20,3	-22,3
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value Hoch	EUR Mio.	141,3	149,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	EUR Mio.	51,2	37,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	EUR Mio.	80,4	74,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	EUR Mio.	134,0	84,9	85,6	85,9	75,1	74,2	72,1
<b>Bewertungskennzahlen</b>								
EV/Umsatz Hoch	x	5,6	5,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,0	1,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	3,2	2,6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	5,3	3,0	2,1	1,7	2,8	2,8	2,7
EV/EBITDA Hoch	x	-79,5	-133,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Tief	x	-28,8	-33,3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Durchschnitt	x	-45,2	-66,5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA Schlusskurs	x	-75,4	-75,9	24,9	12,0	51,5	49,7	49,4
EV/EBIT Schlusskurs	x	-68,6	-69,8	24,9	12,0	51,5	49,7	49,4
KGV Hoch	x	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Tief	x	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Durchschnitt	x	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KGV Schlusskurs	x	n/a	n/a	27,5	13,6	92,9	90,7	92,8
KBV Schlusskurs	x	9,8	4,0	3,5	2,8	2,7	2,6	2,5
KCF Durchschnitt	x	n/a	n/a	n/a	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF-Yield	%	-2,2%	-2,5%	-0,8%	-0,3%	11,5%	0,9%	2,2%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Discounted Cashflow-Bewertung

HGB (30.06.)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal year
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	<b>28,4</b>	<b>40,1</b>	<b>51,4</b>	<b>26,7</b>	<b>26,7</b>	<b>26,5</b>	<b>26,1</b>	<b>25,9</b>	<b>25,8</b>	<b>25,8</b>	<b>25,8</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>25,9</b>	<b>26,0</b>
YoY	%	12,7%	41,4%	28,2%	-48,0%	-0,1%	-0,8%	-1,5%	-0,7%	-0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>EBIT</b>	EUR Mio.	<b>-1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
EBIT-Marge	%	-3,9%	8,6%	13,9%	5,5%	5,6%	5,5%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,3%	7,0%
Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5
<b>Steuerquote (τ)</b>	%	0,0%	0,0%	2,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Bereinigtes EBIT(1-τ)	EUR Mio.	<b>-1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Reinvestment	EUR Mio.	-2,2	-4,6	-7,4	9,8	-0,3	0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
<b>FCFF</b>	EUR Mio.	<b>-3,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>10,8</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
WACC	%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	
Diskontierungssatz	%	100,0%	94,8%	89,8%	85,1%	80,6%	76,4%	72,4%	68,7%	65,2%	61,9%	58,8%	55,9%	53,1%	50,5%	48,0%	
<b>Barwert der FCFF</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	
Barwert Terminal Value	EUR Mio.	6,4															
in % des Enterprise Value	%	33,8%															
Barwert FCFF Detailplanungsphase	EUR Mio.	6,6															
in % des Enterprise Value	%	34,9%															
Barwert FCFF Grobplanungsphase	EUR Mio.	5,9															
in % des Enterprise Value	%	31,4%															
<b>Enterprise Value</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>18,8</b>															
Finanzschulden	EUR Mio.	-10,4															
Excess Cash	EUR Mio.	11,3															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>19,7</b>															
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	8,0															
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>EUR</b>	<b>2,45</b>															

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die



Wettersteinstraße 4 | 82024 Taufkirchen bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

**Disclaimer**

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH innerhalb der Rechtsprechung der Bundesrepublik Deutschland erstellt und veröffentlicht. Sie ist nur für Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis zur Verfügung gestellt. Sie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt oder an Dritte weitergegeben werden. **Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.**

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen und die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab sowie für Schäden, die entweder direkt oder als Folge der Verwendung von Informationen, Meinungen und Schätzungen in dieser Studie entstehen. Weder Sphene Capital GmbH/mit ihr verbundene Unternehmen noch die an der Erstellung der Studie beteiligten Mitarbeiter geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen der Verfasser dieser Studie, die im Zusammenhang mit deren Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH/mit verbundene Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Eine zukünftige Aktualisierung der Analyse und Empfehlung ist terminlich nicht festgelegt und ihr Zeitpunkt grundsätzlich nicht absehbar; sie erfolgt jedoch in der Regel im Anschluss an die Veröffentlichungen entsprechender Finanzberichte. Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in der Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

**Diese Studie wird über die branchenspezifischen Nachrichtenagenturen, Finanzportale und per E-Mail an alle interessierten professionellen Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.**

Zuständige Behörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsinformation (BaFin).

Bei den in dieser Studie genannten Wertpapierkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des dem jeweiligen Veröffentlichungstag vorangehenden Handelstages. Wird das Wertpapier nicht auf XETRA gehandelt, handelt es sich bei den in der Studie genannten Wertpapierkursen um den Schlusskurs des jeweiligen Börsenplatzes des dem Veröffentlichungstag der Studie vorangehenden Handelstages.

**Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)**

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.  
**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.  
**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)**

Unter der Risikoeinschätzung versteht Sphene Capital GmbH die geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von Sphene Capital prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

**Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958:**

Gemäß § 85 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet für die Beschreibung der Interessenskonflikte gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 folgende Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisions-einnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 11:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Nettoverkauf- oder -kaufposition, die die Schwelle von 0,5% des gesamten emittierten Aktienkapitals des Unternehmens überschreitet.
- Key 12:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Unternehmens federführend oder mitfederführend beteiligt.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum/Zeit:	Kursziel/Aktueller Kurs:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
04.12.2020 / 08:00 Uhr	EUR 2,45 / EUR 11,75	Sell, Gültigkeit 24 Monate	2

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 85 Absatz 1 WpHG und Artikel 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Delegierte Verordnung (EU) 2016/958: Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatorenmodelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen. Die gewählten Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich die auch auf den einzelnen Modellen basierenden Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf oder 24 Monate ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung Compliance**

Sphene Capital GmbH hat intern regelmäßige Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikten hinsichtlich des analysierten Unternehmens vorzubeugen und mögliche Interessenskonflikte offen zu legen. Alle an der Erstellung dieser Studie beteiligten Mitarbeiter unterliegen den internen Compliance-Regelungen der Sphene Capital GmbH. Die Vergütung der Mitarbeiter ist weder direkt noch indirekt mit der Erstellung dieser Studie verbunden. Verantwortlich für die Einhaltung dieser Vorkehrungen ist Susanne Hasler, [susanne.hasler@sphene-capital.de](mailto:susanne.hasler@sphene-capital.de).

**Informationsquellen**

Teile der für diese Studie erforderlichen Informationen wurden vom Emittenten des analysierten Wertpapiers zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich diese Studie auf öffentlich zugängliche und als zuverlässig betrachtete Informationen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und Presseinformationen). Sphene Capital GmbH hat diese Informationen auf Plausibilität, nicht aber auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft.

**Erklärung der Ersteller der Studien**

Diese Studie wurde von dem/den auf der Titelseite genannten Research-Analysten erstellt. Die in dieser Studie geäußerten Ansichten spiegeln nicht in jedem Fall die Meinung der Sphene Capital GmbH/einem mit ihr verbundenen Unternehmen wider. Der/die Analyst(en) ist/sind allein für die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Einschätzungen verantwortlich. Der/die Verfasser dieser Studie bestätigen, dass alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen seinen/ihren Ansichten entsprechen. Die Vergütung des/der Verfasser dieser Studie des hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Empfehlungen oder Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen. Die Einschätzungen des/der Verfasser(s) dieser Studie wurden zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten beeinflusst. Teile dieser Studie können dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken zugesendet worden sein, ohne dass im Anschluss jedoch wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

Diese Studie wurde am 03.12.2020 um 20:00 Uhr fertiggestellt. Letzter Kurs zum Zeitpunkt der Fertigstellung: EUR 11,75.