

Akt. Kurs (11.08.08, 15:20, Xetra): 29,70 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **33,00 (40,00*) EUR**

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

Kurzporträt

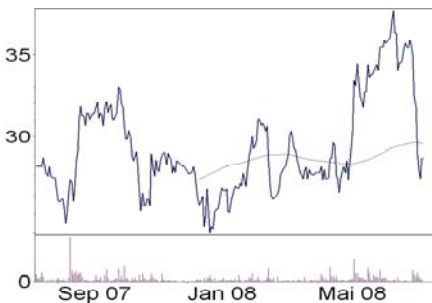
Die 1990 gegründete Vectron Systems AG ist Hersteller und Vertreiber von intelligenten Kassensystemen und Kommunikations-Software zur Vernetzung von Filialbetrieben.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	38,50 €	23,67 €
Aktueller Kurs:	29,70 €	
Aktienzahl ges.:	1.500.000	
Streubesitz:	23,0%	
Marktkapitalis.:	44,6 Mio. €	

Anlagekriterien

Halbjahreszahlen leicht unter den Erwartungen

Vectron veröffentlichte am 29. Juli seine Halbjahreszahlen für das laufende Geschäftsjahr 2008. Diese waren wie auch die letztjährigen Vergleichszahlen von aus Großaufträgen resultierenden Sondereffekten gekennzeichnet; hinzu kommt eine unterjährige Umsatzverschiebung. Konkret bildete sich der Umsatz um 12,7 Prozent auf 11,5 (Vj. 13,2) Mio. Euro zurück.



Quelle: Market-Maker

Die Ursache hierfür liegt in der Verschiebung der Einführung des neuen Kassensystems Vectron POS MobileXL, für das bereits weit über 500 Bestellungen vorliegen. Zudem macht sich der Großauftrag der süddeutschen Bäckereikette K&U (Edeka-Konzern) erst im zweiten Halbjahr positiv bemerkbar. Auf der anderen Seite waren die Vorjahreszahlen im ersten Halbjahr 2007 selbst durch einen Großauftrag positiv überzeichnet.

Die in das zweite Halbjahr verschobenen Erlöse machten sich bei einem mit knapp 3 Prozent auf 9,8 (10,1) rückläufigen Kostenblock folgerichtig in rückläufigen Ergebniskennzahlen bemerkbar. Der operative Gewinn (EBIT) sank um über 40 Prozent auf 1,9 (3,2) Mio. Euro. Im Zuge des Wegfalls außerordentlicher Aufwendungen in einer Größenordnung von knapp 0,5 Mio. Euro und einer normalisierten Steuerquote fiel der Rückgang beim Jahresüberschuss mit 29 Prozent auf 1,2 (1,7) Mio. Euro aber nicht ganz so deutlich aus.

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	20,9	25,4	25,4	28,0
<i>bisher</i>	---	---	29,0	32,2
EBIT	3,3	5,4	4,6	5,4
<i>bisher</i>	---	---	6,4	7,2
Jahresüb.	1,6	3,0	3,0	4,0
<i>bisher</i>	---	---	4,6	5,2
Erg./Aktie*	0,86	1,98	2,01	2,65
<i>bisher</i>	---	---	3,05	3,49
Dividende*	0,53	1,60	1,60	2,10
<i>bisher</i>	---	---	2,43	2,80
KGV	34,7	15,0	14,8	11,2
Div.rendite	1,8%	5,4%	5,4%	7,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

* um Ber.aktien im Verh. 1:3 bereinigt

Insgesamt lagen die Zahlen unter unseren Erwartungen. Positiv hingegen stimmt uns der um 16,3 Prozent auf 13,5 (11,6) Mio. Euro angewachsene Auftragseingang in Verbindung mit dem sich auf 3,1 (0,9) Mio. Euro mehr als verdreifachten Auftragsbestand. Diese Angaben untermauern die Unternehmensaussage, dass es sich lediglich um eine Umsatzverschiebung handelt.

Fiskalspeicher-Euphorie kurzfristig aus der Aktie entwichen

Am Tag der Halbjahreszahlen-Meldung bekam die Fiskalspeicher-Euphorie in der Vectron-Aktie einen kurzfristigen Dämpfer. Unter einem „Fiskalspeicher“ versteht man einen manipulations- und somit auch revisionssicheren Chip in den Kassensystemen, der eine nachträgliche Manipulation eingegebener Umsätze unmöglich macht. Der ursprüngliche Gesetzentwurf sah die Pflicht vor, jede Kasse im Einzelhandel und in der Gastronomie mit einem solchen Chip auszustatten.

Nach Protesten der Verbände aus Handel und Gastronomie, die in dieser Maßnahme eine nicht vertretbare Belastung ihrer Mitgliedsunternehmen sehen, löste die Bundesregierung diese Maßnahme aus dem Gesetzesvorhaben gegen die Schwarzarbeit heraus. Zudem hatten die Länder in dieser Angelegenheit noch Änderungsbedarf angemeldet, was das Gesetzesvorhaben in die Länge gezogen hätte. Mit dieser Änderung ist das Gesetz zur Bekämpfung der Schwarzarbeit nicht mehr im Bundesrat zustimmungspflichtig.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Laut Angaben des Wirtschaftsministeriums ist das Gesetzesvorhaben einer Einführung des Fiskalspeichers aber keineswegs vom Tisch. Es werde sich lediglich verzögern. Erfahrungen aus anderen Ländern wie beispielsweise der Tschechischen Republik zeigen, dass meist die Umsatzschwelle für die Pflicht zur Einführung noch geändert wird, um Kleinunternehmen nicht übermäßig zu belasten.

Die aus einer solchen gesetzgeberischen Maßnahme erwachsenden Umsatzpotenziale sind sowohl für den Gesamtmarkt der Kassensysteme als auch auf Vectron herunter gebrochen schwer einzuschätzen. So gibt es z.B. Schätzungen, die das Umsatzpotenzial allein für Vectron in 2010 auf rund 36 Mio. Euro und für 2011 auf noch einmal knapp 13 Mio. quantifizieren.

Wir sind diesbezüglich etwas vorsichtiger und fühlen uns in der Einschätzungen bestätigt, dass der Fiskalspeicher Zusatzumsätze für Vectron generieren, nicht jedoch den Vectron-Umsatz in andere Dimensionen hieven wird. Auch wir berücksichtigen zwar eine diesbezügliche Sonderkonjunktur in unseren Schätzungen, gehen jedoch von einem sehr pragmatischen endgültigen Gesetzentwurf aus, der zahlreiche Übergangs- und Vereinfachungstatbestände enthalten wird.

In Anbetracht der ausschließlichen Fokussierung vieler Kapitalmarktteilnehmer auf die Fiskalspeicher-Fantasie mahnen wir zu mehr Besonnenheit. So folgte dem übertriebenen bis zu 20-prozentigen Kursanstieg am 5. Juni nach der Meldung der Herauslösung dieser Thematik aus dem Gesetzespaket gegen Schwarzarbeit am 29. Juli ein fast 10-prozentiger Kursrutsch.

Unseres Erachtens stellten beide Kursauschläge – zuerst nach oben, dann wieder nach unten – eine Überreaktion dar. Der soliden Wachstumsstory von Vectron, die eben noch einen Schuss Extra-Fantasie enthält, wird diese Betrachtung aber nicht gerecht.

Schätzungen für 2008 im Zuge der neuen Nachrichten überarbeitet

In Anbetracht der Verzögerung bei der Einführung des neuen Kassensystems gehen wir davon aus, dass ein gutes zweites Halbjahr lediglich die Umsatzrückstände aus dem etwas enttäuschenden ersten Halbjahr ausgleichen wird. Demzufolge gehen wir nun im laufenden Geschäftsjahr von einem gegenüber 2007 konstanten Umsatz in Höhe von 25,4 (bisher 29,0) Mio. Euro.

Das EBIT sehen wir bei nahezu unveränderten Kostenquoten als Folge des fehlenden Umsatzes aus dem ersten Halbjahr nunmehr bei 4,6 (6,4) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss sollte sich bei 3,0 (4,6) Mio. Euro einpendeln, was ein Ergebnis je Aktie von 2,01 (3,05) Euro bedeuten würde. Unter Annahme einer weiterhin 80-prozentigen Ausschüttungsquote haben wir im Schlepptau dieser Änderungen folgerichtig auch unsere Dividendenschätzung für 2008 auf 1,60 (bisher 2,43) Euro reduziert.

Diese Revision bedeutet jedoch keineswegs eine Abkehr von unserer grundsätzlich positiven Meinung zur Vectron-Aktie, bezieht aber konjunkturelle Unwägbarkeiten stärker mit ein.

In 2009 rechnen wir zwar wieder mit einem deutlicheren Wachstum, haben unsere Schätzungen aber an den Basiseffekt aus 2008 angeglichen. Wir gehen somit von einem Umsatz in Höhe von 28,0 (32,2) Mio. Euro aus, was unter dem Strich zu einem Ergebnis je Aktie von 2,65 (3,49) Euro führen sollte. Demzufolge reduzieren wir auch hier unsere Dividendenschätzung auf 2,10 (2,80) Euro.

Die durch die zwar verzögerte, aber immer noch wahrscheinliche Einführung des Fiskalchips ab 2010 mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zu erwartenden zusätzlichen Umsätze fließen im Rahmen des Zwischenergebnisses aus dem DCF-Modell in unsere Betrachtung der Vectron-Aktie 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 von 14,5 (bisher 15,5) für 2008 errechnen wir auf Basis des geschätzten Vectron-Gewinns je Aktie von 1,83 (3,05) 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 23,23 (37,90) Euro je Anteilschein. Dieser deutlich niedrigere Wert resultiert aus den niedrigeren Bewertungen der Vergleichsaktien und unserer Anpassung der Gewinnschätzungen.

Eine zweite Indikation liefert unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 7,53%, 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 43,40 (42,33) Euro. Dieser etwas höhere Wert resultiert aus den von uns erwarteten zusätzlichen Umsätzen im Zuge der Einführung des Fiskalspeichers in verschiedenen Ländern ab 2010, die wir in unser Modell eingearbeitet haben, was die Rücknahme der kurzfristigen Schätzungen überkompensiert.

Der Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen ergibt 33,32 (bisher 40,12) Euro. Infolgedessen runden wir unser neues Kursziel auf 33 Euro.

Fazit

Die aktuell hohe Volatilität des Vectron-Aktienkurses zeigt, dass die Kapitalmarktteilnehmer bei der Bewertung der Aktie zwischen der „Fiskalspeicher-Euphorie“ und der auf Basis der Zahlen für das laufende Geschäftsjahr zu rechtfertigenden Bewertung schwanken. Bei der Beurteilung der Auswirkungen des Fiskalspeichers haben unseres Erachtens die Marktteilnehmer die Entwicklung zunächst zu euphorisch eingeschätzt, bevor sie nach den Verzögerung im Gesetzgebungsverfahren und den schwächer als erwarteten Halbjahreszahlen die Sachlage in die andere Richtung überbewertet haben.

Auch wir waren von den Halbjahreszahlen ein wenig enttäuscht. Wir denken jedoch, dass das weitere Wachstum nur etwas zeitverzögert kommt. Die in einschlägigen Internetforen und Börsendiensten teilweise kursierenden Dimensionen bezüglich der Zusatz-Umsätze durch die Fiskalspeicher halten wir für übertrieben. Zudem greifen die Umsätze hieraus erst ab 2010, was in diesen hektischen Börsenzeiten fernab des Anlagehorizontes vieler Anleger liegt.

Nachdem die Vectron-Aktie unser Kursziel zeitweise fast erreicht hatte, haben wir dieses vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen Unsicherheiten für das zweite Halbjahr auf 33 Euro herabgesetzt und raten daher derzeit „nur“ zum Halten des Papiers. An schwachen Tagen können vor allem dividendenorientierte Anleger (Rendite 5,4%) jedoch weiterhin Positionen aufbauen.

Aktionärsstruktur

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

Termine

Mitte Oktober 2008	Quartalszahlen 3 des Geschäftsjahres 2008
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*
23.05.2008	28,00 €	Kaufen	40,00 €
05.03.2008	29,63 €	Kaufen	44,33 €
23.10.2007	31,11 €	Kaufen	44,33 €

* bereinigt um Berichtungsaktien im Verhältnis 1 zu 3

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,2%	65,4%
Halten	25,8%	26,9%
Verkaufen	9,1%	7,7%

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.