

Datum **21.08.2014**

Kaufen (Halten)

PT: € 12,08 € 12,30

Homepage: www.viscom.com
 Branche: Maschinenbau/Optik

ISIN: DE0007846867
 Bloomberg: V6C:DE
 Reuters: V6C.DE
 Preis (21.08.14): € 9,65
 Marktkapitalisierung: € 85,7 Mio.
 Enterprise Value: € 71,5 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage): € 180.080
 52W Hoch: € 18,29
 52W Tief: € 9,10
 Streubesitz: Ca. 24,5 %

Finanzkalender

11.11.2014 Q3/14-
 Zwischenmitteilung

Aktionärsstruktur

Management/Gründer 74,1%
 Viscom AG 1,5%

Kursentwicklung



Thomas Schießle
 +49(0)69 - 2561 285 24
schiessle@getinsight.de

Benjamin Ludacka
 +49(0)69 - 2561 285 22
ludacka@getinsight.de

Viscom AG

Sehr erfreulicher Auftragseingang

Q2 2014 zeigte die von uns erwartete und für die Guidanceerfüllung notwendige Wachstumsbeschleunigung. Das 2.Hj.14 muss sich mit einem nochmals beschleunigten Wachstum anschließen. Das Management ist in dieser Hinsicht zuversichtlich, wofür u.a. die rekordhohe Orderentwicklung Grundlage ist. Dem gegenüber stehen die sich jüngst eintrübenden Konjunkturaussichten. Wir werden vorsichtiger und passen unsere Schätzung vom oberen an den unteren Rand der offiziellen Guidance an. Wir erwarten für 2014 ein Umsatz- und EPS-Plus ggü. Vorjahr von rund 10% und 12% (der Zielkurs sinkt damit moderat). Am Kapitalmarkt hatte sich eine zurückhaltende Sicht durchgesetzt, die auch die VISCOM-Aktie und ihre Bewertung unter Druck brachte. U.E. hat der Markt in dieser Hinsicht übertrieben, denn das innovative Produktportfolio lässt eine gewisse Konjunkturresistenz erwarten. Wir sehen die Aktien mit EV/Sales 2015e: 1,15 niedrig bewertet. Es besteht mit zunehmender Klärung der Konjunkturfrage „Upside“. Für die Aktie werden wir optimistischer und empfehlen den Titel mit Kursziel € 12,08 zum Kauf.

■ Investment Highlights

- Die offizielle und traditionell konservative Finanzprognose 2014 rechnet unverändert mit einer 10-20%igen Umsatzausweitung. Die getinsight-Schätzungen für 2014 werden konservativer und wechseln vom oberen zum unteren Rand der Guidance, denn die allgemeine Konjunktur könnte sich eintrüben. Gleichwohl, ein kräftiges Umsatzwachstum bleibt 2014 erreichbar. Denn die erfreuliche Auftragsentwicklung hielt auch im Juli nach Aussage des Managements an.
- Für 2015 erwarten wir wieder eine Wachstumsbeschleunigung. Treiber sollten hier vor allem neue Features in optischen Inspektionssystemen sein, die die Trends Prüfgeschwindigkeit (XM-Modul), Prüftiefe (3D-Fähigkeit) und Prozesssteuerung (Quality Up-Link) adressieren. Mehr Kunden in Asien und jenseits des Automobilzuliefersektors sollen somit gewonnen werden.
- Aktuell gilt wieder die alte Zyklizität im Geschäftsverlauf, mit einem ergebnisentscheidenden Schlussquartal, zumal dieses Jahr wichtige Produktlaunches (Wechsel von 2D- zu 3D-Systemen) im 2. Hj. anstehen.
- Die allgemeine und die Maschinenbau-Konjunktur scheinen zum 2. Hj. an Schwung zu verlieren. Umso wichtiger sind innovative High-End-Produkte, die neue Spielräume eröffnen. Erfreulich: der Wechsel von 2D- zu 3D-fähigen Systemen nimmt in der Kundennachfrage jüngst Fahrt auf.
- VISCOM ist hier „Frontrunner“. Zukäufe sind für das sehr profitable Wachstum nicht notwendig. Die gute Innenfinanzierungskraft (inklusive freier Kapitalrücklage) ermöglichte eine sehr erfreuliche Gewinnausschüttung - wohl auch künftig.

■ Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT- Marge	ROE (%)
2012	50,0	6,6	0,75	10,0	0,79	4,3	18,5%	8,7%
2013	49,8	4,7	0,53	19,0	1,26	9,2	13,6%	6,2%
2014e	55,0	5,3	0,60	16,1	1,30	9,1	14,2%	7,5%
2015e	62,0	6,2	0,69	14,0	1,15	7,9	14,6%	9,2%
2016e	69,1	8,0	0,90	10,7	1,03	6,3	16,4%	11,5%

Quelle: Unternehmensangaben / getinsight Research GmbH

Kräftiges Wachstum durch Innovation

Offizielle Guidance 2014 bestätigt – 2.Hj/14 wird dynamischer

Anlässlich der Veröffentlichung des Halbjahresberichts per 30.06.14 bestätigte das Management seine Finanzplanung für das Geschäftsjahr 2014. Ein Umsatzkorridor von € 55 bis € 60 Mio. ist unverändert Planungsgrundlage, was einem Wachstum zum Vorjahr von 10% bzw. 20% entspricht. Dazu korrespondieren EBIT-Margen zwischen 13% und 15%. Das heißt, es wird ein operatives Ergebnis von € 7,2 Mio. bis € 9,0 Mio. angestrebt.

Grundlage hierfür ist der Rollout der 3D-fähigen Prüfsysteme im dominierenden Seriengeschäft („SP“). Das Segment Neue Produkte („NP“) bleibt dynamisch. Nicht zuletzt in Zeiten unsicherer Konjunktur kommt dem dritten Geschäftsfeld „Service“ eine wichtige Aufgabe zu. Wir erwarten hier wachsende Erlösbeiträge, für die seit einiger Zeit die Infrastruktur auf- bzw. ausgebaut wird.

Mit der in den zurückliegenden Quartalen wirkungsvoller gestalteten Vertriebsorganisation in den Zielregionen (Target Accounts) wird nicht nur die Bestandskundenpflege effizienter, auch die Neukunden-Akquise kann merkliche Erfolge zeigen, wie der Rekordstand bei den Bestellungen zeigt. Hilfreich dabei ist auch der gewachsene Bestand an Systemen im Feld, die Upgrades ermöglichen.

Bei Produktionsdurchlaufzeiten von zwei bis vier Monaten wird die Orderentwicklung der kommenden Monate mit über das Jahresergebnis entscheiden und die Basis für das kommende Geschäftsjahr legen.

Dynamische Orderentwicklung auch im Juli

Die erfreuliche Bestelltätigkeit soll dem Vernehmen nach auch im Juli angehalten haben. U.E. ein Indiz dafür, dass eine gewisse Entkopplung von der aufkommenden Konjunkturverunsicherung in Europa im dominierenden Maschinenbau- und Automotive-Segment gelingt und damit ein Umsatzwachstum in 2014 möglich ist. Die Kundenregionen Asien (inkl. des Großauftrags, der aber in der Region „Europa“ verbucht wird) und Amerika sollten im Vorjahresvergleich für steigende Verkäufe in der Ganzjahressicht 2014 sorgen.

Jahresschluss-Rally?

Eine wesentliche betriebswirtschaftliche Herausforderung wird im laufenden Jahr die im 2. Hj. zu erwartende hohe Auslastung darstellen. Folglich dürfte das Jahresschlussgeschäft über die Zielerreichung entscheiden. Bereits im Q2/14 wurde die Produktionssteuerung entsprechend angepasst - es wurde in Teilen auf Vorrat produziert, wie die Analyse des Zwischenberichts deutlich macht.

Unsere Planungen für das laufende Geschäftsjahr 2014 hatten bis heute eine Erlössteigerung auf Gruppenebene von 20% zur Grundlage und folgten somit einem optimistischen Szenario. Die wachsende Akzeptanz der innovativen 3D-Systeme zum Einen und neuer Kundengruppen zum Anderen haben die Möglichkeit eines sehr kräftigeren Erlöswachstums in 2014 eröffnet.

Jüngst ist allerdings die Gruppe der Prognostiker größer geworden, die eine Verlangsamung der globalen Industriekonjunktur im 2. Hj. 2014 – mit Auswirkungen auch auf 2015 - erwartet. Europa wird in diesen Überlegungen wieder zum „Sorgenkind“, die politischen Sorgen (Ukraine etc.) drücken zunehmend auf die Stimmung.

Neue getinsight-Schätzung – jetzt am unteren Rand der Guidance 2014

Vorsichtigerer Einschätzung

Unter Berücksichtigung der unsichereren Aussichten wechseln wir auf das konservative Szenario und erwarten für das Geschäftsjahr 2014 Erlöse von rund € 55 Mio. (+10% ggü Vj.); daraus leitet sich ein getinsight-EBIT von rund € 7,7 Mio. (Marge ca. 14,2%) ab. Das auszuweisende EPS wird, nicht wie in der ursprünglichen Schätzung um 17%, sondern von € 0,53 für 2013 auf € 0,60/Aktie für 2014 steigen (+12%).

Sowohl der verstärkte Vertriebsaufwand in Asien, wie auch die Produktmixeffekte (Großauftrag) und das von uns antizipierte Risiko einer Nachfrageeintrübung zum Jahresschluss, aber auch der Bedeutungsgewinn des Servicegeschäfts sind in dieser Vorausschau eingearbeitet.

Oktoberumfrage wird spannend

VDMA - Productronic plant noch mit 10% Anstieg

Noch gilt der im Mai ermittelte Geschäftsklimaindex des VDMA Fachverbandes Productronic, welcher ein Umsatzzuwachs für das laufende Jahr von über 9% erwartet (2015e: +10% p.a.). Aber stehen die Zeichen heute in den klassischen Segmenten des Elektronik-Maschinenbaus, wie z.B. bei Automobil-, Industrie- und Leistungselektronik immer noch voll auf Wachstum? Seit einigen Monaten weisen ZEW- und Ifo-Konjunkturindikatoren auf eine zunehmende Eintrübung hin.

Die VDMA Volkswirte hatten jüngst die Prognose für 2014 revidiert, denn die Stimmung in der Wirtschaft hatte sich in vielen Ländern eingetrübt. Folgerichtig konnte jüngst der gesamtwirtschaftliche Bestelleingang nicht ausreichend Fahrt aufnehmen. Der VDMA revidierte daher die Produktionsprognose für 2014 im Juli auf ein Plus von real 1%. Der Verband der Automobilindustrie (VDA) zeigte sich hingegen im Jahresverlauf zunehmend optimistisch und hatte die Erwartung für das Exportwachstum im Juli von zuvor 2% auf üppige 5% angehoben. Die inländische Produktion soll 2014 mit 4% doppelt so schnell wie ursprünglich gedacht expandieren. Allerdings, Hoffnungsmärkte wie Brasilien, Indien und Russland schwächeln, die Abhängigkeit vom stückzahlmäßig weltgrößten Automarkt China nimmt zu.

2.Hj/14 muss kräftig wachsen – hoher Orderbestand per 30.06.14

Für das Erreichen des unteren Wertes der Umsatzplanung 2014 (€ 55 Mio.) wären im 2.Hj/14 noch Erlöse in Höhe von knapp € 29 Mio. nötig. Das ist bei einem Auftragseingang von € 30 Mio. zur Jahresmitte u.E. prinzipiell erreichbar, wenn schließlich auch die Logistik und die Kundenabnahme ohne Verzögerung erfolgen und somit der Umsatz gebucht werden kann.

2.Hj/14: Rekordhoher Ordereingang sichert Produktionsauslastung

3D-fähige Systeme werden neues Zugpferd

Der Produktmix sollte sowohl eine zum Konzernwachstum erneute Ausweitung des Service-Geschäfts (Wartung und Upgrades) zeigen, als auch eine Absicherung der herausragenden Marktstellung in Europa ermöglichen. Umsatzzuwächse in allen drei Regionen sollten gelingen, wenn u.a. mit leistungsgesteigerten Sensoren die Performance und die 3D-Fähigkeit der AOI- und der AXI-Systeme zunehmend flexiblere Prüfprozeduren für viele zusätzliche Anwendungen möglich werden. In wie weit damit der anhaltende verschärfte Preisdruck aufgefangen werden kann, wird an der sich ändernden Zusammensetzung des Produktmixes abzulesen sein. Aus unserer Sicht kommt dabei dem völlig neu entwickelten High-Speed-Kameramodul („XM-Sensormodul“) eine zentrale Rolle zu. Eine Vielzahl neuer Anwendungen ist für dieses AOI-System erreichbar, denn es wird eine entscheidende Erhöhung des Durchsatzes und der Prüftiefe bei der Baugruppeninspektion erreicht. Bereits im 1. Hj./14 war die Nachfrage danach sehr erfreulich. Ebenfalls erfreulich: Der 3D-Trend in der AOI-Prüfung scheint aktuell aus der Erkundungs- und Probephase in die Volumenphase überzugehen - mit VISCOM als Pionier und „Frontrunner“. Zum Jahresende soll ein kompaktes Röntgeninspektionssystem (X7058) als Prototyp präsentiert werden und den Markt für großformatige Prüfstücke adressieren.

Grafik 1: GuV und Bilanz per 30.6.14

		30.06.2014	30.06.2013	Prozentuale Veränderung
Umsatz	T€	26.313	24.177	8,8%
EBIT	T€	2.419	3.046	-20,5%
Finanzergebnis	T€	99	288	-65,6%
Ertragsteuern	T€	-816	-941	-13,3%
Periodenergebnis	T€	1.702	2.393	-28,9%
Auftragseingang	T€	30.032	25.281	+18,8%
Auftragsbestand	T€	13.161	9.406	+39,9%
Ergebnis je Aktie	T€	0,19	0,27	-29%
Mitarbeiter		315	294	+7,1%

		30.06.2014	31.12.2013	
Bilanzsumme	T€	58.268	71.358	-18,3%
Zahlungsmittel	T€	12.298	24.905	-50,6%
Finanzanlage	T€	524	524	
Eigenkapital	T€	48.170	61.566	-21,8%
Eigenkapitalquote	%	82,7	86,3	-360BP

Quelle: Viscom AG

1 Hj./14: Geschäft läuft planmäßig- wie wird das Schlussquartal?

Die Hauptkundengruppe in den Viscom-Statistiken war – auch nach den erfolgreichen Orderplatzierungen im Bereich „3C“ – unverändert die Automobilzulieferindustrie, die seit 2013 kräftig investierte und auch am aktuellen Rand eine erfreuliche Orderaktivität zeigt. Der Ordereingang in einem ersten Halbjahr war in der Unternehmensgeschichte noch nie so hoch wie aktuell und übertraf zum 30.06.14 konzernweit mit € 30,0 Mio. den Vorjahresvergleichswert um 18,8%. Der Auftragsbestand stieg zur Jahresmitte noch schneller, nämlich um 24,8%, auf € 13,2 Mio., was einem Arbeitsvorrat von etwa 2,5 Monaten entspricht und als „gesunde Relation“ charakterisiert wird.

Korrespondierend stieg auch die vielbeachtete Kennzahl book-to-bill-ratio, also die Relation von neuen gruppenweiten Orders zu getätigtem Umsatz, zur Jahresmitte 2014. Sie erreichte mit 114,1%, nicht ganz 10%-Punkte mehr als 12 Monate zuvor und lag um 178BP über dem Wert für Q1/14. Im 2. Hj. 14 dürfte also ein dynamischerer Geschäftsgang vorherrschen.

Im Q2/14 stiegen die Erlöse um 13% auf € 15,4 Mio. Mit 10,2% war die EBIT-Marge zwar deutlich höher als zu Jahresbeginn und fand wieder Anschluss an die historische Schwankungsbreite, verfehlte aber den außerordentlich guten Vorjahreswert (16,8%) ihrerseits spürbar. Das zeigt u.E., dass Profitabilität, Bilanzqualität und Finanzierungsfähigkeit im VDMA-Branchenvergleich weit überdurchschnittlich sind und sich die betriebswirtschaftliche Aufstellung bewährt hat.

In kumulierter Halbjahressicht wuchsen die Erlöse um 8,8% auf € 26,3 Mio. während die betrieblichen Aufwendungen um über 13% auf € 25,1 Mio. anstiegen. Die Materialkosten stiegen zeitgleich um 55% kräftig, denn es wurde auch vorproduziert, damit im 2.Hj. die Auslieferungen kräftig steigen können. Inklusiv der unfertigen Erzeugnisse (und aktivierten Eigenleistungen) stieg die Gesamtleistung im 1.Hj/14 um 23% auf € 30,2 Mio. Die Personalkosten für die inzwischen 315 Mitarbeiter (31.12.13: 300) erreichten mit einem Plus von 9,4% € 10,2 Mio.

Mit dem ausgeweiteten Mitarbeiterstab sank die Personalquote (gemessen an der kräftig gewachsenen Gesamtleistung) von 38,0% auf 33,7%. Dagegen stieg die Materialquote von 31,5% auf 39,8%. Nach Abzug der zum Vorjahr um 9,4% gewachsenen Verwaltungskosten und leicht erhöhten Planabschreibungen verblieb ein ausgewiesenes Halbjahres-EBIT in Höhe von € 2,4 Mio. - davon wurden knapp € 1,6 Mio. im Q2/14 erzielt.

Erwartungen für 2014 ruhen auf der 2. Jahreshälfte

Die abgeleitete operative EBIT-Konzern-Marge von 9,2% war – erwartungsgemäß – nicht mehr so hoch wie noch im Vorjahr (12,6%).

Mit ca. € 2,5 Mio. Brutto- und € 1,7 Mio. Netto-Ergebnis war die Basis gelegt für ein EPS in Höhe von € 0,19, das sich zum Vorjahreswert von € 0,27/Aktie vergleicht. Der Cashbestand sank zum 30.06.14 auf € 12,3 Mio. Zuvor waren für Investitionen ein Betrag von € 1,1 Mio. bzw. die Dividendenauszahlung in Höhe von € 15,1 Mio. abgebucht worden. Das operative Geschäft verbrauchte derweil € -0,8 Mio.

Die Eigenkapitalquote sank zum Stichtag zwar auf 83%, verharrte aber in der „Komfortzone“ von Werten jenseits 80%. Das Fehlen von (Netto-) Finanzverbindlichkeiten und eine geringe Rückstellungsquote ergänzen das Bild einer starken Bilanz.

Grafik 2: Regionen per 30.06.14

		Europa		H1 2013	H1 2014	
	Umsatz	T€	13.668	18.327	34%	
	Auftragseingang	T€	15.411	19.230	25%	
	book-to-bill	%	112,8	104,9	-780BP	
	EBIT	T€	1.989	2.127	3%	
	EBIT-Marge	%	14,0	11,6	-350BP	
	Mitarbeiter	%	246	255		

		Amerika		H1 2013	H1 2014	
	Umsatz	T€	4.110	3.686	-10%	
	Auftragseingang	T€	3.307	5.620	70%	
	book-to-bill	%	80,5	152,5	+720BP	
	EBIT	T€	418	389	-7%	
	EBIT-Marge	%	10,2	10,6	+40BP	
	Mitarbeiter	%	15	15		

		Asien		H1 2013	H1 2014	
	Umsatz	T€	6.399	4.300	-33%	
	Auftragseingang	T€	6.563	5.182	-21%	
	book-to-bill	%	102,6	120,5	+177BP	
	EBIT	T€	456	-54	n.m.	
	EBIT-Marge	%	8,7	-1,3	-617BP	
	Mitarbeiter	%	33	45		

Quelle: Viscom AG

Großauftrag aus Q1/14 verzerrt die regionale Entwicklung

Die Absatzregionen trugen in sehr unterschiedlichem Ausmaß zum Orderzugang bei, so dass der regionale Aufriss der Umsätze in der Gesamtjahressicht 2014 von einem erneuten Bedeutungsgewinn der Regionen Amerika und Asien charakterisiert sein wird.

Mit 10,3% unter Vorjahreswert konnte die Region „Amerika“ die 6-Monats-Umsätze bei € 3,7 Mio. abschließen, was bei einem zum Vorjahr unverändertem Regionen-EBIT auch die Marge unverändert ließ. Mittel- und Südamerika sind für die Hannoveraner junge Märkte und zeigten auf niedrigem Niveau Wachstum. Die Orders aus der gesamten Region weiteten sich sehr kräftig um 70% auf € 5,6 Mio. aus und lassen auch für das Gesamtjahr ein Wachstum erwarten.

Unterdessen war mit € 4,3 Mio. knapp 33% weniger Halbjahresumsatz und mit einem auf € 5,2 Mio. verkürzten Auftragsbuch in der Kundenregion „Asien“ ein Tiefpunkt erreicht, der durch die Buchung der Großorder aus dem Q1/14 in der Region Europa um ca. € 4 Mio. verzerrt und durch den anstehenden Produktwechsel von 2D- zu 3D-Systemen charakterisiert war. Unter Berücksichtigung des Großauftrages zeigte die Region Asien einen rechnerischen Zuwachs im zweistelligen %-Bereich. In den kommenden Quartalen erwarten wir aus dieser Region wieder eine dynamische Nachfrage. Vertriebs- und Serviceaktivitäten werden in der Region weiter ausgebaut.

Die konjunkturelle Erholung der mit Abstand bedeutendsten Region „Europa“ (Anteil 70% nach 56,5% zum 30.06.13) sorgte für steigende Regionserlöse. Sie waren allerdings mit € 18,3 Mio. um rund € 4 Mio. zu hoch, denn der in Europa gebuchte Großauftrag aus dem Q1/14 wird nach Asien ausgeliefert. Der adjustierte Wert zeigt ein zum Vorjahreszeitraum noch leicht angestiegenes Erlösniveau. Das EBIT in der Region Europa konnte mit € 2,1 Mio., was einer Marge von 11,6% entsprach, den Vergleichszeitraum des Vorjahres übertreffen. Für das Gesamtjahr sind

Asien-Kennzahlen ohne
Großauftrag

Europa-Kennzahlen
durch Großauftrag
positiv überzeichnet

u.E. leicht steigende Erlöse absehbar. Insbesondere in Europa erwarten wir allerdings eine Abkühlung der Nachfrage in den kommenden Quartalen. Umso wichtiger sind die innovativen Features „UpLink“ und „XM-Modul“, die, wie das flexibel einsetzbare X7058-AOI/AXI-System, sehr anspruchsvolle Testanforderungen meistern können.

■ Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Euro)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	53,499	50,037	49,820	55,001	62,041	69,114
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	2,812	1,084	-0,025	-0,028	-0,031	-0,035
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,516	1,374	2,275	2,232	2,287	2,318
Sonstige betriebliche Erträge	2,139	2,111	2,964	3,272	3,691	4,112
Gesamtleistung	59,966	54,606	55,034	60,478	67,989	75,509
Materialaufwand	-18,934	-15,817	-16,236	-17,865	-20,087	-22,312
Rohrertrag	41,032	38,789	38,798	42,612	47,901	53,197
Personalaufwand	-16,543	-17,907	-19,483	-20,968	-23,167	-24,382
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-11,679	-10,775	-11,475	-12,627	-14,197	-15,770
EBITDA	12,810	10,107	7,840	9,017	10,537	13,045
Abschreibungen und Amortisation	-0,796	-0,859	-1,068	-1,180	-1,459	-1,698
EBIT	12,014	9,248	6,772	7,837	9,078	11,348
Finanzergebnis	0,610	0,418	0,274	0,135	0,123	0,122
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	12,624	9,666	7,046	7,972	9,201	11,470
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-4,128	-3,028	-2,323	-2,643	-3,050	-3,458
Anteile Fremder	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	8,496	6,638	4,723	5,330	6,151	8,012
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	8,500	6,640	4,720	5,330	6,150	8,010
Gewichtete Anzahl Aktien	9,02	8,89	8,89	8,89	8,89	8,89
EPS (in Euro)	0,94	0,75	0,53	0,60	0,69	0,90
EPS bereinigt (in Euro)	0,94	0,75	0,53	0,60	0,69	0,90
DPS (in Euro)	0,75	0,60	1,71	0,44	0,51	0,66

■ Gewinn- und Verlustrechnung

(in % vom Umsatz)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	5,3	2,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Andere aktivierte Eigenleistungen	2,8	2,7	4,6	4,1	3,7	3,4
Sonstige betriebliche Erträge	4,0	4,2	5,9	5,9	5,9	5,9
Gesamtleistung	112,1	109,1	110,5	110,0	109,6	109,3
Materialaufwand	-35,4	-31,6	-32,6	-32,5	-32,4	-32,3
Rohrertrag	76,7	77,5	77,9	77,5	77,2	77,0
Personalaufwand	-30,9	-35,8	-39,1	-38,1	-37,3	-35,3
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-21,8	-21,5	-23,0	-23,0	-22,9	-22,8
EBITDA	23,9	20,2	15,7	16,4	17,0	18,9
Abschreibungen und Amortisation	-1,5	-1,7	-2,1	-2,1	-2,4	-2,5
EBIT	22,5	18,5	13,6	14,2	14,6	16,4
Finanzergebnis	1,1	0,8	0,5	0,2	0,2	0,2
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragssteuern	23,6	19,3	14,1	14,5	14,8	16,6
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-7,7	-6,1	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0
Anteile Fremder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	15,9	13,3	9,5	9,7	9,9	11,6
Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	15,9	13,3	9,5	9,7	9,9	11,6

Quelle: getinsight Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	11,535	9,520	7,174	3,876	4,032	6,115
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-8,814	-1,594	-2,478	-0,772	-0,920	-1,000
<i>davon Capex</i>	<i>-0,610</i>	<i>-0,540</i>	<i>-0,699</i>	<i>-0,772</i>	<i>-0,920</i>	<i>-1,000</i>
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	0,086	-6,665	-5,331	-15,193	-3,891	-4,490
Veränderung der Zahlungsmittel	2,807	1,261	-0,635	-12,089	-0,779	0,625
Flüssige Mittel am Ende der Periode	28,810	30,014	29,285	17,196	16,418	17,043

Quelle: getinsight Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Bilanz

(in Mio. Euro)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Anlagevermögen	11,963	10,465	8,161	7,753	7,214	6,516
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,623	4,665	6,368	6,368	6,368	6,368
Sachanlagen	1,163	1,120	1,269	0,861	0,322	-0,376
Finanzanlagen	7,177	4,680	0,524	0,524	0,524	0,524
Umlaufvermögen	58,066	61,423	62,785	53,523	56,585	61,068
Vorräte	13,594	15,113	15,693	17,325	19,543	21,771
Forderungen aus LuL	12,184	12,117	11,484	12,678	14,301	15,931
Sonstige Forderungen	3,478	4,179	6,323	6,323	6,323	6,323
Kasse und Wertpapiere	28,810	30,014	29,285	17,196	16,418	17,043
Sonstiges Aktiva	2,451	0,617	0,412	0,412	0,412	0,412
Summe Aktiva	72,480	72,505	71,358	61,687	64,211	67,996
Eigenkapital	62,341	62,276	61,566	51,702	53,963	57,484
Rücklagen	62,341	62,276	61,566	51,702	53,963	57,484
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	1,935	2,125	1,924	1,924	1,924	1,924
Verbindlichkeiten	6,802	6,518	6,256	6,449	6,712	6,976
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,572	2,677	3,007	3,007	3,007	3,007
Verbindlichkeiten aus LuL	1,945	2,335	1,859	2,052	2,315	2,579
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	2,285	1,506	1,390	1,390	1,390	1,390
Sonstige Passiva	1,402	1,586	1,612	1,612	1,612	1,612
Summe Passiva	72,480	72,505	71,358	61,687	64,211	67,996

■ Bilanz

(in % des Gesamtvermögens)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Anlagevermögen	16,5	14,4	11,4	12,6	11,2	9,6
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,0	6,4	8,9	10,3	9,9	9,4
Sachanlagen	1,6	1,5	1,8	1,4	0,5	-0,6
Finanzanlagen	9,9	6,5	0,7	0,8	0,8	0,8
Umlaufvermögen	80,1	84,7	88,0	86,8	88,1	89,8
Vorräte	18,8	20,8	22,0	28,1	30,4	32,0
Forderungen aus LuL	16,8	16,7	16,1	20,6	22,3	23,4
Sonstige Forderungen	4,8	5,8	8,9	10,3	9,8	9,3
Kasse und Wertpapiere	39,7	41,4	41,0	27,9	25,6	25,1
Sonstiges Aktiva	3,4	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	86,0	85,9	86,3	83,8	84,0	84,5
Rücklagen	86,0	85,9	86,3	83,8	84,0	84,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	2,7	2,9	2,7	3,1	3,0	2,8
Verbindlichkeiten	9,4	9,0	8,8	10,5	10,5	10,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,5	3,7	4,2	4,9	4,7	4,4
Verbindlichkeiten aus LuL	2,7	3,2	2,6	3,3	3,6	3,8
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	3,2	2,1	1,9	2,3	2,2	2,0
Sonstige Passiva	1,9	2,2	2,3	2,6	2,5	2,4
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: getinsight Research GmbH / Unternehmensangaben

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
--	------	------	------	-------	-------	-------

■ Bewertungskennzahlen

Aktienkurs in Euro	6,50	7,50	10,00	9,65	9,65	9,65
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	58,6	66,6	88,9	85,7	85,7	85,7
Enterprise Value (in Euro Mio.)	32,4	39,3	62,6	71,5	71,5	71,5
EV/Umsatz	0,61	0,79	1,26	1,30	1,15	1,03
EV/EBITDA	2,5	3,9	8,0	7,9	6,8	5,5
EV/EBIT	2,7	4,3	9,2	9,1	7,9	6,3
KGV (berichtet)	6,9	10,0	19,0	16,1	14,0	10,7
KGV (bereinigt)	6,9	10,0	19,0	16,1	14,0	10,7
Kurs/Cash-Flow pro Aktie (exkl. WC)	6,0	8,7	15,9	13,2	11,2	8,8
Kurs/Buchwert	0,9	1,1	1,4	1,7	1,6	1,5

■ Rentabilitätskennzahlen

Bruttomarge	76,6%	77,5%	77,9%	77,5%	77,2%	77,0%
EBITDA-Marge	23,9%	20,2%	15,7%	16,4%	17,0%	18,9%
EBIT-Marge	22,5%	18,5%	13,6%	14,2%	14,6%	16,4%
Vorsteuer marge	23,6%	19,3%	14,1%	14,5%	14,8%	16,6%
Nettomarge	15,9%	13,3%	9,4%	9,7%	9,9%	11,6%
ROE	13,1%	8,7%	6,2%	7,5%	9,2%	11,5%
ROCE	26,9%	16,8%	12,6%	14,3%	15,7%	18,5%

■ Produktivitätskennzahlen

Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	199,3	175,6	168,3	175,3	186,6	196,3
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	31,6	23,3	15,8	17,0	18,5	22,8
Anzahl Mitarbeiter	269	285	296	314	332	352

■ Finanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	86,0%	85,9%	86,3%	83,8%	84,0%	84,5%
Gearing	-42,1%	-43,9%	-42,7%	-27,4%	-24,9%	-24,4%
Dividendenrendite	11,5%	8,0%	17,1%	4,6%	5,3%	6,8%

■ Cash-Flow-Kennzahlen

Cash-Flow pro Aktie	1,08	0,87	0,63	0,73	0,86	1,09
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,08	0,87	0,63	0,65	0,75	0,98

■ Sonstige Kennzahlen

Abschreibungen/Umsatz	1,5%	1,7%	2,1%	2,1%	2,4%	2,5%
Capex/Umsatz	1,1%	1,1%	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%
Working Capital/Umsatz	44,5%	49,8%	50,8%	50,8%	50,8%	50,8%
Steuerquote	32,7%	31,3%	33,1%	33,1%	33,1%	30,1%

Quelle: getinsight Research GmbH / Unternehmensangaben

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: getinsight Research GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Thomas Schießle, Analyst und Benjamin Ludacka, Analyst.

Die getinsight Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
Viscom AG	21.05.2014	Kaufen	€ 12,30

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die getinsight Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:
(21.08.2014)**

**4. Datum der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
(Kurse vom 21.08.2014)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. getinsight Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. **Angaben über mögliche Interessenkonflikte** durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenkonflikt 6. zu.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der getinsight Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der getinsight Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von getinsight Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von getinsight Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann getinsight Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens getinsight Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von getinsight Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von getinsight Research GmbH berichtigt werden, ohne dass getinsight Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.