

30. August 2023  
Research-Studie

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# VAS AG

## Starkes Wachstum mit innovativen Lösungen für die Energieerzeugung

Urteil: Speculative Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 9,10 € | Kursziel: 12,00 € (Ersteinschätzung)

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	11
Strategie.....	15
Finanzen.....	17
Equity-Story .....	19
DCF-Bewertung.....	21
Fazit .....	25
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	26
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	27
Impressum & Disclaimer.....	28

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Wals (bei Salzburg)
<b>Branche:</b>	Anlagenbau
<b>Mitarbeiter:</b>	15
<b>Rechnungslegung:</b>	UGB
<b>ISIN:</b>	AT0VASGROUP3
<b>Ticker:</b>	VAS:AV
<b>Kurs:</b>	9,10 Euro
<b>Marktsegment:</b>	direct market plus (Wien)
<b>Aktienzahl:</b>	3,0 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	27,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	25,6 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	2,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	10,00 / 4,50 Euro
<b>Ø Umsatz (Wien, 3 M):</b>	2,5 Tsd. Euro

## Kurzportrait

Die VAS-Gruppe hat sich auf die Planung und Realisierung kompletter Heiz- und Kraftwerke für die Wärmeproduktion bzw. die kombinierte Strom- und Wärmeerzeugung im Leistungsbereich von 2 bis 30 MW spezialisiert. In der mehr als 30-jährigen Firmenhistorie wurden Lösungen von VAS in über 400 Anlagen installiert. Die Kraftwerke verwerten Festbrennstoffe wie Holzschnittel oder Waldabfälle, aber auch komplizierte Ressourcen wie behandeltes Altholz, speziell aufbereitete Gewerbeabfälle (SRF) sowie Recyclingreststoffe (RDF). Dank einer langjährigen Entwicklungsarbeit arbeiten die Kraft- und Heizwerke von VAS hocheffizient, wobei das selbst entwickelte Enback-System stabile Verbrennungsprozesse auch in niedrigen Lastbereichen sichert. Die VAS AG als Holdinggesellschaft ist seit dem letzten Jahr börsennotiert. An das Unternehmen wurde bereits das Servicegeschäft der Gruppe und der Anlagenbau für die innovativsten Technologien übertragen, außerdem hat die AG ein Joint-Venture für die Automatisierung und Systemsteuerung gegründet. Der Transfer der restlichen Anlagenbauaktivitäten der VAS-Gruppe an die Aktiengesellschaft ist geplant, aber noch nicht vollzogen.

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	3,6	8,4	14,9	19,4	22,5	24,1
EBIT (Mio. Euro)	0,7	0,5	1,0	1,7	2,3	2,5
Jahresüberschuss	0,5	0,4	0,8	1,3	1,8	2,0
EpS	0,15	0,12	0,23	0,41	0,54	0,60
Dividende je Aktie	0,03	0,03	0,06	0,10	0,16	0,21
Umsatzwachstum		136,3%	77,0%	29,6%	16,0%	7,4%
Gewinnwachstum		-19,2%	85,2%	76,1%	32,8%	11,4%
KUV	8,31	3,93	2,65	1,85	1,45	1,29
KGV	59,0	73,1	39,5	22,4	16,9	15,1
KCF	11,0	407,0	-	34,0	8,4	5,7
EV / EBIT	37,4	49,0	25,8	14,7	11,0	10,1
Dividendenrendite	0,3%	0,3%	0,6%	1,1%	1,8%	2,3%

# Executive Summary

---

- **Führender Anbieter von effizienten Kraft- und Heizwerken:** Die VAS-Gruppe hat sich auf kleine, dezentral realisierbare und sehr effiziente Kraft- und Heizwerke im Leistungsbereich von 2 bis 30 MW fokussiert, die Festbrennstoffe nutzen. Im Besitz der börsennotierten AG befinden sich bereits die Servicegesellschaft, der Anlagenbau für die innovativsten Technologien sowie die Anteile an einem Joint-Venture. Die übrigen Anlagenbauaktivitäten der VAS-Gruppe sollen auch noch vollständig eingebracht werden, sobald die Modalitäten dafür geklärt sind, um damit die Konzernbildung unter dem Dach der AG abzuschließen.
- **Große Marktchancen:** Die Abschaltung von Grundlastkapazitäten (insb. Kohlekraftwerke) und die Schwankungen in der Energieproduktion mit Windkraft und PV schaffen einen steigenden Bedarf für schnell realisierbare, grundlastfähige Kraftwerke mit einer hohen Lastflexibilität. Genau diese Nachfrage bedient VAS mit seinen Lösungen. Besonders große Chancen bietet aus Sicht des Managements aktuell der Bereich der RDF-Anlagen, die mit Recyclingreststoffen einen Brennstoff nutzen, der gut verfügbar ist und eine dezentrale, (größtenteils) autarke Energieversorgung ermöglicht.
- **Mehrere Wachstumstreiber:** Das Unternehmen stößt aktuell auf eine große Nachfrage, so dass die Anfragen die Kapazitäten übersteigen. Zur Verstetigung dieses positiven Trends arbeitet die Gesellschaft an einer Ausweitung des internationalen Vertriebs, wobei der Fokus thematisch auf Anlagen, die Ersatzbrennstoffe verwerten, und geographisch auf Europa liegt. Für die internationale Expansion will VAS künftig auch stärker Partner einbinden, was durch die neue Konzernstruktur erleichtert wird. Ein weiterer Wachstumsschwerpunkt ist das Service-Geschäft. Hier soll u.a. das Angebot um die technische Betriebsführung von Anlagen erweitert werden, womit zukünftig auch Kraft- und Heizwerke gemeinsam mit Finanzinvestoren realisiert werden könnten.
- **Noch keine konsolidierten Zahlen:** Das vorliegende Zahlenwerk bietet noch kein vollständiges Bild, ein konsolidierter Abschluss ist geplant, sobald die anvisierte Konzernstruktur durch die Übertragung weiterer Aktivitäten an die Aktiengesellschaft erreicht wurde. Die VAS Service GmbH als eine wesentliche operative Einheit unter dem Dach der AG hat im letzten Jahr einen Umsatz von 2,4 Mio. Euro und ein EBITDA von 0,34 Mio. Euro erzielt. Die VAS Advanced Incineration GmbH, ebenfalls im Besitz der AG, befindet sich noch im Aufbau, hatte aber bereits im letzten November einen Auftragsbestand von 4,2 Mio. Euro, dessen EBITDA-Beitrag für 2023 im Fall einer plangemäßen Abarbeitung schon bei 0,25 bis 0,35 Mio. Euro liegen könnte.
- **Aussichtsreicher Börsenneuling:** VAS eröffnen sich derzeit große Wachstumschancen und die Börsennotiz schafft eine gute Basis, um diese zu realisieren. Wir erwarten eine sehr positive Entwicklung insbesondere im Bereich der Anlagen, die Ersatzbrennstoffe nutzen, und haben auf Basis unseres Expansionsmodells ein Kursziel von 12,00 Euro ermittelt, das zu dem Urteil „Speculative Buy“ führt. Die spekulative Komponente der Empfehlung beruht auf der noch geringen Datenbasis, außerdem soll noch ein Teil der VAS-Gruppe in die AG eingebracht werden. Unsere Bewertung beruht aber auf dem aktuellen Status-quo.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- VAS verfügt über eine langjährige Expertise in der Planung und Realisierung von Kraft- und Heizwerken im Leistungsbereich von 2 bis 30 MW.
- Die hohe Effizienz der Anlagen und die ausgeprägte Teillastfähigkeit dank dem selbst entwickelten Enback-System sind wichtige USPs.
- Der Fremdbezug von Komponenten (auf Basis eigener Spezifikationen) sichert kontinuierlich einen Rückgriff auf die beste verfügbare Technologie. Dafür wurde ein breites Lieferantennetzwerk aufgebaut.
- Das Unternehmen kann zahlreiche renommierte Referenzkunden in mehreren europäischen Ländern vorweisen.
- Dank der meist langjährigen Betreuung von realisierten Anlagen verfügt die VAS Service GmbH über hohe Erlöse mit wiederkehrendem Charakter.

## Chancen

- Der Ukrainekrieg und die anschließende Energiekrise haben den Bedarf für eine dezentrale, sichere Grundversorgung erhöht.
- Die Nutzung alternativer Brennstoffe bietet noch ein sehr hohes Potenzial.
- Die Tochter VAS AI hatte schon im letzten November einen Auftragsbestand von 4,2 Mio. Euro, zudem befanden sich Verträge im Volumen von 12 Mio. Euro im Verhandlungsstadium.
- Aktuell übersteigt die Nachfrage die Kapazitäten. VAS kann sich daher auf sehr margenstarke Projekte konzentrieren.
- Mit einer weiteren Internationalisierung kann noch ein hohes Marktpotenzial erschlossen werden.
- Die Aktie könnte nach dem Abschluss der Einbringungen neu bewertet werden.

## Schwächen

- Noch gibt es keinen konsolidierten Konzernabschluss, die Informationsbasis ist daher noch schmal. Zusätzlich leidet die Transparenz noch unter den engen Leistungsverflechtungen zu Schwertgesellschaften außerhalb des AG-Konzerns.
- Die Einbringung aller Anlagebauaktivitäten der VAS-Gruppe in die VAS AG ist noch nicht abgeschlossen.
- Aufgrund begrenzter finanzieller Ressourcen können große Projekte nur mit substanziellen Anzahlungen gestemmt werden.
- Das Geschäft ist stark von einzelnen Projekten abhängig.
- Kleines Team bedingt Abhängigkeit von Schlüsselpersonen.
- Nach der Aufnahme der Börsennotiz im letzten Dezember ist die Liquidität der Aktie noch gering, auch der Freefloat ist niedrig.

## Risiken

- Kostenrisiko bei länger laufenden Festpreisprojekten, insb. in einem stark inflationären Umfeld.
- Der aus dem Ukrainekrieg resultierende Nachfrageschub könnte sich wegen wieder deutlich sinkender Energiepreise abschwächen.
- Immer strengere Vorschriften für Energieanlagen sind ein Treiber für das Geschäft, sorgen aber auch für anspruchsvolle Projektanforderungen.
- Nachfolgeprozess für den Gründer, Vorstand und technischen Know-how-Träger, Ingenieur Norbert Thurner (Jahrgang 1956), läuft, ist aber noch nicht abgeschlossen.
- Die Personalgewinnung wird zunehmend anspruchsvoller.

# Profil

## Spezialist für Kraft- und Heizwerke

Die VAS Gruppe mit Sitz in Salzburg/Wals geht auf eine erste Firmengründung von Ingenieur Norbert Thurner im Jahr 1989 zurück. Das Kürzel VAS steht für Verfahrenstechnik und Anlagensysteme, wobei sich die Gesellschaft auf die Planung und schlüsselfertige Realisierung von Kraft- und Heizwerken spezialisiert hat, die im Leistungsbereich von 2 bis 30 MW angesiedelt sind und für die Energieerzeugung feste Brennstoffe (Biomasse, Ersatzbrennstoffe) nutzen. Die gesamte Gruppe besteht aktuell aus fünf operativen Unternehmen und zwei Immobilienunternehmen. Hier von befinden sich derzeit drei operative Einheiten im Besitz der seit dem letzten Jahr börsennotierten VAS AG. Die übrigen Anlagenbauaktivitäten der Gruppe sollen nach der Klärung übernahmerekonvener Sachverhalte (Bewertung etc.) von dieser ebenfalls übernommen werden, aktuell werden diese von der VAS-Energy Systems GmbH und VAS Energy Systems International GmbH erbracht. Die zwei Immobilienunternehmen sollen nicht übertragen werden, weswegen sie auch nicht Gegenstand dieser Analyse sind.

## Realisierung kompletter Anlagen

In der Anfangszeit hat sich VAS zunächst auf die Abgasaufbereitung konzentriert und zusammen mit Feuerungsherstellern erste Anlagen konzipiert. Aus den Aktivitäten in diesem Bereich wurde schnell ersichtlich, dass für eine Optimierung der Effizienz und der Emissionen der Energieerzeugung ein ganzheitlicher Blick auf alle wesentlichen Komponenten und Prozesse von Kraft- und Heizwerken notwendig ist. Das Unternehmen hat daher die eigenen Kompetenzen schrittweise in Richtung einer ganzheitlichen Planung neuer Werke erweitert und 1999 erstmals eine komplette VAS-Anlage zur Warmwasserproduktion in Österreich realisiert. Weitere Meilensteine der Firmenhistorie waren die im Jahr 2004 umgesetzte Errichtung der ersten Thermalöl-Gesamtanlage für die Wärme- und Stromerzeugung, ebenfalls in Österreich, sowie die Realisierung der ersten größeren An-

lage zur Verbrennung von Ersatzbrennstoffen in Großbritannien im Jahr 2016.

## Keine eigene Teileproduktion

Die Kraft- und Heizwerke werden von VAS komplett geplant, realisiert und in der Regel im Anschluss weiter betreut. Bei der Realisation werden auch externe Partner eingebunden. Eine Schlüsselkompetenz der Gruppe liegt in der individuellen Gesamtplanung einer Anlage, die exakt auf die Bedürfnisse eines Kunden abgestimmt wird (bspw. im Hinblick auf die verfügbaren Brennstoffe und die Nutzung der erzeugten Energie). Gegenüber Standardlösungen können so in der Regel erhebliche Effizienz- und Emissionsvorteile gehoben werden. Dafür werden die wesentlichen Komponenten der Werke im Planungsprozess an die spezifischen Erfordernisse angepasst – das Unternehmen verfügt dafür über ein umfassendes technisches Know-how. Die Herstellung der Module übernimmt VAS dann nicht selbst, sondern vergibt diese an Lohnfertiger. Dafür wurde im Laufe der Jahre ein größeres Netzwerk geschaffen, so dass es für alle Schlüsselemente mindestens zwei Produzenten gibt.

## Komplexe Leistung









VAS erbringt damit eine sehr komplexe Leistung, da die Gesamtplanung insbesondere den Brennstofftransport, den Verbrennungsprozess, die Wärmeübertragung und die Abgasreinigung abdecken und optimieren muss. Nur mit einer Abstimmung aller Teilprozesse sowie einer Anpassung der eingesetzten Steuerungssoftware können Effizienzverbesserungen gehoben werden. Daher ist das Know-how bezüglich der technologischen Anforderungen von überragender Bedeutung, was eine Spezialisierung erfordert. Das Unternehmen bietet seinen Kunden drei verschiedene Anlagentypen an: Warmwasseranlagen, Thermoölanlagen und Dampfanlagen. Alle Lösungen basieren auf der Verbrennung von Feststoffen (siehe unten) und liegen in der Regel in einem Leistungsbe-

reich zwischen 2 und 30 MW (eine Linie). Als synergetische Erweiterung der Werke werden inzwischen auch Absorptions-Wärmepumpen eingesetzt, mit denen der Brennstoffverbrauch deutlich reduziert werden kann. Außerdem arbeitet VAS an Lösungen für die CO<sub>2</sub>-Absorption (siehe Kapitel Strategie).

### Enback-System als USP

Eine sehr wichtige Problemstellung für die Anlagenkonzeption ist der Umgang mit starken Lastschwankungen, insbesondere zwischen der Sommer- und

Winterperiode mit niedrigem bzw. hohem Wärmebedarf. Für große Anlagen ist ein Teillastbetrieb unter 90 Prozent der Leistung oft nicht unproblematisch, da die Stabilität des Brennprozesses dann rapide abnimmt. Zu dessen Stabilisierung wird in dem Fall meist auf Fremdenergie (etwa aus der Öl- oder Gasverbrennung) zur Unterstützung zurückgegriffen. Mitunter sind für die unterschiedlichen Lastphasen sogar zwei Werke notwendig, ein großes und ein kleines. Anlagen von VAS verkraften hingegen auch eine Reduktion der Last auf 40 Prozent – und noch deut-

		
<p><b><a href="#">AGRO Energie Rigi powered by waste wood</a></b></p> <p>Schweiz 18 MW thermisch + 6,2 MW elektrisch Dampf</p>	<p><b><a href="#">Biomass Plant British Sky Broadcasting</a></b></p> <p>Großbritannien 6,5 MW thermisch + 1 MW elektrisch Thermalöl</p>	<p><b><a href="#">Biomass Plant Malteurop Poland</a></b></p> <p>Polen 6,5 MW thermisch + 1 MW elektrisch Thermalöl</p>
		
<p><b><a href="#">Biomass Plant Bruneck I-IV</a></b></p> <p>Italien Von 6,5 MW bis 16 MW Thermalöl/Warmwasser</p>	<p><b><a href="#">Biomass Plant Heathrow Airport</a></b></p> <p>Großbritannien 7,8 MW thermisch + 1,8 MW elektrisch Thermalöl</p>	<p><b><a href="#">Biomass Plant AGRO Energie Schwyz</a></b></p> <p>Schweiz 8,5 MW thermisch + 1,5 MW elektrisch Thermalöl</p>
		
<p><b><a href="#">Biomass Plant La Roche-en-Brenil</a></b></p> <p>Frankreich 10,5 MW thermisch Heißgas</p>	<p><b><a href="#">Biomass Plant Sheffield (UK)</a></b></p> <p>Großbritannien 26 MW thermisch + 6,5 MW elektrisch Thermalöl</p>	

Referenzen; Quelle: Unternehmen

lich niedrigere Werte (bis 10 Prozent), wenn das selbst entwickelte Enback-System genutzt wird. Das Unternehmen hat diese technologische Lösung für starke Lastschwankungen vor fünf Jahren am Markt eingeführt und sieht darin einen starken Wettbewerbsvorteil.

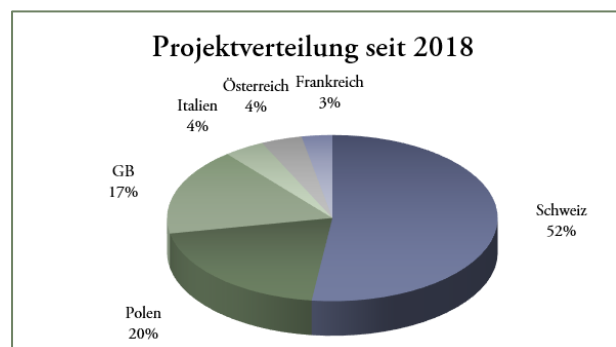
### Fokus: Ersatzbrennstoffe

Ebenfalls von großer Bedeutung für die Anlagekonzeption ist die Beschaffenheit des Brennstoffs. In Abhängigkeit von der Homogenität, dem Brennwert und möglichen Schadstoffbelastungen variieren die Ansprüche an die Konzeption eines Kraft- oder Heizwerks sehr deutlich. Während die Verwertung von Hackschnitzeln oder Waldabfällen vergleichsweise einfach ist, resultieren aus der Nutzung von behandeltem Altholz schon deutlich höhere Anforderungen. Da der Trend dahin geht, immer mehr Reststoffe für die Energieproduktion einzusetzen, wachsen die Anforderungen an die Planung einer Anlage entsprechend. Zu den Ersatzbrennstoffen zählen u.a. die sogenannten „Solid derived Fuels“ (SRF), die aus ungefährlichen Gewerbeabfällen wie Papier/Pappe, Holz, Textilien und/oder Kunststoff hergestellt werden, sowie – die Königsdisziplin bezüglich der technischen Anforderungen – die „Refuse Derived Fuels“ (RDF). Das sind Reststoffe von Haushalten und Unternehmen nach der Absonderung von recycelbaren Stoffen mit entsprechend heterogener Zusammensetzung. VAS hat bereits eine erste RDF-Anlage in Polen in Betrieb genommen. Noch aber realisiert VAS vor allem Anlagen für die Nutzung von Altholz (ca. 60 Prozent der jüngsten Projekte) und von klassischer Biomasse.

### Umfangreiche Referenzen

Die Kraft- und Heizwerke haben eine Lebenszeit von bis zu 30 Jahren und eine Jahresverfügbarkeit von bis zu 8.400 Stunden. Das Unternehmen kann auf eine breite Palette von Referenzen verweisen (siehe Übersicht auf der vorherigen Seite): Inzwischen wurden knapp 100 Komplettanlagen geplant und realisiert, Lösungen der Gesellschaft sind sogar in über 400 Anlagen weltweit im Einsatz. Zu den wichtigsten Projekten der jüngeren Zeit gehören eine 2021 fertiggestellte 26-MW-Dampfanlage (mit Altholz als Brennstoff) in der Schweiz und eine 8,3 MW-Thermoöl-Anlage (mit

Biomasse als Brennstoff) in Polen. Zum Kundenkreis von VAS zählen Einrichtungen und Unternehmen, die Energie anbieten oder selbst größeren Bedarf haben, also Kommunen und Gesellschaften der öffentlichen Hand, Versorger, Industrieunternehmen sowie Abfallwirtschaftsunternehmen.



Quelle: Unternehmen

### Gesamte Gruppe: Mehr als 20 Mio. Euro Betriebsleistung

Seit 2018 wurden von der gesamten VAS-Gruppe zwölf Anlagen in vier Ländern realisiert, wobei der Schwerpunkt auf der Schweiz und Polen lag. Die Betriebsleistung der Gruppe summierte sich im Jahr 2021 auf ca. 23,5 Mio. Euro (nicht konsolidiert, für 2022 liegen noch nicht alle Abschlüsse vor). Das ist aber nicht gleichbedeutend mit den Erlösen der AG inklusive ihrer Töchter (Als-ob-Konzern), da, wie bereits ausgeführt, das Anlagenbaugeschäft noch nicht vollständig eingebracht wurde. Noch „extern“ sind einerseits die VAS-Energy Systems GmbH (Betriebsleistung 2021: 12,0 Mio. Euro), deren Fokus auf der Planung und Realisierung von Biomasse- und Altholzanlagen in Westeuropa liegt, und andererseits um die VAS Energy Systems International GmbH (Betriebsleistung 2021: 8,5 Mio. Euro), die dasselbe Geschäft in Osteuropa (und England) betreibt. Ziel ist aber, sämtliche operativen Anlagebauaktivitäten der Gruppe unter dem Dach der VAS AG als Holdinggesellschaft zu bündeln. Die Aufteilung des Geschäfts auf verschiedene Gesellschaften ist auf die Konzernpolitik zurückzuführen, zur Know-how-Bündelung (durch Bildung spezialisierter Teams) und Risikodiversifikation für die Erschließung neuer Märkte und/oder neuer Technologien Tochtergesellschaften zu gründen.



## Seit 2022 börsennotiert

Die Aktien der VAS AG werden seit Dezember letzten Jahres am Direct Market Plus der Börse Wien gehandelt. Zur Sicherstellung des nötigen Streubesitzes wurden von dem vorherigen Alleinaktionär, der VAS Holding GmbH, im Vorfeld knapp 56 Tsd. Aktien zu Kursen zwischen 3,62 und 4,50 Euro bei ausgewählten Investoren (insgesamt 23) platziert. Der Durchschnittskurs dieser Verkäufe (4,04 Euro) stellte auch die Basis für den indikativen Referenzpreis (4,00 Euro) zur Listing-Aufnahme dar. Inzwischen liegt der Freefloat bei 2,11 Prozent, die übrigen 97,89 Prozent sind noch im Besitz der VAS Holding GmbH, die wiederum dem VAS-Gründer Norbert Thurner gehört.

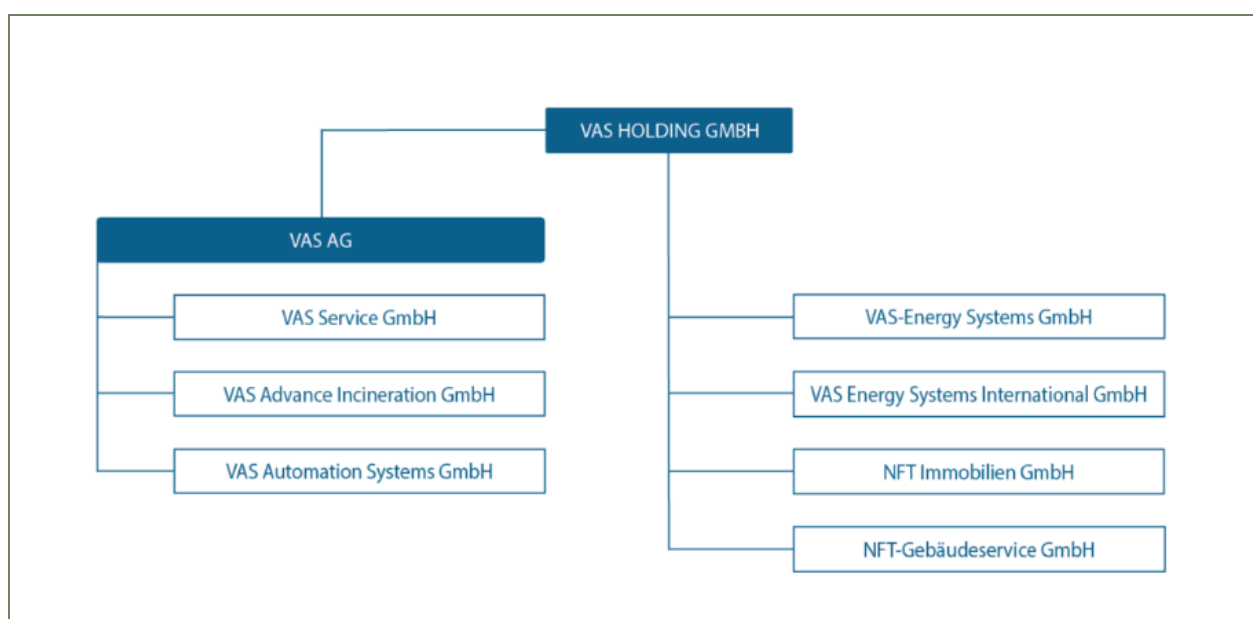
## VAS Service GmbH eingebracht

Eingebracht in die AG wurden im Vorfeld der Notizaufnahme sämtliche Anteile der VAS Service GmbH im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage. Im Zuge dessen wurden 2,93 Mio. neue Aktien ausgegeben (und die Aktienzahl so auf 3 Mio. erhöht), womit der vom Wirtschaftsprüfer ermittelte Verkehrswert der Gesellschaft in Höhe von 3 Mio. Euro abgebildet wurde. In der VAS Service GmbH wurden mit der Gründung im Jahr 2018 die Serviceleistungen für Anlagen nach der Inbetriebnahme ge-

bündelt. Im letzten Jahr hat die Gesellschaft damit einen Umsatz von 2,4 Mio. Euro erzielt. Zum Leistungsspektrum zählen insbesondere die Unterstützung im laufenden Betrieb (bspw. die Fernüberwachung und Fehlerdiagnose), aber auch die Schulung von Mitarbeitern, die Wartung, Instandhaltung und Reparatur (inklusive Bereitstellung von Ersatzteilen) sowie die Umsetzung von Modernisierungsmaßnahmen. Entsprechende Dienstleistungspakete werden in der Regel beim Verkauf einer Anlage beauftragt, wobei die initiale Vertragslaufzeit üblicherweise bei zwei bis drei Jahren liegt. Im Rahmen eines Kontrakts erhält VAS eine feste Pauschale pro Monat sowie variable Zahlungen (in Abhängigkeit vom tatsächlichen Aufwand) für Betriebsmittel. Nach Ablauf dieser ersten Phase erhält die VAS Service GmbH meist Folgeaufträge, wobei es möglich ist, dass ein Teil der Leistungen von den Kunden selbst übernommen wird.

## VAS AI als Wachstumstreiber

Ebenfalls im Vorfeld der Börsennotiz hat die VAS AG die Anteile der VAS Advanced Incineration GmbH (VAS AI) für einen Kaufpreis von 65 Tsd. Euro vollständig erworben. Zu dem Zeitpunkt war die Gesellschaft im Prinzip noch eine Hülle, aber das Geschäftsfeld der Tochter ist ein großer Hoffnungsträger für das künftige Wachstum. Denn VAS AI richtet ihren Fokus auf Themen mit großen Innovations- und



*Aktuelle Struktur der VAS-Gruppe; Quelle: Unternehmen*

Wachstumspotenzialen. Dazu gehören Waste-to-Energy, die Nutzung von Altholz sowie RDF, der Einsatz von Absorptionswärmepumpen und die CO<sub>2</sub>-Absorption. Der Geschäftsaufbau ist im letzten Jahr sehr erfreulich angelaufen, Mitte November 2022 hatte das Unternehmen bereits Aufträge im Volumen von 4,2 Mio. Euro mit einem voraussichtlichen durchschnittlichen Umsetzungszeitraum von zehn Monaten akquiriert, außerdem befanden sich weitere Aufträge mit einem Volumen von 12 Mio. Euro im Verhandlungsstadium. Flankiert wird der anvisierte dynamische Wachstumsprozess durch den Aufbau der nötigen Personalkapazitäten. Mittlerweile sind der technische Leiter der gesamten VAS-Gruppe und zwei Geschäftsführer bei VAS AI angestellt.

### VAS Automation neu gegründet

Für den Bedarf an Automatisierungs- und Steuerungstechnik hatte VAS die VAS Automation GmbH gegründet, die die Erwartungen aber nicht erfüllt hat. Deswegen wurde unter dem Dach der AG nun eine neue Initiative zusammen mit einem Partner gestartet. Gemeinsam mit dem Unternehmer Christian Linke von der Linke Automation Systems GmbH, mit dem die Gruppe bereits seit vielen Jahren in Projekten zusammenarbeitet, wurde die Gesellschaft VAS Automation Systems GmbH gegründet, an der VAS 70 Prozent und der Partner 30 Prozent der Anteile hält. Sämtliche Automatisierungs- und Steuerungsthemen von VAS werden künftig von dem Joint-Venture betreut. Dafür wird sukzessive ein Personalstamm aufgebaut, es kann aber auch – insbesondere in der Anfangszeit – auf Ressourcen von Linke Automation Systems zurückgegriffen werden.

### Personalressourcen gepoolt

Die flexible Ausstattung mit Personalkapazitäten ist ein wesentliches Merkmal der gesamten Gruppe: Die

Mitarbeiter werden immer da eingesetzt, wo gerade der größte Bedarf ist, wobei adäquate Verrechnungspreise dafür sorgen sollen, dass die Belastungen zwischen den Einzelgesellschaften nach Inanspruchnahme fair verteilt werden. Der größte Teil der im AG-(Teil-)Konzern angestellten Mitarbeiter entfällt im Moment auf die VAS Service GmbH, deren fixer Personalstamm sich auf zehn Personen beläuft (davon zwei Bürokräfte). Das Team wird bei Bedarf immer mit externen Ressourcen verstärkt, wofür ein breites Netzwerk besteht. In der Sommersaison, in der viele Anlagen bei niedriger Auslastung gewartet werden können, übersteigt die Zahl der Saisonmitarbeiter (bspw. Schweißer, Schlosser, etc.) den Stamm in der Regel um ein Mehrfaches.

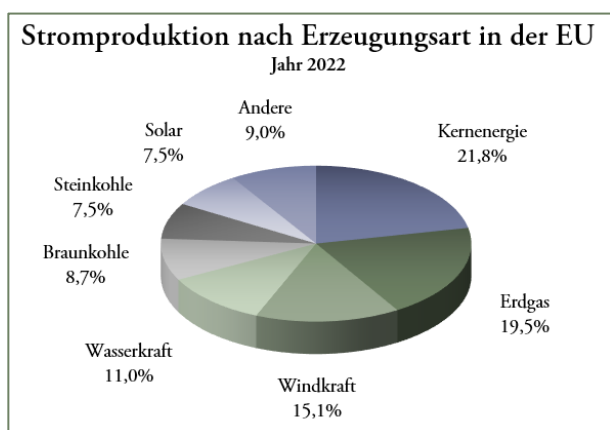
### AG schlank aufgestellt

Die AG selbst ist als Holdinggesellschaft sehr schlank aufgestellt, die einzigen beiden Beschäftigten sind die Vorstände Norbert Thurner und sein Sohn Lukas Thurner. Während sich Lukas Thurner um die strategische Entwicklung des Unternehmens und die finanzielle Steuerung kümmert, liegt der Schwerpunkt von Norbert Thurner auf Technologie und Innovation. Es findet aber bereits ein fließender Know-how-Übergang auf das Techniker-Team der VAS-Gruppe statt, mit dem die Nachfolge von Norbert Thurner (Jahrgang 1956) geregelt und die Verantwortung auf mehrere Schultern verteilt wird. Derzeit verfügt die VAS-Gruppe über zwei leitende Techniker, die die Projekte und die Technologie im Ganzen im Blick haben, und mehrere Baugruppenleiter, die das Detailwissen in den einzelnen Geschäftsfeldern besitzen. Hilfreich für den Wissenstransfer ist eine umfangreiche Dokumentation aller Projekte, mit der das Know-how zu spezifischen Fragestellungen und Problemlösungen festgehalten wurde und wird.

# Marktumfeld

## Klassische Erzeugung überwiegt noch

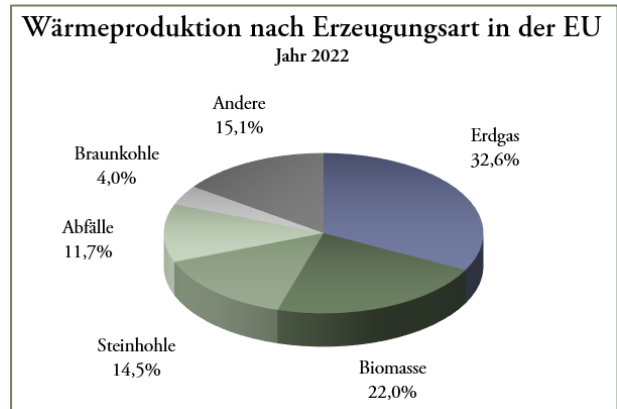
Trotz aller Fortschritte beim Ausbau der Erneuerbaren Energien werden Strom und Wärme in der EU immer noch überwiegend mit fossilen Brennstoffen und Kernenergie erzeugt. Letztere lieferte 2022, trotz eines deutlichen Rückgangs (wegen eines umfangreichen Wartungsbedarfs und Wasserknappheit im Sommer, die die Produktion insb. in Frankreich erschwerte), mit 21,8 Prozent den größten Beitrag zur gesamten EU-Stromproduktion von 2,8 Mio. GWh. Auf Erdgas, Braunkohle und Steinkohle entfielen kumuliert weitere 35,6 Prozent, dagegen lag der Anteil von Solar sowie Wind- und Wasserkraft insgesamt bei 33,6 Prozent.



Datenquelle: eurostat

## ...auch in der Wärmeerzeugung

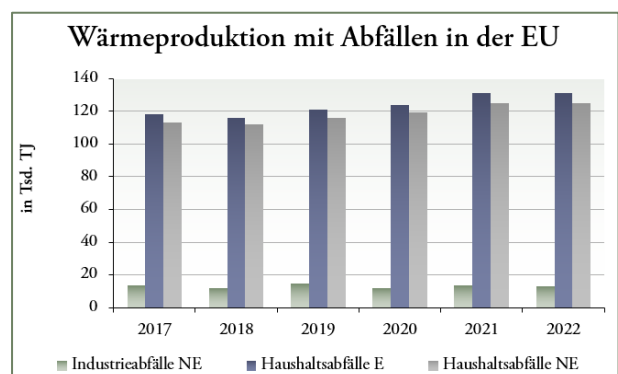
In der Wärmeerzeugung (mit einem Gesamtvolumen von 2,3 Mio. TJ) ist das Bild nicht anders, dort war letztes Jahr (trotz des Preispeaks nach dem Ausbruch des Ukrainekriegs) noch die Nutzung von Erdgas mit 34,3 Prozent am wichtigsten, gefolgt von Biomasse mit 22,0 Prozent. Stein- und Braunkohle waren für weitere 18,5 Prozent der Wärmeerzeugung verantwortlich und Abfälle für 11,7 Prozent (Datenquelle: eurostat).



Datenquelle: eurostat

## Abfallnutzung nimmt zu

Während die Nutzung von Abfällen in der Stromerzeugung der EU noch keine wichtige Rolle spielt (der Anteil am gesamten EU-Stromoutput lag im letzten Jahr bei 1,5 Prozent), leistet sie in der Wärmeerzeugung bereits einen bedeutenden Beitrag – mit steigender Tendenz. Betrug die Wärmeerzeugung aus Abfällen 2017 noch 244,9 Tsd. TJ bzw. 10,0 Prozent des Gesamtmarktes, lag sie im letzten Jahr bei rd. 270 Tsd. TJ resp. 11,7 Prozent. Die Nutzung nicht-erneuerbarer Industrieabfälle stagnierte in diesem Zeitraum allerdings auf niedrigem Niveau, das Wachstum resultierte stattdessen aus dem Bereich der Haushaltsabfälle (Datenquelle: eurostat).



Legende: E – Erneuerbar, NE – Nicht Erneuerbar; Datenquelle: eurostat

## Stetiges Branchenwachstum

Die Zahlen bringen den stabilen Wachstumstrend der Branche zum Ausdruck. Nach den Daten des Branchenverbands CEWEP hat im letzten Jahrzehnt die Zahl der Müllverbrennungsanlagen in der EU (plus UK, Norwegen und Schweiz) von 452 auf 504 zugelegt (CAGR 1,1 Prozent) und die verwertete Müllmenge ist damit von 73,4 auf 100,6 Mio. Tonnen (CAGR 3,2 Prozent) gestiegen (siehe Abbildung unten). Bislang entfällt der Großteil auf die konventionelle Müllverbrennung in großen Anlagen. Diese ist allerdings mit verschiedenen Problemen behaftet, sie verursacht u.a. ein großes Verkehrsaufkommen sowie Lärmemissionen durch die Sammlung und zentralisierte Verwertung der Reststoffe. Daher rückt die dezentrale Nutzung in kleineren Anlagen mit modernster Technologie inzwischen stärker in den Blickpunkt. Bei dieser Lösung sorgt die Verbrennung mit sehr hohen Temperaturen dafür, dass die Abgase faktisch frei von gefährlichen Stoffen sind, und es können lokal verfügbare Ressourcen (Biomasse, Altholz, Reststoffe) als Ersatz für fossile Brennstoffe genutzt werden. Die Anlagen bieten zudem die Chance für eine kombinierte Erzeugung von Strom und Wärme (Kraft-Wär-

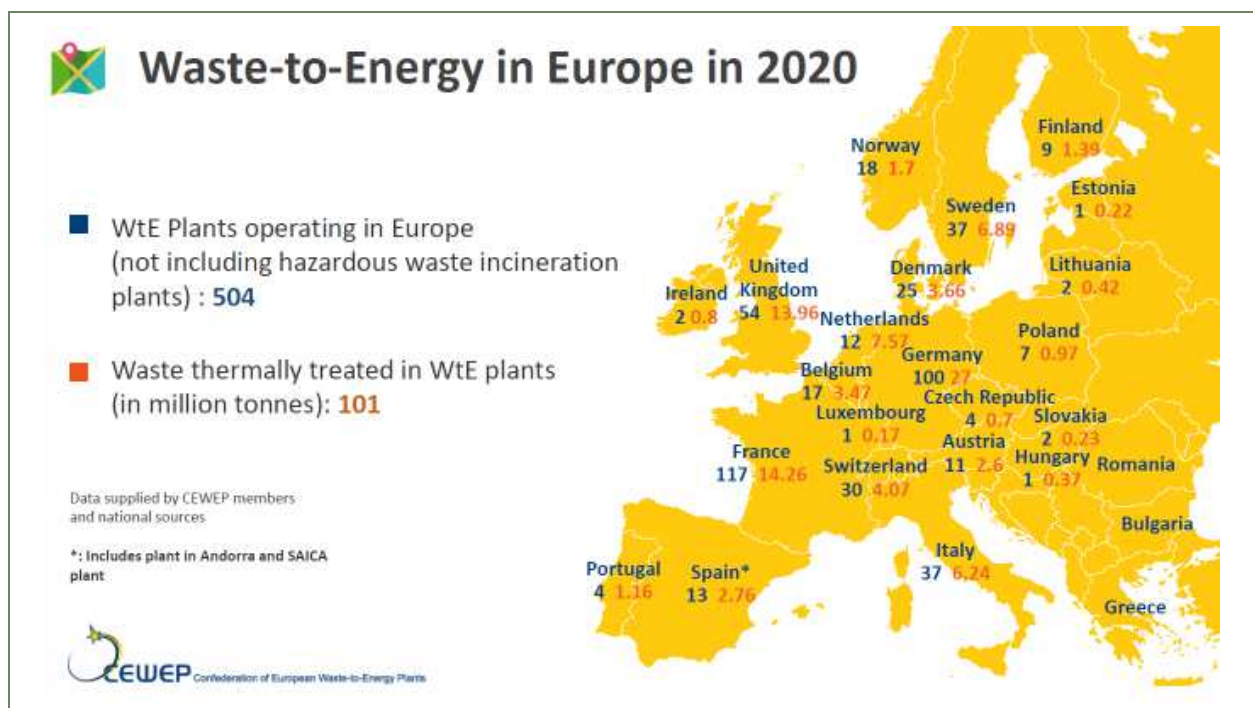
me-Kopplung) und damit für eine sehr effiziente Energiebereitstellung.

## Deponierate soll deutlich sinken

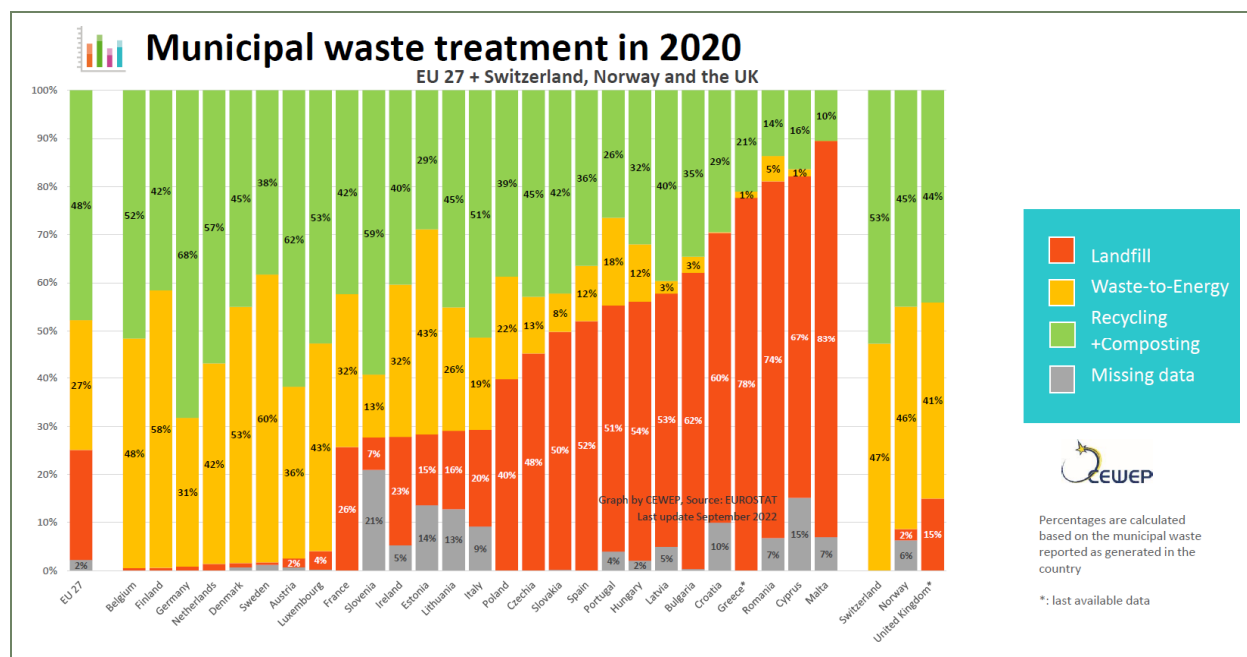
Die EU hat im Jahr 2018 mit einer neuen Abfallrichtlinie ambitionierte Ziele für die Verwertung von Abfällen vorgegeben. Die Recyclingquote für Siedlungsabfälle, die aktuell im Durchschnitt aller Länder rund 50 Prozent beträgt, soll bis 2025 auf 55 Prozent steigen und dann 2030 bei 60 Prozent und fünf Jahre später bei 65 Prozent liegen. Zugleich wurden ehrgeizige Vorgaben für die Deponierung vorgeschrieben, die für die Waste-to-Energy-Branche ein attraktives Umfeld schaffen. So wurde die maximale Deponierate für das Jahr 2035 auf 10 Prozent festgelegt – gegenüber einer aktuellen Quote von mehr als 20 Prozent (Quelle: Richtlinie (EU) 2018/851 des europäischen Parlaments und Rates vom 30. Mai 2018 zur Änderung der Richtlinie 2008/98/EG über Abfälle).

## Große Unterschiede

Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern der EU sind sehr groß. In acht Staaten lag im Jahr 2020 der Anteil der deponierten Abfälle bereits unter 5 Prozent (siehe Abbildung auf der nächsten Seite).



Anlagen zur Müllverbrennung und verwertete Müllmenge in Europa; Quelle: CEWEP



Abfallverwertung in der EU plus Schweiz, Norwegen und UK; Quelle: CEWEP

Demgegenüber kamen zu dem Zeitpunkt 13 Länder, vor allem in Osteuropa, noch auf über 40 Prozent, wobei in einigen Fällen sogar noch mehr als 70 Prozent auf Halden entsorgt wird. Hier liegt ein großes Potenzial für die Nutzung von Müll als Brennstoff – zumal Prognosen (etwa von der Weltbank) von einem weiter deutlich steigenden Abfallaufkommen ausgehen.

### Wenige Spezialisten

Angebotsseitig ist die Branche sehr heterogen, es gibt viele Unternehmen, die Teilbereiche von Müllverbrennungsanlagen abdecken, ohne aber komplette Werke zu realisieren – und diversifizierte, global aktive Konzerne mit bedeutenden Anlagenbau-Aktivitäten, wie etwa Mitsubishi oder Siemens, die sich auf große Anlagen konzentrieren. Generell engt sich das Wettbewerbsumfeld umso stärker ein, je anspruchsvoller die benötigten Lösungen sind. Während bei klassischen Biomasseanlagen die Konkurrenzintensität hoch ist, ist die Realisierung von effizienten Werken, die Ersatzbrennstoffe wie Altholz oder RDF nutzen, deutlich komplexer, was das Spektrum der Anbieter eingrenzt. In Mitteleuropa zählen beispielsweise die Martin-Gruppe aus München, das japanisch-schweizerische Unternehmen Hitachi Zosen Inova sowie die Christof Industries Gruppe, die Agro Forst &

Energietechnik GmbH und die Urbas Maschinenfabrik GmbH, alle drei in Österreich ansässig, zu den Akteuren, die in dem Markt aktiv sind, wobei sie sich teilweise auf Anlagen in einer Größenordnung oberhalb von 30 MW fokussiert haben.

### Lieferengpässe und Kostenanstieg

Im letzten Jahr hatte die gesamte Branche allerdings mit widrigen Rahmenbedingungen zu kämpfen. Während als Folge von Russlands Angriff auf die Ukraine die Energiepreise in Europa hochschnellten und den Bedarf für lokale Erzeugungslösungen, die vor Ort verfügbare Ressourcen (wie eben Biomasse und Abfall) nutzen können, anfachten, wurde die Realisierung neuer Anlagen durch zunehmende Materialengpässe und zum Teil stark steigende Rohstoff- und Komponentenpreise erheblich erschwert. Inzwischen entspannt sich die Lage allerdings zunehmend. Einerseits haben sich die großen Probleme in der globalen Logistik mit dem Abflauen der Corona-Pandemie und der Öffnung in China stark reduziert und andererseits hat der globale Konjunkturabschwung die Überhitzung der Nachfrage in vielen Bereichen abgekühlt.

## Energiebranche im Wandel

Damit sollten sich die Wachstumstreiber nun wieder stärker durchsetzen. Die Energiebranche steht vor enormen Herausforderungen, die für den Anlagenbau große Chancen bieten. Die Abschaltung von Kohlekraftwerken und die Probleme mit einem überalterten Kraftwerksportfolio und ausufernden Kosten für Neubauten im Bereich der Kernenergie schaffen insbesondere in Europa in Verbindung mit der volatilen Energieerzeugung aus Sonne und Wind einen großen Bedarf für eine regelbare Energieproduktion, die den Grundlastbereich im Stromnetz mit abdecken kann und auch den Wärmemarkt bedient. Die lokale Abfallnutzung mit Kleinkraftwerken kann hier einen bedeutenden Beitrag leisten, da sie zwei wichtige Vorteile bietet: Sie schont die stark beanspruchten Übertragungsnetzkapazitäten und ermöglicht die kombinierte Erzeugung von Strom und Wärme und damit

eine sehr effiziente Ressourcenverwertung, was ceteris paribus für deutlich niedrigere CO<sub>2</sub>-Emissionen sorgt. Perspektivisch könnten diese Kraftwerke sogar emissionsfrei laufen, wenn die Technologien zur CO<sub>2</sub>-Abscheidung und Lagerung weiterentwickelt und die Rahmenbedingungen für einen rentablen Einsatz geschaffen werden. Wegen der hohen CO<sub>2</sub>-Konzentration im Abgasstrang ist dieser Weg erheblich effizienter, als das Gas beispielsweise aus der Luft zu filtern. Damit könnten die Abfallverbrennungsanlagen ein Baustein bei der Dekarbonisierung der Wirtschaft werden, die von der EU angestrebt wird. Im Rahmen des Green Deal hat die EU-Kommission die Ziele vorgegeben, die Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2030 um 55 Prozent gegenüber dem Stand von 1990 zu reduzieren und die Wirtschaft anschließend bis zum Jahr 2050 zur Klimaneutralität zu transformieren.

# Strategie

## Umfassende Kraftwerksexpertise

Im Zentrum der Strategie von VAS steht die individuell auf die Kundenbedürfnisse zugeschnittene, ganzheitliche Planung von Kraft- und Heizwerken. Das Unternehmen hat sich in der Firmenhistorie ein umfassendes Know-how bezüglich aller wichtigen Komponenten für neue Anlagen sowie der erforderlichen Prozessschritte angeeignet. Diese Gesamtsicht ermöglicht die Konzeption sehr effizienter und wirtschaftlicher Abläufe, mit denen Potenziale, die in „Standardlösungen“ ungenutzt bleiben, realisiert werden können. Die Lösungen des Unternehmens bewegen sich eher im oberen Preissegment des Marktes, was sich aber für die Kunden dank einer höheren Effizienz und Verlässlichkeit amortisiert. Nach Auskunft des Managements konnte in der bisherigen Firmenhistorie jede fertigmontierte Anlage erfolgreich in Betrieb genommen werden.

## Starker Fokus auf Innovation

Das Unternehmen greift bei der Planung von Anlagen auf die beste am Markt verfügbare Technologie zurück – und treibt den Innovationsprozess selbst mit eigenen Entwicklungen voran. Ein sehr gutes Beispiel dafür ist das Enback-System, das eine effiziente Produktion auch in niedrigen Teillastbereichen ermöglicht. VAS verzichtet dabei bewusst auf die Beantragung von Patenten, da das Management die damit einhergehende detaillierte Offenlegung der Konstruktion eher als Gefährdung des Wettbewerbsvorteils sieht. Der Innovationsprozess findet oft in Zusammenarbeit mit Kunden im Rahmen von Projekten statt und schlägt sich in Anpassungen der vorhandenen Lösungen an die konkreten Problemstellungen nieder. VAS betreibt aber auch eigenständig F&E-Vorhaben. Zu diesen zählen beispielsweise die Emissionen von Anlagen, die stetig verbessert werden und die die aktuellen Grenzwerte in Teilbereichen sogar um bis zu 90 Prozent unterschreiten. Darüber hinaus stellen die Nutzung von Absorptions-Wärmepumpen zur Reduktion des Brennstoffverbrauchs und die Erforschung der Möglichkeiten für die CO<sub>2</sub>-Absorption

aktuelle F&E-Schwerpunkte dar. Während das Unternehmen im Jahr 2021 einen ersten Auftrag für einen Einsatz der Wärmepumpentechnologie bei einer VAS-Thermalölanlage gewinnen konnte, wurde für die Abscheidung von CO<sub>2</sub> direkt aus dem Abgasstrang schon eine Pilotanlage konzipiert, aber noch nicht realisiert.

## Partnerschaft institutionalisiert

Eine sehr wichtige Komponente für den Innovationsprozess im Anlagenbau stellen die Steuerungs- und Regelungssoftware sowie die Lösungen für die Automatisierung dar. Eine von VAS selbst entwickelte Software ermöglicht schon jetzt einen hoch automatisierten und reibungslosen Betrieb der Kraft- und Heizwerke und stellt damit einen wichtigen Wettbewerbsvorteil dar. Für die Weiterentwicklung in diesem Bereich wurde nun eine bereits bestehende langjährige Partnerschaft mit der Linke Automation Systems GmbH in einem Gemeinschaftsunternehmen institutionalisiert. Diese Form der Zusammenarbeit bietet für VAS mehrere Vorteile: Einerseits wurde ein Partner mit einer großen Erfahrung bei Systemen für die Automatisierung fest eingebunden, der auch flexibel Kapazitäten bereitstellen kann. Andererseits wird künftig das gesamte Know-how in diesen Schlüsselbereichen für den Anlagenbetrieb in einer Gesellschaft gebündelt, an der VAS die Mehrheit besitzt. Auch eine Vermarktung dieser Kompetenz an Dritte ist geplant.

## RDF-Nutzung als Wachstumstreiber

Eine zentrale Stellung in der Wachstumsstrategie von VAS ist den Ersatzbrennstoffen und hier insbesondere den RDF zugeordnet. Die Nutzung der Recyclingreststoffe ist einerseits wegen ihrer Heterogenität sehr anspruchsvoll, andererseits aufgrund ihrer breiten Verfügbarkeit in jeder Kommune aber auch sehr potenziellträchtig, da lokale Lösungen möglich und effizient sind. VAS hat bereits ein Kraftwerk in Polen für die

RDF-Nutzung realisiert und sieht großes Potenzial für weitere Anlagen sowohl in diesem Land als auch in Großbritannien und der Schweiz sowie in zahlreichen weiteren Staaten Europas. Vorangetrieben wird die Entwicklung seit dem letzten Jahr mit der Tochter VAS Advanced Incineration, die sich auf die Lösungen und Technologien für die Nutzung von Ersatzbrennstoffen fokussiert.

### Internationalisierung wird forciert

Die Vermarktung von RDF-Anlagen stellt damit einen wichtigen Baustein für die weitere Internationalisierung des Geschäfts dar. Bislang ist die Gruppe in acht Ländern aktiv, wobei großer Teil der Projekte in den letzten Jahren auf die Schweiz, Polen und Großbritannien entfallen ist – in den beiden letztgenannten Märkten bestehen auch bereits lokale Repräsentanzen. Weitere sind in Planung, wobei als nächstes der französische Markt in Angriff genommen wird. Neben dem Ausbau der eigenen Vertriebsmannschaft sollen neue Märkte aber künftig auch verstärkt mit Partnern erschlossen werden, die in der Region bereits gut vernetzt sind.

### Ausweitung des Servicegeschäfts

Mit dem Ausbau des Vertriebs wird der Verkauf von Anlagen forciert, was sich auch positiv im Servicegeschäft niederschlagen dürfte, da in der Regel mit den Anlagen auch mehrjährige Serviceverträge verkauft

werden. Als weiterer Wachstumstreiber wird das Leistungsspektrum in diesem Bereich erweitert. Insbesondere soll künftig die Komplettübernahme der technischen Betriebsführung von Kraft- und Heizwerken ebenfalls angeboten werden, was auch die Chance für ein neues Geschäftsmodell eröffnen würde: Anlagen könnten dann im Auftrag von Investoren errichtet und im Anschluss von VAS betrieben werden. Ein späterer Verkauf an Kommunen oder Versorger wäre weiterhin denkbar, könnte auf Basis eines nachgewiesenen rentablen Betriebs mutmaßlich auch zu höheren Preisen durchgeführt werden.

### Börsennotiz als Katalysator

Als Katalysator der geplanten Geschäftsentwicklung sieht das Management die eingeleitete Neugliederung der Gruppe unter dem Dach der Aktiengesellschaft und deren Börsennotierung. Die Präsenz am Kapitalmarkt erhöht die Bekanntheit der Marke und die Sichtbarkeit des Konzerns, was sich positiv auf die Akquise von Mitarbeitern auswirken sollte. Außerdem wird es mit der neuen Struktur künftig deutlich leichter, strategische Partner mit einer Beteiligung an sich zu binden. Der Ausbau eines Partnernetzwerks zählt im Moment zu den vorrangigen Zielen des Managements, um die hervorragenden Marktchancen zu nutzen und eventuell auch größere Wachstumssprünge vollziehen zu können.



# Finanzen

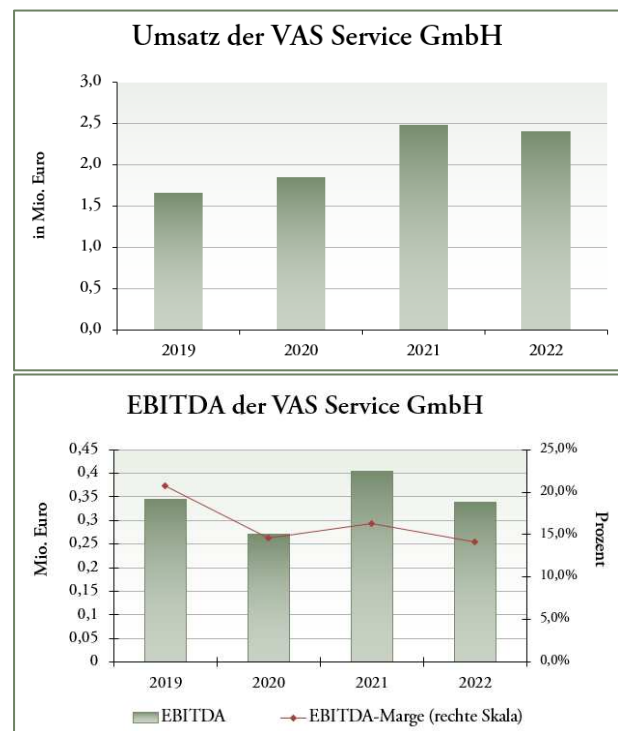
## Anlagenbauer mit Projektgeschäft

Die VAS-Gruppe ist auf den Bau kompletter Kraft- und Heizwerke fokussiert, ein Projektgeschäft, das üblicherweise von großen Aufträgen mit einer Leistungserbringung über einen längeren Zeitraum (in einer Spanne von ca. 15 bis 25 Monaten) geprägt ist. Je nach Auftrags- und Bearbeitungsstand führt das zu größeren Schwankungen in der Erlösentwicklung. Die Betriebsleistung bietet hingegen ein etwas besseres Bild, da in der Phase des Anlagenbaus der Fortschritt bereits in einer positiven Bestandsveränderung abgebildet wird. Zum Zeitpunkt der Schlussabrechnung und der Umsatzrealisierung wird dann ein Bestandsabbau gebucht, was zumindest tendenziell für eine Glättung sorgt. Die VAS-Energy Systems GmbH, die noch nicht zum AG-Teilkonzern gehört, hat in den Jahren von 2019 bis 2021 eine durchschnittliche Betriebsleistung von 10,8 Mio. Euro erbracht, wobei die Spanne zwischen 8,0 und 12,3 Mio. Euro gelegen hat. Noch volatiler war das Geschäft der VAS Energy Systems International GmbH – ebenfalls nicht Mitglied des AG-Teilkonzerns – deren Betriebsleistung zwischen 1,3 und 8,5 Mio. Euro geschwankt hat, mit einem Durchschnittswert in Höhe von 6,0 Mio. Euro. Die gesamte VAS-Gruppe hat 2021 insgesamt eine Betriebsleistung von knapp 24 Mio. Euro (nicht konsolidiert) erzielt, davon entfiel aber der Großteil auf Unternehmen, die noch nicht zum AG-Teilkonzern gehören.

### VAS Service: 13 % CAGR seit 2019

Der Charakter des Geschäfts der VAS Service GmbH, die in die AG via Sachkapitalerhöhung eingebracht wurde, unterscheidet sich deutlich vom Anlagenbau. Das Unternehmen betreut Kraftwerke in der Betriebsphase und bietet umfangreiche Dienstleistungen auf Basis von mehrjährigen Verträgen. Die Erlöse sind deutlich niedriger, dafür aber wegen der wesentlich geringeren Materialaufwandsquote mit einer deutlich höheren Rohertragsmarge verbunden und haben wiederkehrenden Charakter. Zwar kann es sein, dass Teams der Kunden einen Teil der Leistungen im Zeit-

ablauf selbst übernehmen, aber zumindest im Bereich der Ersatzteilversorgung und bei Modernisierungsprojekten bleibt VAS Service in der Regel involviert. Der Umsatz der Gesellschaft ist in den letzten Jahren im Trend deutlich gewachsen, von 1,7 Mio. Euro im Jahr 2019 auf 2,4 Mio. Euro in der Finanzperiode 2022. Obwohl 2022 ein leichter Umsatzrückgang verzeichnet wurde, da im Vorjahr ein deutlich höheres Projektvolumen an Modernisierungen angefallen war, entspricht das einer CAGR von 13,2 Prozent.



Quelle: Unternehmen

### EBIT-Marge im Durchschnitt rd. 16 %

Die wichtigste Aufwandsposition ist auch bei der VAS Service GmbH der Materialaufwand, der sich im letzten Jahr auf 1,1 Mio. Euro oder 44 Prozent der Erlöse summierte (wobei darin auch bezogene Leistungen von Dritten enthalten sind). Zweitgrößter Posten war der Personalaufwand (0,7 Mio. Euro, 29 Prozent), die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (0,3 Mio.

Euro, 12 Prozent) fallen demgegenüber schon deutlich ab. Bei nur geringen Abschreibungen hat das Unternehmen in den letzten Jahren sehr profitabel gewirtschaftet: 2022 belief sich das EBIT auf 0,3 Mio. Euro und die EBIT-Marge damit auf 13,6 Prozent, im Durchschnitt der Jahre 2019 bis 2022 wurde sogar eine Marge von 15,8 Prozent erzielt. Bei einem vernachlässigbaren Zinsergebnis und einer durchschnittlichen Steuerquote von rd. 25 Prozent resultierte daraus in dem betrachteten Zeitraum eine durchschnittliche Nettomarge von 11,7 Prozent. Im Jahr 2022 lag die Marge isoliert betrachtet bei 10 Prozent, der Überschuss belief sich auf 0,2 Mio. Euro.

### EK-Quote 59 Prozent

Die Bilanz der VAS Service GmbH zum Jahresende 2022 war bei einem nur geringfügigen Anlagevermögen (28 Tsd. Euro) vom Umlaufvermögen (1,0 Mio. Euro) geprägt, wobei die Liquidität mit 446 Tsd. Euro der mit Abstand größte Posten war. Der Rest verteilt sich auf Vorräte und verschiedene Forderungen. Auf der Passivseite steht dem ein Eigenkapital von 633 Tsd. Euro gegenüber, woraus sich eine EK-Quote von 59 Prozent errechnet. Daneben stellen insbesondere die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten mit 200 Tsd. Euro eine wesentliche Position dar.

### VAS AI: Erfolgreicher Start

Das Servicegeschäft ist somit ein etabliertes starkes Standbein der AG. Die VAS Advanced Incineration GmbH wurde hingegen im letzten Jahr im Aufbaustadium (noch ohne substanzielle Erlöse) erworben, hat sich seitdem aber sehr positiv entwickelt. Schon per November 2022 wurde für das Unternehmen ein Auftragsvolumen von 4,2 Mio. Euro (bei einer durchschnittlichen Umsetzungsdauer von zehn Monaten) genannt, was im laufenden Jahr somit dafür sorgen sollte, dass VAS AI die Erlöse der VAS Service GmbH

bereits übertrifft. Auf Basis der üblichen Deckungsbeiträge sollten die Erlöse aus den Aufträgen für ein EBITDA von VAS AI zwischen 0,25 und 0,35 Mio. Euro sorgen. Zum damaligen Zeitpunkt bestand darüber hinaus eine Pipeline von weiteren Aufträgen mit einem Volumen von 12 Mio. Euro im Verhandlungsstadium. Angesichts der positiven Marktlage gehen wir davon aus, dass sich die Auftragslage weiter positiv entwickelt.

### AG-Zahlen wenig aussagekräftig

Für die AG liegt nur der Einzelabschluss vor (für das Jahr 2022), dessen GuV wenig aussagekräftig ist, da die Holdinggesellschaft kein eigenes Geschäft hat. Wesentliche Aufwandsposition sind die SBA mit rd. 155 Tsd. Euro. Da die Gesellschaft aber Ausschüttungen der Töchter VAS Service und VAS AI (in Höhe von insgesamt 350 Tsd. Euro) verbuchen konnte, wurde ein positives Vorsteuerergebnis von 195 Tsd. Euro und – bei geringen Steuerzahlungen – ein Nettogewinn von 190 Tsd. Euro ausgewiesen. Bilanzuell gab es im letzten Jahr vor allem durch die Einbringung der VAS Service GmbH und – im geringen Maße – durch den Erwerb von VAS AI substanzielle Änderungen. Während es zu Jahresbeginn noch kein Anlagevermögen gab, ist durch die Maßnahmen ein Finanzanlagevermögen von 3,1 Mio. Euro als wesentlicher Aktivposten entstanden. Daneben bestanden im Wesentlichen noch Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen in Höhe von 296 Tsd. Euro sowie ein Kassenbestand von 70 Tsd. Euro. Auf der Passivseite stand dem vor allem das durch die Sachkapitalerhöhung (und den Jahresgewinn) von knapp 50 Tsd. Euro auf 3,2 Mio. Euro gestiegene Eigenkapital gegenüber, womit sich die EK-Quote bei einer Bilanzsumme von knapp 3,5 Mio. Euro auf 94 Prozent belief.

# Equity-Story

---

## Gewachsenes Know-how

Die VAS-Gruppe verfügt inzwischen über eine mehr als 30-jährige Erfahrung in der Planung und Realisierung von Kraft- und Heizwerken. In dieser Zeit wurde für verschiedene Anforderungsbereiche ein gesamtgesellschaftliches Know-how bezüglich der notwendigen Komponenten und Prozesse, die für einen sehr effizienten Anlagenbetrieb notwendig sind, aufgebaut – ein großer Wissensschatz, der eine starke Position im Wettbewerb sicherstellt. Das Unternehmen ist in der Lage, neue Anlagen genau an die Bedürfnisse des Kunden anzupassen. Eine besondere Stärke der Lösungen liegt in der großen Flexibilität hinsichtlich einer schwankenden Last der Werke, da das selbst entwickelte Enback-System einen stabilen Verbrennungsprozess auch bei geringer Inanspruchnahme der Kapazitäten sicherstellt.

## Dynamischer Marktwandel

Die Kernkompetenz von VAS liegt im Bereich der Festbrennstoffanlagen im Leistungsspektrum von 2 bis 30 MW – und damit auf kleinen Kraftwerken, die dezentral auf kommunaler Ebene oder bei Industrieunternehmen realisiert werden können. Als Inputfaktoren für den Verbrennungsprozess können verschiedene Substanzen genutzt werden, die Bandbreite reicht von klassischer Biomasse über Altholz bis hin zu Solid derived Fuels und Refuse Derived Fuels. Diese Flexibilität sorgt für eine gute Anpassungsfähigkeit im Hinblick auf lokal verfügbare Ressourcen. Stimuliert wird die Nachfrage durch den Marktwandel in der Energiebranche im Zuge der angestrebten Dekarbonisierung. Die Abschaltung von Kohlekraftwerken und die Schwierigkeiten mit der Überalterung von Kernkraftwerken schaffen einen großen Bedarf an regelbaren Grundlastkapazitäten, auch, um die schwankende Verfügbarkeit von Wind und Sonne auszugleichen. Aufgrund der bestehenden Netzengpässe sind zudem lokale Lösungen, die die Autarkie vor Ort stärken, wünschenswert. Genau diese Charakteristika erfüllen die Anlagen von VAS.

## Reststoffe als Ressource

Als besonders potenzialträchtig sieht das Management die Nutzung von Refuse Derived Fuels an, da die Reststoffe aus dem Haushalts- und Gewerbemüll im Prinzip überall verfügbar sind. Die RDF sind allerdings sehr heterogen und stellen damit anspruchsvolle Anforderungen an die Anlagen. VAS hat bereits unter Beweis gestellt, dass das Unternehmen sehr effiziente Anlagen für die Nutzung dieser Reststoffe realisieren kann, was einen rentablen Betrieb sicherstellt. Das Marktpotenzial für diese Lösung ist derzeit insbesondere in Osteuropa noch sehr hoch, wo der Müll oftmals noch zu einem großen Teil deponiert wird. Um die Region deswegen stärker zu erschließen, wird derzeit der Vertrieb intensiviert.

## Innovation als weiterer Treiber

Die VAS-Festbrennstoffkraftwerke ermöglichen die Nutzung der Kraft-Wärme-Kopplung und das lokale Angebot von Fernwärme. Sowohl im Vergleich mit Kohlekraftwerken als auch mit großen, zentralisierten Müllverbrennungsanlagen ermöglicht das in der Fläche eine erheblich ressourceneffizientere Energiebereitstellung. Ein Ausbau des Anlagenparks würde deswegen auch einen deutlichen Beitrag zur Emissionsreduktion in der Strom- und Wärmeproduktion leisten. Ein weiterer positiver Effekt könnte aus der verstärkten Nutzung von Absorptionswärmepumpen in den Kraftwerken resultieren, mit denen der Brennstoffbedarf ceteris paribus um ca. 20 bis 30 Prozent gesenkt werden kann. Perspektivisch sind auch CO<sub>2</sub>-emissionsfreie Brennstoffkraftwerke denkbar – wenn rentable Lösungen für die CO<sub>2</sub>-Abscheidung und Speicherung gefunden werden. Das Unternehmen arbeitet hier bereits an den notwendigen Systemen, sieht aber auch die Politik gefordert, dafür die nötigen Rahmenbedingungen zu schaffen.

## Chance auf Skaleneffekte

Die jüngste Marktentwicklung (Stichwort Ukraine-Krieg) hat dafür gesorgt, dass die Nachfrage nach den

von VAS angebotenen Kraftwerkslösungen im Moment größer ist als die Kapazitäten der Gesellschaft. Das Unternehmen arbeitet zwar auch an deren Ausbau – wobei die Gewinnung und die Qualifizierung von Personal ein schwieriger und langwieriger Prozess ist –, kann sich im Moment aber dank der Rahmenbedingungen auf Projekte mit dem größten Margenpotenzial konzentrieren. Mittel- und langfristig soll eine weitere Margensteigerung auch aus dem weiteren Wachstum resultieren. Eine steigende Zahl gleichzeitig bearbeiteter Vorhaben würde für positive Skaleneffekte sorgen, da sich die Fixkosten des Overheads (der nur unterproportional mitwachsen müsste) auf ein größeres Volumen verteilt.

### **Schub durch Börsennotiz**

Eine wachstumsstimulierende Wirkung verspricht sich das Management auch von der Börsennotiz. Die

Präsenz am Kapitalmarkt stärkt einerseits die Markenbekanntheit, was sich u.a. positiv in der Mitarbeiterakquise niederschlagen sollte. Zum anderen bieten sich dem Unternehmen nun neue Finanzierungsoptionen. Mit der Aufnahme von Kapital könnten beispielsweise Projekte (zusammen mit Investoren) vorfinanziert werden, um diese erst später – im rentablen Betrieb – mit höheren Margen zu verkaufen. Mit dem Listing der Aktie hat VAS außerdem jetzt auch bessere Möglichkeiten, strategische Partner einzubinden, mit denen das Wachstum noch deutlich beschleunigt werden könnte. Im Gegenzug dürfte eine positive Entwicklung des Unternehmens künftig auch am Kapitalmarkt für deutlich mehr Resonanz sorgen. Aktuell fristet der Titel noch ein Nischendasein, vor allem wegen der geringen Liquidität. Wird diese im Einklang mit operativen Erfolgen schrittweise verbessert, sollte sich das auch positiv in der Performance der Aktie niederschlagen.

# DCF-Bewertung

## Bewertung des Status-quo

Im Rahmen der Bewertung der VAS AG stellt sich aktuell noch die Herausforderung, dass noch nicht alle Anlagenbauaktivitäten der VAS-Gruppe im Besitz der Aktiengesellschaft sind, da die Geschäfte der VAS Energy Systems GmbH sowie der VAS Energy Systems International GmbH noch nicht übertragen wurden. Der Zielzustand ist zwar, dass unter dem Dach der VAS AG sämtliche Anlagenbauaktivitäten der Gruppe angesiedelt sind, aber dafür müssen noch die Modalitäten der Übernahme – etwa ein Kaufpreis oder aber die Konditionen einer Einbringung via Sachkapitalerhöhung – geklärt werden. Im Moment hat die AG als Holding drei Töchter, und zwar die VAS Service GmbH (100 Prozent), die VAS Advanced Incineration GmbH (100 Prozent) und die VAS Automation Systems GmbH (70 Prozent). Wir konzentrieren uns mit unserem Modell auf diesen Status-quo, geben aber auch einen informellen Ausblick auf die möglichen Konzernzahlen nach Abschluss der noch ausstehenden Übernahmen.

## Hohe Dynamik

Die Projekte, die insgesamt in der Gruppe umgesetzt werden, sind in jedem Fall auch für die AG (im Folgenden als Synonym für die Holdinggesellschaft mit ihren drei Töchtern) von Bedeutung. Während VAS Automation Systems jetzt für alle Fragen rund um die Steuerungssysteme der Anlagen verantwortlich ist, übernimmt die VAS Service GmbH üblicherweise die laufende Betreuung nach der Inbetriebnahme. Dieses Geschäft dürfte in den nächsten Jahren deutlich zulegen, denn die Zahl der Vorhaben, die die VAS-Gruppe in Summe betreut, hat stark zugenommen. Während in den vergangenen zehn Jahren im Durchschnitt etwa ein bis zwei Anlagen pro Jahr fertiggestellt wurden, sind im Moment mehr als zehn Projekte in Arbeit. Selbst wenn davon nicht alle umgesetzt werden (oder zumindest nicht zeitnah), scheint ein Anstieg der realisierten Werke pro Jahr auf drei nicht unrealistisch – mit entsprechend positiven Impulsen für das Servicegeschäft.

## VAS Service: Stetiger Ausbau

Angesichts dieser anziehenden Dynamik und einer langen Betreuungszeit von Bestandsanlagen – zumindest im Bereich der Ersatzteile und der Modernisierungen – sind Vertragslaufzeiten von mehr als 20 Jahren denkbar. Daher rechnen wir mit einem stetigen Wachstum der Erlöse der Service GmbH in den nächsten Jahren. Ein kräftiger Impuls könnte zudem aus dem neuen Modell resultieren, in dessen Rahmen für Anlagen, die gemeinsam mit Investoren realisiert werden, VAS die technische Betriebsführung übernimmt. Wir haben dieses neue Geschäft aber vorerst noch nicht einkalkuliert und taxieren den Umsatz für dieses Jahr zunächst auf 2,6 Mio. Euro (+10 Prozent) und das Wachstum für 2024 und 2025 auf 15 bzw. 20 Prozent. Danach setzen wir aufgrund des Basiseffekts abnehmende Steigerungsraten von 15 Prozent bis auf 6 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums an. Die EBITDA-Marge der Serviceleistungen taxieren wir auf 13 Prozent für 2023 (ggü. 14,1 Prozent in 2022), nehmen für 2024 und 2025 wegen des notwendigen Ausbaus der Kapazitäten (als Reaktion auf den aktuellen Wachstumsschub des Konzerns) einen kleinen Abschlag auf 11,5 Prozent vor und sehen für die Zeit danach wieder eine Erholung auf das Niveau von 14 Prozent vor, auf dem wir sie dann bis zum Ende des Detailprognosezeitraums belassen. Das halten wir für eine konservative Annahme, da die Übernahme der kompletten Betriebsführung nach unserer Einschätzung auch höhere Margen ermöglichen sollte.

## VAS AI: Gute Ausgangsbasis...

Der Servicebereich liefert damit einen wachsenden und gut kalkulierbaren Grundstrom an im Prinzip wiederkehrenden Erlösen. Ein deutlich größerer Schub für die Umsatzentwicklung dürfte aber von der VAS Advanced Incineration ausgehen. Die Nachfrage nach Anlagen mit modernster Technologie zur Nutzung von Altholz, SRF und RDF ist derzeit hoch und VAS ist gut positioniert, um dies in einen schnell steigenden Projekt-Flow umzusetzen. Dies hat sich schon

im letzten Jahr in einer erfolgreichen Auftragsakquise von 4,2 Mio. Euro (per November) gezeigt. Allein diese Aufträge mit einer durchschnittlichen Umsetzungsdauer von zehn Monaten bieten das Potenzial für ein EBITDA zwischen 250 und 350 Tsd. Euro in 2023. Bezüglich unserer Schätzungen für das laufende Jahr orientieren wir uns an diesen Zahlen und setzen für VAS AI einen Umsatz von 5,0 Mio. Euro und ein EBITDA von 0,44 Mio. Euro an.

### ...für starkes Wachstum

Inzwischen ist der Auftragsbestand noch höher, was eine schon jetzt sehr gute Basis für ein hohes Wachstum in 2024 schafft. Wir kalkulieren mit einer Steigerung der Erlöse um 60 Prozent bei einer etwas höheren EBITDA-Marge. Und wir gehen davon aus, dass die Erlöse anschließend weiter ausgebaut werden können. Denn das Unternehmen arbeitet an verschiedenen Initiativen, um das Wachstum zu forcieren. Einerseits wird der Vertrieb ausgebaut, wobei der Fokus insbesondere auf RDF und auf mehrere Märkte in Europa gerichtet ist. Andererseits wird auch der technische Personalbestand aufgestockt, um mehr Projekte betreuen zu können. Bis zum Ende des Detailprognosezeitraums rechnen wir deshalb mit im Trend deutlich zunehmenden Erlösen auf einen Zielumsatz von 21 Mio. Euro, was einer CAGR 24/30 von 17,5 Prozent entspricht. Das steigende Volumen sollte mit

Skaleneffekten einhergehen, weshalb wir einen moderaten Anstieg der EBITDA-Marge von 9,5 Prozent in 2024 bis auf 13 Prozent zum Ende des Detailprognosezeitraums unterstellt haben.

### VAS Automation: Gute Ergänzung

Der neuen Gesellschaft VAS Automation Systems GmbH kommt für den Anlagenbau grundsätzlich eine hohe Bedeutung zu, da die Automatisierungslösungen sowie die Steuer- und Regelungssoftware einen großen Einfluss auf die Effizienz eines Werks ausüben. In welchem Umfang diese Leistungen künftig von der Tochter auch an Dritte vermarktet wird, bleibt noch abzuwarten. Wir haben die mit Externen sowie mit Konzerngesellschaften, die noch nicht zum AG-Teilkonzern gehören, erzielten Erlöse zunächst nur sehr vorsichtig geschätzt und auf 0,3 Mio. Euro für das nächste Jahr und 0,6 Mio. Euro für 2025 taxiert. Im Anschluss lassen wir diese zunächst deutlich und schließlich nur noch mit kleinen Raten wachsen. Den operativen Break-even der Gesellschaft haben wir für 2025 einkalkuliert, die Ziel EBITDA-Marge sehen wir bei 20 Prozent. Das halten wir bezüglich der Erlöse für eine vorsichtige Kalkulation mit Upside-Potenzial. Die Tabelle unten auf der Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierenden Werte für den Umsatz und das EBITDA aller aktuellen operativen Gesellschaften des AG-Teilkonzerns.

Operative Einheiten	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
<b>VAS Service</b>									
Umsatz	2,64	3,04	3,64	4,19	4,69	5,16	5,57	5,91	
Wachstumsrate	10,0%	15,0%	20,0%	15,0%	12,0%	10,0%	8,0%	6,0%	
EBITDA-Marge	13,0%	11,5%	11,5%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
EBITDA	0,34	0,35	0,42	0,59	0,66	0,72	0,78	0,83	
<b>VAS Advanced Incineration</b>									
Umsatz	5,00	8,00	12,00	15,60	17,16	18,53	19,83	21,02	
Wachstumsrate	313,6%	60,0%	50,0%	30,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	
EBITDA-Marge	7,5%	9,5%	11,5%	12,5%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
EBITDA	0,44	1,10	1,74	2,16	2,35	2,41	2,58	2,73	
<b>VAS Automation Systems</b>									
Umsatz (mit Externen)		0,30	0,60	0,96	1,34	1,61	1,77	1,88	
Wachstumsrate			100,0%	60,0%	40,0%	20,0%	10,0%	6,0%	
EBITDA-Marge		-66,6%	0,0%	10,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITDA		-0,10	-0,20	0,00	0,10	0,20	0,32	0,35	0,38

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Schätzungen SMC-Research

## Kumulierte AG-Zahlen

Daraus ergibt sich für die AG insgesamt unter Berücksichtigung niedriger Holdingkosten für 2023 ein kumulierter Umsatz von 7,6 Mio. Euro und ein EBITDA von 0,5 Mio. Euro. Die Werte steigen 2024 auf 11,3 Mio. Euro (Umsatz) resp. 1,1 Mio. Euro (EBITDA) sowie auf 28,8 Mio. Euro bzw. 3,3 Mio. Euro bis zum Ende des Detailprognosezeitraums.

## Als-ob-Analyse

Die skizzierte Entwicklung beruht auf der aktuellen Struktur der AG mit ihren drei Töchtern. Kommen noch die übrigen Anlagebauaktivitäten hinzu (die aktuell durch die VAS-Energy Systems GmbH und die VAS Energy Systems International GmbH erbracht werden), würde das eine größere Anpassungen des Modells erfordern. Einer deutlichen Ausweitung der Kapitalbasis stehen dann erheblich höhere Erlöse und Erträge gegenüber. Da die Modalitäten einer Übernahme noch nicht feststehen und die Datenbasis zu den beiden Gesellschaften noch gering ist, scheint eine ausreichend genaue Abschätzung der Auswirkungen noch nicht möglich. Im Rahmen einer Als-ob-Analyse seien an dieser Stelle daher nur die potenziellen Werte für Umsatz und EBITDA genannt, die sich nach ei-

nem Transfer der Aktivitäten in etwa einstellen würden. Für 2023 taxieren wir den Umsatz auf Als-ob-Basis auf mehr als 30 Mio. Euro und das EBITDA auf über 2 Mio. Euro, im nächsten Jahr könnte die Erlöse dann auf mehr als 40 Mio. Euro und das EBITDA auf über 3 Mio. Euro steigen. Unsere Bewertung beruht aber nicht auf diesen Zahlen, sondern nur auf der erwarteten Entwicklung der Holding sowie ihrer aktuellen Töchter.

## Investitionen überschaubar

Die für die nächsten fünf Jahre (2023 bis 2028) geplanten Investitionen der im Modell erfassten Unternehmen bewegen sich in einem überschaubaren Rahmen von rd. 0,5 Mio. Euro (Unternehmensangaben anlässlich Börsennotiz im letzten Jahr) und entfallen vor allem auf Anlagen und Maschinen, Büroausstattung und Software. Daran haben wir uns grob orientiert. Deutlich größer würde das Investitionsvolumen ausfallen, wenn das Unternehmen Anlagen für Investoren errichtet und sich selbst an diesen auch beteiligt. Da dieses Konzept aber noch nicht sehr konkret ist, haben wir es in unserem Modell noch nicht berücksichtigt. Ebenfalls noch nicht eingerechnet ist die Übernahme der übrigen Anlagebauaktivitäten, die noch nicht der AG gehören. Hier warten wir zunächst

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	7,6	11,3	16,2	20,7	23,2	25,3	27,2	28,8
Umsatzwachstum		48,4%	43,3%	27,7%	11,8%	9,1%	7,4%	6,0%
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
EBIT	0,5	1,0	1,7	2,3	2,5	2,7	2,8	3,0
Steuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,1	0,2	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
<b>NOPAT</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,8	-2,4	-1,0	1,1	2,5	4,2	4,7	4,9
- Investitionen AV	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>4,7</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>

Schätzungen SMC-Research

die Modalitäten ab. Der Transfer dürfte mit einer größeren Kapitalerhöhung und/oder der Aufnahme von Fremdkapital verbunden sein, würde zugleich aber auch das Erlös- und Ertragspotenzial der AG noch einmal erheblich steigern.

### Kapitalbedarf nicht groß

Ohne Berücksichtigung eigener Investitionen in Anlagen sowie der Übernahme der übrigen Anlagebauaktivitäten sehen wir keinen größeren Kapitalbedarf der AG. Zur Forcierung des Wachstums der Töchter könnte dennoch eine Kapitalmaßnahme in einem überschaubaren Umfang sinnvoll sein – auch eine Einbindung strategischer Partner könnte über diesen Weg erfolgen. Wir unterstellen daher hypothetisch eine 10-prozentige Kapitalerhöhung, die wir für das nächste Jahr modelliert haben. Damit rechnen wir mit einer voll verwässerten Aktienzahl von 3,3 Mio.

### Diskontierungszins 7,1 Prozent

Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Cashflowkennzahlen im Detailprognosezeitraum, weitere Details enthält der Anhang. Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 5,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model), mit einem sicheren Zins von 2,5 Prozent (längerfristiger Durchschnitt der deutschen Umlaufrendite) und 5,8 Prozent als Marktrisiko­prämie für Deutschland (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Den Betafaktor leiten wir fundamental ab und taxieren diesen für ein Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Anlagenbau auf 1,3. Daraus errechnen sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,0 Prozent. Zusammen mit einem Ziel-Eigenkapitalanteil von 50 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 25 Prozent resultieren daraus WACC in Höhe von 7,1 Prozent.

### Terminal Value

Zur Ermittlung des Terminal Value nehmen wir einen 15-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des Detailprognosezeitraums vor und kalkulieren im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

### Kursziel 12,00 Euro je Aktie

Aus unseren Annahmen resultiert in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 39,6 Mio. Euro oder 12,01 Euro je Aktie (voll verwässert), woraus wir 12,00 Euro als erstes Kursziel ableiten. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) mit fünf Punkten als überdurchschnittlich ein, da der Anlagenbau zyklischen Einflüssen unterliegt und da sich das Geschäft der VAS AI und der VAS Automation Systems noch im Aufbau befindet.

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 10,01 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,1 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 15,72 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
6,1%	15,72	14,73	13,94	13,28	12,74
6,6%	14,29	13,52	12,89	12,36	11,92
7,1%	13,12	12,51	<b>12,01</b>	11,57	11,20
7,6%	12,15	11,66	11,24	10,88	10,57
8,1%	11,33	10,92	10,58	10,28	10,01



## Fazit

---

Mit VAS bereichert seit dem letzten Jahr ein Unternehmen den Kurszettel, das auf eine mehr als 30-jährige erfolgreiche Historie in der Planung und Realisierung von Kraft- und Heizwerken im Leistungsbereich von 2 bis 30 MW zurückblicken kann. In die börsennotierte Aktiengesellschaft wurde bislang die Service-Tochter eingebracht, außerdem hat die AG ein Joint-Venture für den Bereich Automatisierung und Steuerung gegründet und die Anlagenbaugesellschaft (VAS AI) für den Bereich der innovativsten Technologien erworben. Die restlichen Aktivitäten der VAS-Gruppe im Anlagenbau sollen noch an die AG transferiert werden.

Aktuell stößt VAS auf eine hohe Nachfrage, die sogar die Kapazitäten der Gesellschaft übersteigt. Dezentrale Kraftwerke mit der Möglichkeit für Kraft-Wärme-Kopplung, einer hohen Flexibilität in Bezug auf Lastschwankungen und lokal verfügbaren Ressourcen können zu einem Schlüsselbaustein der Energiewende und einer idealen Ergänzung des angestrebten Ausbaus der Wind- und PV-Kapazitäten werden. Als Brennstoff können u.a. Reststoffe aus dem Haushalts- und Gewerbemüll dienen – hier sieht das Management großes Wachstumspotenzial, insbesondere in Osteuropa. Die Nutzung dieser sogenannten RDF ist technisch anspruchsvoll, VAS hat dafür aber effiziente Lösungen gefunden.

Auch unter Klimagesichtspunkten sind die Kraftwerke vorteilhaft. Sofern sie Biomasse als Brennstoff nutzen, ist die CO<sub>2</sub>-Bilanz schon heute neutral. Perspektivisch kann eine Abscheidung von CO<sub>2</sub> aus dem Abgasstrang der Kraftwerke und eine anschließende Speicherung sogar einen Beitrag zur CO<sub>2</sub>-Reduktion in der Atmosphäre leisten. Die Nutzung dieser Technologie könnte zudem auch bei fossilen Brennstoffen einen klimaneutralen Betrieb der Anlagen ermöglichen.

Wir haben uns in unserem Bewertungsmodell auf den Status-quo der AG (drei Töchter) gestützt und erwarten ein dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum, das vor allem bei dem wichtigsten Wachstumstreiber, der Tochter VAS AI, durch eine positive Marktlage, die sich in einer hohen Nachfrage niederschlägt, gestützt wird. Daraus haben wir einen fairen Wert von 12,00 Euro je Aktie abgeleitet, der ein substantielles Aufwärtspotenzial bietet. Wir vergeben daher in unserer Ersteinschätzung das Urteil „Speculative Buy“. Die spekulative Komponente beruht auf der noch geringen Datenbasis, außerdem sind die Modalitäten für die Einbringung der weiteren Anlagenbauaktivitäten der VAS-Gruppe noch offen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose\*

Mio. Euro	2022 Ist*	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	0,0	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,2	4,4
1. Immat. VG	0,0	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
2. Sachanlagen	0,0	0,3	0,6	0,9	1,1	1,3	1,6	1,8	2,0
II. UV Summe	2,7	6,4	13,5	19,5	26,3	33,6	41,3	49,4	58,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	1,0	4,2	7,6	8,7	10,2	11,6	13,1	14,6	16,2
II. Rückstellungen	0,7	1,2	1,6	2,1	2,5	3,0	3,6	4,1	4,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Kurzfristiges FK	1,0	3,7	7,3	12,0	17,1	22,7	28,6	34,9	41,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>2,7</b>	<b>9,1</b>	<b>16,5</b>	<b>22,8</b>	<b>29,8</b>	<b>37,4</b>	<b>45,3</b>	<b>53,7</b>	<b>62,5</b>

## GUV-Prognose\*

Mio. Euro	2022 Ist*	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	3,6	7,6	11,3	16,2	20,7	23,2	25,3	27,2	28,8
Gesamtleistung	3,6	8,4	14,9	19,4	22,5	24,1	25,3	27,2	28,8
Rohhertrag	1,7	2,8	4,9	6,6	7,9	8,7	9,3	10,0	10,6
EBITDA	0,7	0,5	1,1	1,9	2,5	2,8	3,0	3,2	3,3
EBIT	0,7	0,5	1,0	1,7	2,3	2,5	2,7	2,8	3,0
EBT	0,7	0,5	1,0	1,8	2,4	2,6	2,9	3,2	3,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,5	0,4	0,8	1,3	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
JÜ	0,5	0,4	0,8	1,3	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
EPS	0,15	0,12	0,23	0,41	0,54	0,60	0,65	0,72	0,78

\*2022 kumulierte Ist-Zahlen VAS Service GmbH und VAS Advanced Incineration GmbH; ab 2023 Schätzung AG-Teilkonzern

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist*	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	2,7	0,1	-1,1	0,9	3,6	5,3	7,1	7,9	8,4
CF aus Investition	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
CF Finanzierung	0,0	-0,1	2,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0
Liquidität Jahresanfa.	0,4	1,9	1,6	2,7	3,0	5,9	10,1	16,0	22,6
Liquidität Jahresende	1,8	1,6	2,7	3,0	5,9	10,1	16,0	22,6	29,4

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist*	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	40,6%	111,5%	48,4%	43,3%	27,7%	11,8%	9,1%	7,4%	6,0%
Rohertragsmarge	47,1%	33,5%	32,9%	34,3%	35,1%	36,0%	36,7%	36,8%	36,8%
EBITDA-Marge	19,5%	6,3%	7,0%	9,6%	11,1%	11,4%	11,7%	11,6%	11,6%
EBIT-Marge	19,2%	6,2%	6,7%	9,0%	10,3%	10,5%	10,6%	10,5%	10,3%
EBT-Marge	19,0%	6,5%	6,8%	9,2%	10,6%	11,0%	11,4%	11,6%	11,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	14,2%	4,9%	5,1%	6,9%	7,9%	8,2%	8,5%	8,7%	8,9%

\* 2022 kumulierte Ist-Zahlen VAS Service GmbH und VAS Advanced Incineration GmbH; ab 2023 Schätzung AG-Teilkonzern

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 30.08.2023 um 7:55 Uhr fertiggestellt und 30.08.2023 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
Keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und drei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.