

Akt. Kurs (23.10.07, 12:59, Ffm): 93,33 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **133,00 (---)** 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.

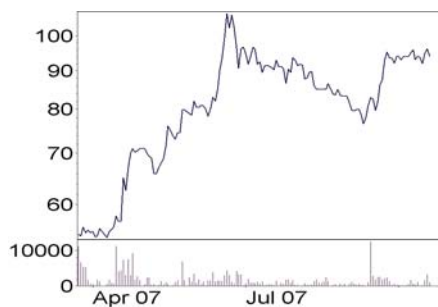
Anlagekriterien

Erfolgreicher zweiter Anlauf an der Börse

Die Vectron AG ist nach einem ersten Auftritt auf dem Parkett im Jahre 1999 vor wenigen Monaten ein zweites Mal an die Börse gegangen. Wie viele Unternehmen suchte die seinerzeit am Neuen Markt gelistete alte Vectron AG einen in der Rückschau viel zu schnellen Expansionskurs. In diesem Zuge belastete das Unternehmen das Auslaufen der Vorzieheffekte bei der Installation neuer Kassensysteme im Zuge der Euro-Bargeldeinführung zum Jahresbeginn 2002 das Unternehmen überproportional. Letztendlich konnte Vectron nur durch den Einstieg der Schweizer Hansa Group gerettet werden.

Nach der Stabilisierung des Geschäftsverlaufes wurde die „neue“ Vectron AG im Zuge eines Management-Buy-Outs von den beiden Firmengründern Thomas Stümmler und Jens Reckendorf sowie dem Investor-Relations-Manager Jochen Fischer aus der inzwischen als Hansa Group firmierenden „alten“ Vectron herausgekauft und im Frühjahr 2007 nochmals an die Börse gebracht.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	110,50 €	54,23 €
Aktueller Kurs:	93,33 €	
Aktienzahl ges.:	500.000	
Streubesitz:	23,0%	
Marktkapitalis.:	46,7 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	20,9	26,0	30,0	34,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	3,2	4,9	6,9	8,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,6	3,0	4,9	5,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	3,20	5,99	9,89	11,88
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	1,60	4,50	7,50	9,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	29,2	15,6	9,4	7,9
Div.rendite	1,7%	4,8%	8,0%	9,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Hersteller von Point-of-Sale-Kassensystemen

Vectron konzentriert sich als mittelständischer Hersteller im Wesentlichen auf die Branchen Gastronomie und Bäckereien. Im für Vectron relevanten Markt kommt das Unternehmen auf 20 Prozent Anteil im deutschsprachigen Raum und ist damit nach eigenen Angaben klarer Marktführer. Da sich große Hersteller wie Wincor Nixdorf auf rechnerbasierte Systeme im Direktvertrieb für große Einzelhandelsketten konzentrieren, konnte sich Vectron diese gute Position durch sein breites Fachhändlernetz im genannten Segment erarbeiten.

Dazu beigetragen haben nach unserem Eindruck neben der kompletten Modellpalette auch die technisch führende plattformbasierte Technologie, die es den Kunden ermöglicht, neue Entwicklungen mit überschaubarem Aufwand in bestehende Vectron-Anwendungen einzubinden. Zudem stellte sich Vectron mit zahlreichen Innovationen frühzeitig auf die Wünsche der Zielgruppe ein. Mit dem im Jahr 2003 eingeführten mobilen Kassensystem, das weltweit bereits 7.000 mal verkauft wurde, und dem 2007 eingeführten integrierten Kellnerrufsystem „ServiceCall“ ist das Unternehmen unserer Meinung nach sehr gut im Markt positioniert.

Für zusätzliche Kurs-Fantasie könnte die notwendige Implementierung einer sog. „Fiskalspeicher“-Funktion in die Vectron-Systeme bringen, die es der Finanzverwaltung ermöglicht, die Daten der Betriebe manipulationssicher zu überprüfen. Nachdem die Steuerbehörden in der Vergangenheit vor allem in der Gastronomie Handlungsbedarf sahen, ist derzeit ein Gesetzentwurf auf dem Wege, der Vectron eine mit der Euro-Bargeldeinführung vergleichbare Sonderkonjunktur bescheren könnte. Auch in der Tschechischen Republik wird Anfang des Jahres 2008 ein derartiges Gesetz zur Bekämpfung der Schattenwirtschaft eingeführt.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Neunmonatszahlen überzeugen

Trotz eines traditionell eher verhaltenen dritten Quartals meldete Vectron auf Neunmonatsbasis erneut Wachstum bei allen Kennziffern. Der Umsatz legte um ein Viertel auf 19,2 (Vorjahr 15,4 auf Pro-Forma-Basis) Mio. Euro zu. Auch bei den Ergebnisgrößen machte sich das Umsatzwachstum positiv bemerkbar. Die operative Stärke des Unternehmens zeigte sich in einem um mehr als die Hälfte auf 5,2 (3,4) Mio. Euro gewachsenen EBITDA. Das EBIT legte mit einem Plus von 82 Prozent auf 4,0 (2,2) Mio. Euro überproportional zu. Der Jahresüberschuss verdoppelte sich auf 2,3 (1,1) Mio. Euro.

Nach unserem Eindruck wurde dieses Wachstum nicht mit Preiszugeständnissen „erkauft“, wie die um drei Punkte auf 64 Prozent gestiegene Rohertragsmarge unterstreicht. Damit hat die Vectron AG nach neun Monaten bereits die anlässlich des Börsengangs formulierten Ziele für das Gesamtjahr 2007 übertroffen. Diese sahen einen Umsatz von 22,5 Mio. Euro, ein EBIT von 3,45 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss von 2,03 Mio. Euro vor. Insgesamt werten wir die Neunmonatszahlen als überzeugend.

Schätzungen gehen von weiterem Wachstum aus

Nach den guten Neunmonatszahlen gehen wir für 2007 von einem Umsatz in Höhe von 26 Mio. Euro aus. Das EBIT sehen wir bei 4,9 Mio. Euro. Beim Jahresüberschuss rechnen wir mit einem Wert von 3,0 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 5,99 Euro bedeuten würde. In Anlehnung an die Aussage des Unternehmens halten wir die Zahlung einer Dividende in Höhe von 4,50 Euro nach den Neunmonatszahlen für gesichert.

Auch für 2008 rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstumstrends. Der Umsatz sollte im Zuge der Einführung zweier neuer Produkte auf 30 Mio. Euro zulegen. Das EBIT schätzen wir auf 6,9 Mio. Euro, was in einen Jahresüberschuss von 4,9 Mio. Euro münden sollte. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Fall auf 9,89 Euro belaufen. Bei einer langfristig geplanten Ausschüttungsquote von 75 Prozent dürfte für das kommende Jahr eine Dividende von 7,50 Euro gezahlt werden.

Bewertung

Für die Bewertung der Vectron ziehen wir zum einen eine Peer Group aus Vergleichsaktien heran. Dazu zählen Casio, Höft & Wessel, Kontron, Micros System (USA), NCR (USA), Sharp (Japan) und Wincor Nixdorf. 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 von 17,5 für 2008 errechnen wir auf Basis des geschätzten Vectron-Gewinns je Aktie unter Berücksichtigung eines Bewertungsabschlags von 20 Prozent aufgrund der gegenüber der Mehrzahl der Peer-Group-Firmen deutlich geringeren Größe einen fairen Wert von 138,66 Euro je Anteilsschein.

Eine zweite Indikation liefert unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,47%, Ausgangs-Cash-Flow 2,0 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen der Unternehmenshistorie). Auf Basis dieser Prämissen ergibt sich ein Zwischenergebnis von 128,01 Euro.

Der Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen in Höhe von 133,34 Euro bildet die Grundlage für unser Kursziel, das wir auf 133 Euro runden.

Fazit

Nach den überzeugenden Neunmonatszahlen sehen wir die Vectron-Aktie weiterhin im Aufwind. Das Unternehmen hat aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt und im zweiten Anlauf den Anlegern eine in sich logische „Investment-Story“ präsentiert. Zudem wird dem Anleger eine Dividendenrendite von knapp 5 Prozent in Aussicht gestellt, die wir nach aktuellem Stand als weitgehend gesichert betrachten.

Wir empfehlen die Vectron-Aktie daher mit einem ersten Kursziel von 133 Euro zum Kauf. In Anbetracht des vergleichsweise geringen Streubesitzes von circa 115.000 Aktien und des damit einhergehenden begrenzten Handelsvolumens in der Aktie raten wir in jedem Fall, Aufträge zu limitieren.

Aktionärsstruktur

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

Termine

21.03.2008 Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2007

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

Haftungsausschluss / Disclaimer

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung der Autoren wider. Der guten Ordnung halber wird darauf hingewiesen, dass sich diese ohne vorherige Information ändern kann. Weder die Autoren noch die GSC Research GmbH haften für Verluste und Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Daten und Informationen stammen aus Quellen, die wir 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 der im Rahmen der Studie seitens der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilte Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Der interessierte Anleger wird hiermit nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen.

Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt sowie den Vertrieb von Research zum Gegenstand haben, sind anzuwenden und vom Lieferanten wie auch vom Empfänger in jedweder Hinsicht zu beachten und einzuhalten. Mit der Entgegennahme des vorliegenden Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die zuvor aufgeführten Regelungen für Sie bindend sind.

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

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
---	--- €	---	--- €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.07):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Basis: Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	62,3%	78,9%
Halten	28,3%	15,8%
Verkaufen	9,4%	5,3%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Vectron Systems AG	---

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 Umplatzierung 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. 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), halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.