

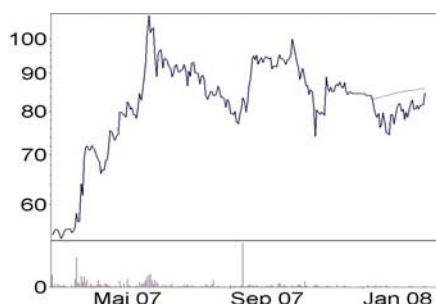
Akt. Kurs (05.03.08, 09:02, Xetra): 88,88 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **133,00 (133,00) EUR**

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.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	110,50 €	54,23 €
Aktueller Kurs:	88,88 €	
Aktienzahl ges.:	500.000	
Streubesitz:	23,0%	
Marktkapitalis.:	44,4 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Vorläufige Zahlen überzeugen

Vectron veröffentlichte am 28. Februar seine vorläufigen Zahlen. Demnach steigerte das in Münster (Westfalen) beheimatete Unternehmen seinen Umsatz um etwas mehr als ein Fünftel auf 25,4 Mio. Euro (Vj. 20,9 Mio. Euro auf Pro-Forma-Basis). Auf Ergebnisebene konnten dank einer hohen Kostendisziplin überproportionale Zuwächse realisiert werden. Das operative Ergebnis (EBITDA) wuchs um über ein Drittel auf 6,7 (4,9) Mio. Euro an. Das EBIT legte im Zuge zurückgegangener Abschreibungen sogar um 64 Prozent auf 5,4 (3,3) Mio. Euro zu.

Daraus ergab sich nach einem leicht negativen Finanzergebnis beim Vorsteuergewinn ein Anstieg um 85 Prozent auf 5,0 (2,7) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter belief sich auf 3,0 (1,6) Mio. Euro, was auf Einzelaktienbasis ein Resultat von 6,00 (3,20) Euro bedeutete und somit fast einer Verdopplung gleich kam. Auf Basis dieser Entwicklung will die Gesellschaft vorbehaltlich der Zustimmung der Gremien der Hauptversammlung eine Dividende von 4,80 Euro vorschlagen. Dieser Vorschlag liegt 30 Cent über unserer Erwartung und hat uns positiv überrascht.

Kennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	20,9	25,4	30,0	34,0
<i>bisher</i>	---	26,0	---	---
EBIT	3,3	5,4	6,9	8,3
<i>bisher</i>	---	4,9	---	---
Jahresüb.	1,6	3,0	4,9	5,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	3,20	6,00	9,89	11,88
<i>bisher</i>	---	5,99	---	---
Dividende	1,60	4,80	7,50	9,00
<i>bisher</i>	---	4,50	---	---
KGV	27,8	14,8	9,0	7,5
Div.rendite	1,8%	5,4%	8,4%	10,1%

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

Insgesamt werten wir die jetzt von Vectron präsentierten Zahlen als sehr erfreulich. Der Umsatz lag zwar leicht unter unseren Schätzungen, dies wurde aber bei den Ergebniskennziffern durch etwas geringer als von uns geschätzte Kosten nahezu aufgefangen. So ergaben sich bei EBITDA und EBIT durch zu hoch angesetzte Abschreibungen und ein zu optimistisch eingeschätztes Finanzergebnis leichte Abweichungen. Beim Finanzergebnis hatten wir wohl die Auswirkungen des Börsenganges unterschätzt. Unter dem Strich gelang uns beim Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie aber eine Punktlandung.

Damit hat Vectron im Großen und Ganzen unsere sehr ambitionierten Schätzungen erfüllt und bei der geplanten Dividende sogar übertroffen, so dass wir die Zahlen als sehr erfreulich erachten.

Unveränderte Schätzungen für 2008 gehen von weiterem Wachstum aus

Wir gehen nach derzeitigem Wissensstand auch im laufenden Geschäftsjahr 2008 von einer Fortsetzung des Wachstumstrends aus. Der Umsatz sollte demnach 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. Nachdem Vectron mit einer Ausschüttungsquote von 80 Prozent für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 einen hohen Vergleichsmaßstab gesetzt hat, können wir

uns jedoch auch eine höhere Ausschüttung vorstellen. Aus Vorsichtsgründen wollten wir jedoch zunächst den Geschäftsverlauf in 2008 abwarten.

Bewertung

Für die Bewertung von 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 16,5 (bisher 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 von Vectron einen fairen Wert von 130,37 (138,66) Euro je Anteilsschein.

Eine zweite Indikation liefert unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,26%, Ausgangs-Cash-Flow 3,1 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen der Unternehmenshistorie). Auf Basis dieser Prämissen ergibt sich ein Zwischenergebnis von 135,69 (128,01) Euro.

Der Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen ergibt 133,03 Euro, so dass wir unser bisheriges Kursziel von 133 Euro beibehalten. Zwar sind im Zuge der allgemeinen Börsenturbulenzen die Kurse der Vergleichsaktien gesunken; dieser Effekt konnte durch das gesunkene Zinsniveau jedoch vollständig kompensiert werden.

Fazit

Insgesamt lieferte Vectron unserer Meinung nach gute Zahlen, die unsere ambitionierten Erwartungen trafen. Zwar fiel der Umsatz geringfügig niedriger als von uns geschätzt aus, beim Ergebnis gelang Vectron jedoch eine Punktlandung auf unsere Prognose. Positiv überrascht hat uns die Dividendenkündigung, die mit 4,80 Euro sogar noch um 30 Cent über unseren Schätzungen lag.

Die bereits für 2007 bei 5,5 Prozent liegende Dividendenrendite, die nach unserer Ansicht über weiteres Steigerungspotenzial verfügt, liefert neben den vorhandenen Wachstumschancen der Aktie auch für renditeorientierte Investoren ein starkes Anlageargument. Außerdem überzeugte das Papier zuletzt durch seine beeindruckende relative Stärke. Wir empfehlen die Vectron-Aktie daher mit einem trotz der negativen Börsenentwicklung unveränderten Kursziel von 133 Euro weiterhin zum Kauf.

In Anbetracht der vergleichsweise geringen Streubesitz-Aktienzahl von lediglich circa 115.000 Stück und des damit einhergehenden begrenzten Handelsvolumens in der Vectron-Aktie raten wir in jedem Fall, Aufträge zu limitieren. Das Unternehmen hat jedoch bereits angekündigt, dieses „Problem“ durch den Beschluss eines Aktiensplits im Verhältnis 1:3 (d.h. aus einer Alt-Aktie werden drei neue Aktien) auf der anstehenden Hauptversammlung zu lösen.

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
16.05.2008	Hauptversammlung 2008 in Frankfurt
30.07.2008	Halbjahresbericht 2008

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 „Kaufem“ 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
23.10.2007	93,33 €	Kaufen	133,00

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	0,0%

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 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. 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.