

Akt. Kurs (17.12.08, 10:07, Xetra): 10,30 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **17,00 (33,00) EUR**

Branche: Technologie
Land: Deutschland
ISIN: DE000A0KEXC7
Reuters: V3SG.DE
Bloomberg: V3S:GR

Kurzporträt

Die 1990 gegründete Vectron Systems AG ist Hersteller und Vertreiber von intelligenten Kassensystemen und Kommunikations-Software zur Vernetzung von Filialbetrieben.

Anlagekriterien

Umsatzrückstand im dritten Quartal zu großen Teilen aufgeholt

Vectron veröffentlichte Mitte Oktober seinen Zwischenbericht für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres, der die wesentlichen Eckpunkte der GuV umfasste. Insgesamt stand das dritte Quartal im Zeichen der Aufholung des Umsatzrückstands zum Halbjahr, der durch die verspätete Einführung der neuen Hybridkasse entstand. Im dritten Quartal gelang es jetzt, die zum 30.6. hieraus bestehenden Auftragsbestände in umsatzwirksames Geschäft zu transformieren.

Isoliert betrachtet realisierte Vectron demnach im dritten Quartal einen Umsatz von 6,7 (Vj. 6,0) Mio. Euro, was einen Zuwachs von etwas über 10 Prozent im ansonsten eher ruhigeren Sommerquartal bedeutete. Der Nachsteuerertrag fiel mit 0,9 (0,6) Mio. Euro um die Hälfte höher aus. Insgesamt werten wir die Quartalszahlen daher positiv.

Auf Neunmonatsbasis konnte trotz des unserer Ansicht nach guten dritten Quartals der Umsatz- und Ergebnisrückstand nicht ganz aufgeholt werden. Der Umsatz bildete sich um 5,2 Prozent auf 18,2 (19,2) Mio. Euro zurück. Das Nachsteuerergebnis sank um 8,2 Prozent auf 2,1 (2,3) Mio. Euro. Positiv werten wir, dass die Rohertragsmarge mit circa 63 Prozent konstant blieb.

Insgesamt lagen die Neunmonatszahlen leicht unter unseren Erwartungen. Wir vermuten jedoch, dass die konjunkturelle Abkühlung ab September hier ein vollständiges Aufholen der Umsatzrückstände verhindert hat.

Positiv hervorzuheben ist unserer Ansicht nach auch, dass Vectron per 30.9. weiterhin keine Bankverbindlichkeiten aufweist und mit einer Bargeldreserve von über 4 Mio. Euro ausreichende Liquidität besitzt, auch in Zeiten der Finanzkrise seine Wachstumsziele weiterhin zu verfolgen.

Fiskalspeicher-Einführung verzögert sich weiter

Neben den allgemeinen konjunkturellen Einflussfaktoren belastete in jüngster Zeit auch das Hin und Her bei der Einführung des Fiskalspeichers das . Unter einem „Fiskalspeicher“ versteht man einen manipulations- und somit auch revisionssicheren Chip in den Kassensystemen, der eine nachträgliche Manipulation eingegebener Umsätze unmöglich macht.

Vectron führte dazu im Neunmonatsbericht aus, dass laut offizieller Aussage des Bundesfinanzministeriums die Einführung „lediglich aufgeschoben, aber noch immer in der Pipeline“ sei. Diese Wortwahl deckt sich auch mit unseren Erkenntnissen. Bei der Einführung des Fiskalspeichers handelt es sich um die Umsetzung von EU-Recht in nationales Recht. Spätestens 2013 müssen die betreffenden Geräte mit manipulationssicheren Systemen ausgerüstet sein.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	38,50 €	9,60 €
Aktueller Kurs:	10,30 €	
Aktienzahl ges.:	1.500.000	
Streubesitz:	23,0%	
Marktkapitalis.:	15,5 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	20,9	25,4	23,7	23,5
<i>bisher</i>	---	---	25,4	28,0
EBIT	3,3	5,4	4,0	3,1
<i>bisher</i>	---	---	4,6	5,4
Jahresüb.	1,6	3,0	2,6	2,2
<i>bisher</i>	---	---	3,0	4,0
Erg./Aktie*	0,86	1,98	1,75	1,47
<i>bisher</i>	---	---	2,01	2,65
Dividende*	0,53	1,60	1,45	1,20
<i>bisher</i>	---	---	1,60	2,10
KGV	12,0	5,2	5,9	7,0
Div.rendite	5,2%	15,5%	14,1%	11,7%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Wir gehen jedoch davon aus, dass erst nach der Konstituierung des neuen Bundestages im Herbst nächsten Jahres wieder Bewegung in diese Angelegenheit auf der politischen Bühne kommt. Insofern gehen wir aus heutiger Sicht davon aus, dass der Hauptteil des Fiskalspeicher-Sondergeschäfts erst in den Jahren 2011 und 2012 gemacht wird.

Da alle die Vectron-Systeme für eine Nachrüstung bereits vorbereitet sind, denken wir, dass die Kunden derartige Investitionen vor dem Hintergrund der in 2009 schwierigen Konjunkturlage zunächst zurückstellen werden und erst kurz vor Toresschluss vornehmen werden.

Schätzungen für 2008 und 2009 an Wirtschaftslage angepasst

Nachdem trotz eines guten dritten Quartals der Umsatz- und Ergebnisrückstand zum Halbjahr nach neun Monaten nicht vollständig aufgeholt werden konnte, gehen wir vor dem Hintergrund der eingetrübten Konjunkturaussichten jetzt von einer flachen Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Abschlussquartal aus, so dass die Tendenzen der Neunmonatszahlen im Prinzip weitestgehend fortgeschrieben werden sollten.

In einer Pressemitteilung vom 15. Dezember anlässlich der Vorstellung eines neuen Kassenmodells auf einer Branchemesse gab Vectron eine aktualisierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr ab. Vectron rechnet mit einem Umsatz von circa 23,7 Mio. Euro und einem Nachsteuerergebnis von ungefähr 2,6 Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 1,75 entsprechen würde.

Lange Zeit hatte Vectron lediglich eine „qualitative“ Prognose dergestalt ausgegeben, dass man in 2008 trotz der für 2009 geplanten Modelloffensive an das Rekordniveau des Vorjahres anknüpfen wolle. Der damals ausgesprochene Vorbehalt, dies gelte nicht, wenn sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen – insbesondere für die Zielbranchen Gastronomie und Bäckerei – im zweiten Halbjahr deutlich verschlechtern, wurde leider mittlerweile Realität.

Demzufolge rechnen wir für den Umsatz im laufenden Geschäftsjahr nunmehr mit den vom Unternehmen genannten 23,7 (bisher 25,4) Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einen Rückgang um 5,1 Prozent bedeuten würde. Das EBIT sehen wir bei nahezu unveränderten Kostenquoten als Folge des teilweise auch nach neun Monaten noch fehlenden Umsatzes aus dem ersten Halbjahr nunmehr bei 4,0 (4,6) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss sollte sich demzufolge bei 2,6 (3,0) Mio. Euro einpendeln, was einen Rückgang um 13 Prozent gegenüber 2007 bedeuten würde. In dieser Prognose ist bereits ein gewisser Margendruck im Schlussquartal eingerechnet. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario bei 1,75 (2,01) Euro einstellen.

Unter Annahme einer weiterhin 80-prozentigen Ausschüttungsquote haben wir folgerichtig auch unsere Dividendenschätzung für 2008 auf 1,45 (bisher 1,60) Euro reduziert, was momentan aber immer noch eine zweistellige Dividendenrendite bedeuten würde. Eine positive Überraschung in Form einer trotz Gewinnrückgang konstanten Dividende schließen wir allerdings nicht aus.

Insgesamt liegen unsere Schätzungen damit immer noch einen Tick über den kommunizierten Zahlen des Unternehmens, was wir durchaus für realistisch halten.

In 2009 rechnen wir jetzt angesichts der merklich eingetrübten Konjunkturaussichten mit einem leichten Umsatzrückgang. Zudem haben wir unsere Schätzungen an den Basiseffekt aus 2008 angeglichen. Wir gehen demnach von 23,5 (28,0) Mio. Euro Umsatz aus, was unter dem Strich zu einem Jahresüberschuss von 2,2 (4,0) Mio. Euro führen sollte. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Fall auf 1,47 (2,65) Euro belaufen. Demzufolge reduzieren wir auch hier unsere Dividendenschätzung auf 1,20 (2,10) Euro.

Da wir nach wie vor von einer Einführung des Fiskalchips bis spätestens 2013 ausgehen, berücksichtigen wir diesen Sachverhalt mittels grober und vorsichtiger Schätzungen im Rahmen unseres DCF-Modells bei der Bewertung der Vectron-Aktie.

Die jetzige Revision unserer Prognosen bedeutet jedoch keineswegs eine Abkehr von unserer grundsätzlich positiven Meinung zum Unternehmen, bezieht aber konjunkturelle Unwägbarkeiten und das politische Hin und Her bei der Einführung des Fiskalspeichers stärker mit ein.

Bewertung

Für die Bewertung von Vectron ziehen wir zum einen eine Peer Group aus Vergleichsaktien heran. Konkret haben wir dabei Höft & Wessel, Kontron, Wincor Nixdorf (alle D), Micros System, NCR (beide USA), Casio und Sharp (beide J) einbezogen. Mit dieser Peer Group bilden wir sowohl die Hard- als auch die Softwarekomponente des Geschäftes von Vectron ab.

Bei einem Durchschnitts-KGV der Peer Group für 2009 von 7,4 (bisher 14,5 für 2008) errechnen wir auf Basis des geschätzten Vectron-Gewinns je Aktie im kommenden Jahr von 1,47 Euro (bisher 1,83 € für 2008) unter Berücksichtigung eines Bewertungsabschlags von 20 Prozent aufgrund der gegenüber der Mehrzahl der Peer-Group-Firmen deutlich geringeren Größe von Vectron einen fairen Wert von 10,38 (bisher 23,23) Euro je Anteilschein.

Dieser deutlich niedrigere Wert resultiert aus dem drastisch gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien und unserer Anpassung der Gewinnschätzungen bei Vectron selbst.

Eine zweite Indikation liefert unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 6,64%, Ausgangs-Cash-Flow 1,6 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen der Unternehmenshistorie und der Abhängigkeit von Gesetzesvorhaben wie beim Fiskalspeicher). Auf Basis dieser Prämissen ergibt sich ein Zwischenergebnis von 23,26 (43,40) Euro. Der deutlich niedrigere Wert resultiert aus unseren reduzierten Gewinnschätzungen, die nur zu einem kleinen Teil von dem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau kompensiert werden.

Der Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen ergibt einen Wert von 16,82 (bisher 33,32) Euro. Infolgedessen senken wir unser Kursziel von bislang 33 auf nunmehr 17 Euro.

Fazit

Neben der allgemein eingetrübten volkswirtschaftlichen und kapitalmarkttechnischen Entwicklung belastete bei Vectron zuletzt die verschobene Einführung des sog. „Fiskalspeichers“ (d.h. einem manipulationssicheren Aufzeichnungschip in Kassen des Einzelhandels und der Gastronomie) das Sentiment für die Aktie des Kassensystem-Spezialisten.

Wir hatten bereits zum Halbjahr – im Gegensatz zu vielen anderen Beobachtern der Aktie – eine vorsichtige Herangehensweise bei der monetären Quantifizierung dieser Effekte angemahnt. Unsere jetzt deutlich zurückgenommenen Schätzungen basieren zu einem gewissen Teil darauf, dass selbst unsere vorsichtige Herangehensweise noch zu optimistisch war.

Nichtsdestotrotz halten wir die Vectron Systems AG nach wie vor für ein gut aufgestelltes Unternehmen, auch wenn vor dem Hintergrund des bevorstehenden schwierigen Jahres 2009 die mittelfristig zu erwartenden Effekte aus der Fiskalspeicher-Euphorie unserer Meinung nach erst außerhalb des derzeit eher kurzfristigen Betrachtungszeitraums der meisten Investoren liegen.

In dieser Verhaltensweise liegt jedoch eine gute Chance für Value-Investoren, ein Unternehmen mit soliden Bilanzrelationen – d.h. ohne Bankschulden – zu einem selbst nach der Revision unserer Schätzungen moderaten 2009er-KGV von unter 6 und mit einer wahrscheinlich zweistelligen Dividendenrendite vergleichsweise preiswert zu erwerben.

Wir senken unser Kursziel daher zwar um fast die Hälfte auf 17, stufen aber in Anbetracht der Übertreibung der Börse nach unten unser Anlageurteil von Halten auf Kaufen herauf.

Gewinn- und Verlustrechnung

Vectron										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
Umsatzerlöse	20,9	100,0%	25,4	100,4%	23,7	100,0%	23,5	100,0%	25,0	96%
Veränderung zum Vorjahr			21,5%		-6,7%		-0,8%		6,4%	
Bestandsveränderungen	0,0	0,0%	-0,1	-0,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	1,0	3,8%
Gesamtleistung	20,9	100,0%	25,3	100,0%	23,7	100,0%	23,5	100,0%	26,0	100%
Materialaufwand	8,0	38,3%	9,1	36,0%	8,9	37,5%	9,2	39,0%	10,0	40,0%
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		-2,3%		3,1%		9,1%	
Rohertrag	12,9	61,7%	16,3	64,4%	14,8	62,5%	14,3	61,0%	16,0	61,5%
Personalaufwand	4,1	19,6%	4,8	19,0%	4,7	19,9%	5,2	22,0%	5,5	22,0%
Veränderung zum Vorjahr			17,1%		-1,7%		9,6%		6,4%	
Sonstiges Ergebnis	-3,9	-18,7%	-4,7	-18,6%	-4,8	-20,2%	-4,8	-20,5%	-5,2	-20,0%
EBITDA	4,9	23,4%	6,8	26,9%	5,3	22,4%	4,3	18,5%	5,3	20,4%
Abschreibungen	1,6	7,7%	1,4	5,5%	1,3	5,5%	1,3	5,3%	1,2	4,6%
EBIT	3,3	15,8%	5,4	21,3%	4,0	16,9%	3,1	13,2%	4,1	15,8%
Finanzergebnis	-0,5	-2,4%	0,1	0,4%	0,2	0,8%	0,2	0,9%	0,2	0,8%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	-0,1		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	2,7	12,9%	5,5	21,7%	4,2	17,8%	3,3	14,0%	4,3	16,5%
Steuerquote	40,7%		36,0%		30,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	1,1	5,3%	2,0	7,8%	1,3	5,3%	1,0	4,2%	1,3	5,0%
Jahresüberschuss	1,6	7,7%	3,5	13,9%	2,9	12,4%	2,3	9,8%	3,0	11,6%
Veränderung zum Vorjahr			120,0%		-16,3%		-21,7%		30,4%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		-0,1		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,4		0,3		0,1		0,1	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,6	7,7%	3,0	11,9%	2,6	11,1%	2,2	9,4%	2,9	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			88,8%		-13,0%		-15,9%		31,8%	
Anzahl der Aktien	1,500		1,500		1,500		1,500		1,500	
Gewinn je Aktie	0,86		1,98		1,75		1,47		1,94	

Aktionärsstruktur

Herr Jens Reckendorf	34,65%
Herr Thomas Stümmler	34,65%
Herr Jochen Fischer	7,70%
Streubesitz	23,00%

Termine

Ende März 2009	Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2008
Mitte Mai 2009	Quartalszahlen 1 des Geschäftsjahres 2009 und Hauptversammlung
Ende Juli 2009	Halbjahresbericht 2009
Mitte Oktober 2009	Quartalszahlen 3 des Geschäftsjahres 2009

Kontaktadresse

Vectron Systems AG
Willy-Brandt-Weg 41
D-48155 Münster / Westfalen

Email: info@vectron.de
Internet: <http://www.vectron.de>

Ansprechpartner Investor Relations:

Jochen Fischer

Tel.: +49 (0) 251 / 2856 - 0
Fax: +49 (0) 251 / 2856 - 564
Email: JFischer@vectron.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung*	Empfehlung	Kursziel
11.08.2008	29,70 €	Halten	33,00 €
23.05.2008	28,00 €	Kaufen	40,00 €
05.03.2008	29,63 €	Kaufen	44,33 €
23.10.2007	31,11 €	Kaufen	44,33 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Vectron Systems AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatizierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.