

Datum **16.04.2013**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 9,78 (alt: € 8,96)

Änderungen

	2013E		2014E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Umsatz	54,85	-2%	62,37	-
EBIT	9,62	+13%	11,21	-
EPS	0,78	+9%	0,91	-
EPS*	0,65	+5%	0,81	-
DPS	0,62	+72%	0,68	-

*bereinigt

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

ISIN: DE0007846867
 Bloomberg: V6C:DE
 Reuters: V6CG.DE
 Preis (15.04.13): € 8,25
 Marktkapitalisierung: € 74,4 Mio.
 Enterprise Value: € 57,5 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage): € 22.261
 52W Hoch: € 8,74
 52W Tief: € 6,70
 Streubesitz (DBAG): ca.24,5%

Finanzkalender

14.05.2013 Zwischenmitteilung Q1/13
 28.05.2013 Ordentl. HV

Aktionärsstruktur

Management/Gründer 59,8%
 Institutionelle Investoren (>5 % Anteil) 14,3%
 Viscom AG 1,5%

Kursentwicklung



Thomas Schießle
 +49 (0)69 - 2561 285 12
schiessle@vararesearch.de

Viscom AG

**2013e: Produktlaunches + Nachfragebelebung ab 2.Hj.13;
 2014e: Wachstumsbeschleunigung**

Nach einem Übergangsjahr 2012, das Viscom mit einem bemerkenswerten Schlussquartal beendet hat, schwenkt der Prüfsysteme-Spezialist u.E. 2013 wieder auf den Wachstumskurs ein. Die allgemeine Konjunkturerwartung stützt diese Sichtweise.

Für 2013 erwarten wir noch ein leichten Erlös- und Gewinnzuwachs - im Zentrum stehen diverse Produktlaunches im Laufe des Jahres.

Für 2014 gehen wir von einer Wachstumsbeschleunigung aus, wenn das leistungstärkere und breitere Produktportfolio auch bei neuen Kundengruppen platziert und neue Preissetzungsmöglichkeiten eröffnet haben soll. Ohne Sprungkosten in der bestehenden Struktur erwarten wir 2014 ein EPS-Plus von rund 20%. Ähnliches gilt für die mögliche Dividende. Das Konjunkturrisiko sinkt, die Gewinndynamik steigt, wir erhöhen den Zielkurs.

Am Kapitalmarkt beginnt sich eine optimistischere Sicht der Branchen- und Unternehmensaussichten durchzusetzen. Die Bewertung - auf der anderen Seite - scheint uns das noch nicht zu reflektieren. Positive Konjunkturnachrichten werden u.E. wichtiger Katalysator für die Kursentwicklung sein. Wir raten (bei einem 2014er EV/Sales von 0,75 und KGV bereinigt von 10,2) zum Kauf.

Investment Highlights

- Die offizielle und traditionell konservative Finanzprognose 2013 rechnet mit einer Umsatzausweitung, die je nach Ausprägung auch mit einem EBIT-Wachstum einhergehen soll. Die VARA-Schätzungen für 2013 platzen sich am oberen Rand der Guidance. Für 2014 erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung. Treiber sollten vor allem neue Features in optischen Inspektionssystemen sein, die die Trends Prüfgeschwindigkeit (XM-Modul), Prüftiefe (3D-Fähigkeit) und Prozesssteuerung (Up-Link) adressieren.
- Aktuell gilt wieder die alte Zyklichkeit im Geschäftsverlauf, mit einem ergebnisentscheidenden Schlussquartal, zumal dieses Jahr wichtige Produktlaunches im 2. Hj. erwartet werden. Dann entscheidet sich die Performance des Wachstumsjahres 2013. Je nach Verkaufserfolg könnten allerdings Entwicklungskosten, Vertriebsausbau und Rabatt-Gewährung erneut die Marge belasten, wovon wir nicht ausgehen.
- Die allgemeine und die Maschinenbau-Konjunktur scheint zum 2. Hj. wieder auf Wachstum umzuschwenken. Ohne Sprungkosten lässt sich die Produktion bei Viscom daran anpassen. Der stete Strom innovativer High-End-Produkte eröffnet neue Spielräume. Zukäufe sind für das sehr profitable Wachstum nicht notwendig. Die inzwischen erreichte hohe Innenfinanzierungskraft ermöglicht eine sehr erfreuliche Gewinnausschüttung - wohl auch künftig.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE
2011	53,5	7,6	0,87	9,2	1,26	5,62	22,5%	13,6%
2012	50,0	5,3	0,59	14,7	1,15	6,22	18,5%	10,7%
2013e	54,9	5,8	0,65	12,7	0,87	4,94	17,5%	10,0%
2014e	62,4	7,2	0,81	10,2	0,75	4,17	18,0%	10,5%
2015e	71,7	9,6	1,08	7,6	0,64	3,33	19,3%	11,4%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH/EQUI.TS GmbH

**2013e: Produktoffensive
+ Konjunkturaufhellung**

Vara-Schätzung 2013 angehoben – mit mehr Kundennähe und Portfolioerweiterungen für moderates Wachstum

Unsere Planungen für das laufende Geschäftsjahr 2013 sahen bis heute eine Erlössteigerung auf Gruppenebene im Basisszenario von gut 5% vor. Ein Übergangsjahr schien sich anzudeuten, doch die allgemeinen Aussichten scheinen sich aufzuhellen. Darüber hinaus: die Akzeptanz der innovativen Systeme zum Einen und neuer Kundengruppen zum Anderen haben das Potential wieder ein kräftigeres Wachstum in diesem Jahr möglich zu machen.

Jüngst ist die Gruppe der Prognostiker größer geworden, die ein Anziehen der globalen Industriekonjunktur im 2. Hj. 2013 erwartet. Europa bleibt in diesen Überlegungen aber unverändert das „Sorgenkind“. Eine gewisse Entkopplung von der aktuellen Kaufzurückhaltung in Europa im dominierenden Automotive-Segment scheint gleichwohl möglich, denn eine wachsende Zahl von Mittelständlern auch aus anderen Branchen steht auf der Interessenten- und Kundenliste in Hannover. Ferner sollten Asien und Amerika für höhere Verkäufe sorgen.

Positive Nachfrageimpulse erwarten wir von dem andauernden Rollout der Neu- und Expansionsprojekte im dominierenden aber wohl in Summe leicht rückläufigen Seriengeschäft („SP“). Dem Segment „NP“ - Neue Produkte - könnte die 3D-Drahtbond-Inspektion besondere Impulse verleihen; auch hier sehen wir Wachstum. In Zeiten unsicherer Konjunktur kommt dem dritten Geschäftsfeld „Service“ eine wichtige Aufgabe zu; wir erwarten hier wachsende Erlösbeiträge.

Eine wesentliche betriebswirtschaftliche Herausforderung wird im laufenden Jahr die zu erwartende kräftige Auslastungsschwankung darstellen. Erneut dürfte das Jahresschlussgeschäft über die Zielerreichung entscheiden, zumal anhaltende Entwicklungsanstrengungen die Umsatzwirkung wichtiger Neu-Systeme erst im Laufe des Jahres wirksam werden lässt.

Mit der in den zurückliegenden Quartalen wirkungsvoller gestalteten Vertriebsorganisation in den Zielregionen (Target Accounts) wird nicht nur die Bestandskundenpflege effizienter, auch die Neukunden-Akquise sollte merkliche Erfolge zeigen. Aus den u.E. möglichen Jahreserlösen 2013 von rund € 55 Mio. (+10% ggü Vj.) leitet sich ein Vara-EBIT von rund € 9,6 Mio. ab. Das auszuweisende EPS wird deshalb auch nur leicht - von € 0,75 auf € 0,78 - um rund 5% steigen. Sowohl der in der Produkteinführungsphase vorübergehend steigende Vertriebsaufwand in Asien, wie auch die Produktmixeffekte und die unterjährig schwankenden Auslastungen, aber auch der Bedeutungsgewinn des Servicegeschäfts ist also in diese Vorausschau eingeflossen.



Umsatz in Quartalen 2009 - 2012



Umsatz mit € 50 Mio. leicht unter Jahresprognose 2012

Angaben in Mio. € - Quelle: Viscom Q3 April 2012 - Vara Research

Vara-Schätzung 2014 mit Beschleunigung – „CCC“-Kundensegmente als zusätzliche Volumenmärkte im Visier

Das Vara-Szenario für das Geschäftsjahr 2014 orientiert sich an der offiziellen Mittelfristplanung des Unternehmens, die auch für 2014 eine Umsatzausweitung anpeilt. Die Nachfragetrends - Miniaturisierung, Kommunikation etc. - sprechen für anhaltende Mengennachfrage nach

**2014e:
Nachfragebeschleunigung
+ Skaleneffekte**

elektronischen Bauelementen, dem zentralen Aufgabengebiet der Inspektionssysteme von Viscom. Zumal das konjunkturelle Umfeld 2014 günstiger als noch im laufenden Jahr ausfallen sollte.

Im Basis-Szenario könnten dann die Konzern Erlöse über die € 60 Mio. Schwelle steigen, und somit etwa doppelt so schnell als im langjährigen Marktwachstum (reichlich 5%) vorankommen. 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 3-D-Fähigkeit der AOI und der AXI-Systeme zunehmend flexiblere Prüfprozeduren für viele zusätzliche Anwendungen möglich machen wird. Dies sollte auch neue Preissetzungsperspektiven eröffnen. Zusammen mit Skaleneffekten wird nach unserer Kalkulation 2014 ein EBIT von über € 11 Mio. möglich, was einer Margenausweitung auf rund 18% entspräche. Diesem knapp 13%igen Wachstum stünde eine auszuweisende EPS-Ausweitung von rund 17% auf € 0,92/Aktie gegenüber (n.b: bei Unternehmens- und/oder Technologie-Zukäufen wäre entsprechend anzupassen). Mit über € 30 Mio. in der Kriegskasse sind Zukäufe nicht eine Frage der Finanzierung, sondern, wie bereits in der Vergangenheit, wohl von der strategischen Passgenauigkeit abhängig. Schließlich wären ein positiver freier operativer Mittelzufluss und eine Dividendenerhöhung in diesem Szenario nur konsequent.

Prüfkonzept von Viscom findet immer mehr Kunden

Themen wie Bedienerfreundlichkeit und Inlinefähigkeit standen in den vergangenen Jahren im Zentrum der Entwicklungen. In den kommenden Jahren bleiben die Entwicklungsschwerpunkte: Kameratechnik, Analysesoftware und Röntgentechnik. Bis heute sind hieraus das sehr schnelle Sensormodul (XM-Modul), die „vVision“-Bedienersoftware und ein breiteres Röntgenröhren-Portfolio entstanden. Für die AOI- und AXI-Aufgabenstellungen leitet sich schließlich ein Systeme-Portfolio ab, das künftig noch schneller und flexibler einsetzbar sein wird und damit die wichtigsten Trends in der automatischen Inspektion elektronischer Baugruppen adressiert. Ab 2014 beginnend, soll z.B.- so Dr. M. Heuser, der zuständige Vorstand bei Viscom - mit einem noch schnelleren Röntgeninspektionssystem X7058 an die Erfolgsgeschichte angeschlossen werden.

Der Marktauftritt bleibt sowohl global als auch innovationsgetrieben. Durch die Ergänzungen im System-Angebot ist man dem Anspruch ein „One-Stop-Shop“ für automatische Prüfaufgaben einen großen Schritt näher gekommen. Ob High-Mix/Low-Volume oder Low-Mix/High-Volume-Anforderungen in der Produktion, Viscom positioniert sich an (fast) allen AOI/AXI-Prüftoren und eröffnet sich mit seinen High-End-Systemen auch Kundengruppen, die größeren Wert auf Produktionseffizienz legen. Die Leistungsfähigkeit sichert Marktanteile und eröffnet neue Anwendungsfelder. Das „Target Accounting“-Vertriebskonzept kann somit effizienter arbeiten.

Aus Sicht nicht weniger Branchenbeobachter wird insbesondere das völlig neu entwickelte High-Speed-Kameramodul („XM-Sensormodul“) eine Vielzahl neuer Anwendungen für dieses AOI-System erschließen, denn es wird eine entscheidende Erhöhung des Durchsatzes und der Prüftiefe bei der Baugruppeninspektion erreicht. Ab Q1/13 ist für die S6056-Systeme die Abwärtskompatibilität mit den 8M-Systemen der Viscom-Kunden verfügbar.

Smartphones bleiben Treiber – Big Data und BYOD kommen hinzu

Smartphones und Tablet-PCs bleiben die „Lieblinge der Konsumenten“; so sieht es auch das Marktforschungsinstitut Gartner, das für 2013 der Halbleiterindustrie ein Umsatzwachstum von 4,5% zubilligt. Die Mobilfunkproduktion war und ist der wichtigste Treiber in der Zielkundengruppe Konsumelektronik. Und ein Ende des Wachstums ist nicht in Sicht, im Gegenteil. Insbesondere der Smartphone-Markt (laut IDC +10% in 2012) ist in Bewegung; dort verschieben sich die Kräfteverhältnisse rasant.

**Prüfziele: 100% Qualität
- oder – Output-Lift**

**2013 mit
Branchenwachstum -
Beschleunigung im 2.Hj.**

**Autoproduktion wächst
2013**

**Konjunkturängste in
Q2/12 von moderater
Erholung gefolgt**

Der Maschinenbau profitiert 2013 vom erhofften Aufschwung – die Ausrüster für die Elektronikindustrie sogar überproportional

Die im VDMA Fachverbandes Productronic zusammengeschlossenen deutschen Hersteller erwarteten im November 2012 einen Umsatzrückgang von rund 8% für 2012 und ein Erlöswachstum von 5% für 2013. Für den gesamten deutschen Maschinenbau bestätigte erst vor einigen Tagen die VDMA-Spitze ein erwartetes Umsatzplus für 2013 von 2%. Denn das Ifo-Geschäftsklima sowie die bessere Stimmung in den Kundenländern weltweit deuten auf eine Belebung der Geschäftstätigkeit hin.

Die chinesische Wirtschaft z.B. findet zusehends aus einer fast zweijährigen Abschwungphase heraus. Die Inflation ist gebändigt, die Notenbank beruhigt - fürs erste!

Auto-Zulieferer stehen mitten im Investitionszyklus

Der Pkw-Weltmarkt hat 2012 um 4% auf gut 68 Mio. Einheiten zugelegt und wird seinen Wachstumskurs auch 2013 fortsetzen. Der VDA erwartet, dass der Pkw-Weltmarkt 2013 die 70-Millionen-Marke ins Auge fassen wird also mengenmäßig leicht wächst. Dabei wird das Wachstum weiterhin vor allem von den USA (+5%) und China (+6%) getragen. Allerdings bleibt das Automobilgeschäft in Westeuropa weiterhin schwierig (-3%). Derzeitigen Einschätzungen zufolge könnte also die Pkw-Inlandsproduktion um ca. 1% auf gut 5,4 Mio. Einheiten zulegen. Auch die Pkw-Auslandsproduktion deutscher Hersteller dürfte 2013 expansiv bleiben. Für den weiteren Blick kündigen sich ganz neue Themen an. Z.B. arbeitet die Continental AG an der schrittweisen Automatisierung des Fahrens; eine Teilautomatisierung könne bereits 2016 möglich werden. Ziele, die nicht mit weniger sondern mit leistungsstärkerer Elektroniksteuerung erreicht werden sollen.



2012: Auftragseingang und -bestand nach Regionen



Angaben in T€ - Quelle: Viscom AG - April 2013 - Vira Research

2012: Einbruch im zweiten Quartal, guter Jahresschluss

Hauptkundengruppe in den Viscom-Statistiken war unverändert die Automobilzulieferindustrie, die zurückhaltend ab Frühjahr 2012 investierte und auch am aktuellen Rand noch eine vorsichtige Orderaktivität zeigt. Der Ordereingang erreichte 2012 konzernweit mit € 47,4 Mio. nicht den Vorjahresvergleichswert von € 50,9 Mio. Der Auftragsbestand per 31.12.2012 sank zeitgleich um 23,9% auf € 8,3 Mio., was einem Arbeitsvorrat von etwa 2,5 Monaten entspricht und vom Management als eine durchaus „gesunde Relation“, charakterisiert wurde. Erst recht, wenn man bedenkt wie kurzfristig geordert wird und wie wichtig fristgerechte Lieferfähigkeit ist.

Die vielbeachtete Kennzahl book-to-bill-ratio, also die Relation von neuen gruppenweiten Orders zu getätigtem Umsatz, sank zur Jahresmitte 2012 auf 88,8%, erholte sich zum Jahresende 2012 hin auf 91,8%.

Im 1. Hj. 13 dürfte also noch ein ruhigerer Geschäftsgang vorherrschen. Insbesondere das Q1/13 vergleicht sich mit einem außerordentlichen Rekordordereingang im Q1/12 von € 12,9 Mio.

Die Absatzregionen trugen in sehr unterschiedlichem Ausmaß zum Orderzugang bei, so dass der regionale Aufriss der Umsätze im laufenden Geschäftsjahr 2013 von einem erneuten Bedeutungsgewinn der Region Amerika charakterisiert sein dürfte. Der reorganisierte Vertrieb konnte in der jüngsten Vergangenheit die zusätzlichen Impulse aus dem steigenden Bedarf der US-Auto-Industrie, aber auch aus dem US-Mittelstand, zu mehr Aufträgen umwandeln. Der Viscom-Radius geht in wachsendem Maße nach Süden - nach Lateinamerika. Nur die Jahresumsätze 2012 aus Amerika entwickelten sich expansiv. Mit 29% über Vorjahreswert konnten die 12-Monats-Umsätze bei € 8,6 Mio. abschließen, was zu einem Anstieg des Regionen-EBIT um 90% ggü. 2011 auf € 0,95 Mio. führte. Die Automobilindustrie befindet sich in einer mehrjährigen Investitionsphase. Auch werden mehr und mehr interessante junge Unternehmen von der Viscom-Salesforce angesprochen. Mittel- und Südamerika sind für die Hannoveraner junge Märkte und zeigten auf niedrigem Niveau Wachstum.

**Durchschnittserlös sank
- Europa war schwach**

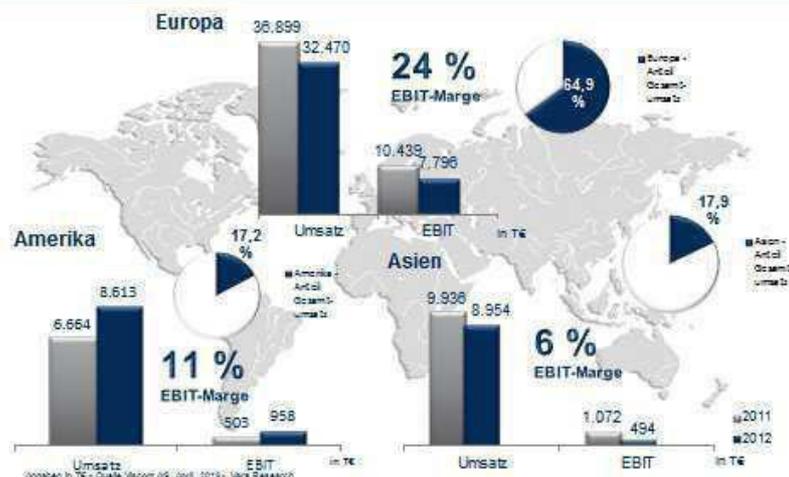
Unterdessen war mit € 4,4 Mio. weniger Jahresumsatz 2012 und € 2,4 Mio. kürzerem Auftragsbuch der konjunkturell bedingte Rückgang der mit Abstand bedeutendsten Region Europa (Anteil 65% nach 69% 2011) am ausgeprägtesten. Auf dem Heimatmarkt war nicht nur die Zurückhaltung der Automobilisten zu spüren, auch die Verlagerung von Fertigungskapazitäten in Richtung Osteuropa hielt an. In Summe sank der Deutschlandumsatz 2012 um 25% oder € 6 Mio. auf € 18,4 Mio. Das Regionen-EBIT in Europa des Vergleichszeitraums von € 10,4 Mio. konnte nicht wieder erreicht werden. Ausgewiesen wurden € 7,8 Mio., was einer Marge von 24% entsprach und sich zum historischen Spitzenwert des Jahres 2011 von reichlich 28% vergleicht. Unter der Kundschaft herrschte anhaltend Verunsicherung über die künftige Absatzentwicklung. Gleichwohl, die Marktführerschaft in der EU konnte nach Managementaussagen „zumindest gehalten“, ja neue Kunden im Mittelstand dazugewonnen, werden. Die Europa-book-to-bill-ratio hatte zur Jahresmitte 2012 mit 88,7% ihr Tief gesehen; zum Dezemberstichtag stieg sie - auch über den Vorjahreswert! - auf 95,5%.

In Asien, wo die meisten Lohnfertiger für die Massenproduktion von Baugruppen und Consumer-Elektronik fertigen, erreichten die Auftragsgänge bis Dezember € 7,3 Mio. (Asien-book-to-bill-ratio: 81%); der Preisdruck hält von Seiten der Low-Cost-Anbieter an. In Asien führten die geringeren Stückzahlen und der erwähnte Preisdruck 2012 zu Umsatzrückgängen von knapp 10%, die das absolute EBIT um € 0,6 Mio. und die zugehörige Marge auf 6% jeweils halbierten.

Umso wichtiger sind die innovativen Features „UpLink“ und „XM-Modul“, die, wie das flexibel einsetzbare S7056-AOI/AXI-System, sehr anspruchsvolle Testanforderungen meistern können. Für 2013 ruhen auf diesen Systemen nicht wenige Hoffnungen der Hannoveraner.



2012: Segmentinformationen – Amerika hilft



**2012 wurden weniger
Serienprodukte verkauft**

2012: trotz Umsatzrückgang hoch profitabel

Profitabilität, Bilanzqualität und Finanzierungsfähigkeit blieben gleichwohl weit überdurchschnittlich, die betriebswirtschaftliche Aufstellung hat sich also bewährt! Auch aus diesem Grund wird mit € 0,60/Aktie rund 80% des ausgewiesenen Gewinns an die Aktionäre ausgeschüttet.

In den zurückliegenden 12 Monaten waren es die bekannten Serienprodukte, die auch die Verkaufsstatistiken 2012 mit einem Anteil an den Konzern Erlösen in Höhe von € 50,0 Mio. von 72% anführten.

Hochwertige vollautomatische optische Inspektionssysteme der S6056-Familie wie auch die Einsteigermodelle der S3088-Gruppe dominierten die Verkaufsstatistik. Diese und andere Serienprodukte verfehlten den Vorjahreswert um 11% und erreichten € 35,9 Mio., denn der Ordereingang sank konjunkturbedingt und der Preisdruck insbesondere im interessanten AXI-Bereich hielt an.

Mit 14% Erlösanteil und absolut betrachtet € 6,9 Mio. aus Abrechnungen für kundenspezifische Projekte und Bonddraht-Inspektions-Systeme konnte das Vorjahresergebnis im Segment „NP“ eingestellt werden. Leichtes Wachstum zeigte der dritte Geschäftsbereich „Service“, der rund 12% zulegte und € 7,2 Mio. Umsatz erzielte. Neben Ersatzteilen spielen verschiedenste Dienstleistungen rund um die installierte Viscom-Gerätebasis eine sowohl wirtschaftliche als auch strategisch immer bedeutendere Rolle.

2012: Erholung im 2.Hj.12 – EBIT-Marge mit 18,5% über Zielkorridor

		2012	2011	Prozentuale Veränderung
Umsatz	T€	50.037	53.499	-6,5%
EBIT	T€	9.248	12.014	-23%
Finanzergebnis	T€	418	610	-31%
Ertragsteuern	T€	-3.028	-4.128	-27%
Periodenergebnis	T€	6.638	8.496	-22%
Auftragseingang zum 30.12.	T€	47.427	50.931	-7%
Auftragsbestand zum 30.12.	T€	8.302	10.912	-24%
Ergebnis je Aktie	€	0,75	0,96	-33%
Mitarbeiter zum 30.12.		286	273	+6%

		31.12.2012	31.12.2011	
Bilanzsumme	T€	72.505	72.480	+0%
Zahlungsmittel	T€	30.014	28.810	+4%
Finanzanlage	T€	4.680	7.177	-35%
Eigenkapital	T€	62.276	62.341	-0%
Eigenkapitalquote		85,9%	86,0%	-1BP

Angaben in T€ - Quelle Viscom AG April 2013 - Vara Research

**Ein herausforderndes
Jahr mit erfreulicher
EBIT-Marge**

Die abgeleitete operative EBIT-Konzern-Marge für das Jahr 2012 von 18,5% war - wie erwartet - nicht mehr so außerordentlich hoch (22,5%), wie noch im vom Auslieferungsstau geprägten Vorjahr.

Auch jüngst waren Sondereffekte, namentlich die IFRS-konforme Aktivierung der Entwicklungsprojekte gewinnerhöhend. Per 31.12.2012 wurden rund € 1,4 Mio. „Entlastungen“ gebucht. Zieht man diesen ergebniserhöhenden Einmaleffekt ab, verbleibt ein bereinigtes EBIT von € 7,8 Mio., und eine korrigierte operative Marge von 15,6% (Vj: 20,8%). U.E. eine respektable Profitabilität.

Der leicht ausgeweitete Mitarbeiterstab ließ die Personalquote (gemessen an der Gesamtleistung) von 28,6% auf 34,1% steigen. Dagegen sank die Materialquote von 32,7% auf 29,1%. Nach Abzug der zum Vorjahr um 10% gesunkenen Verwaltungskosten und zum Vorjahr leicht erhöhten Planabschreibungen verblieb ein ausgewiesenes Jahres-EBIT in Höhe von € 9,2 Mio. - davon wurden knapp € 5,2 Mio. im 2. Hj. 12 erzielt.

Mit ca. € 9,7 Mio. Brutto- und knapp € 6,6 Mio. Nettoergebnis war die Basis gelegt für ein EPS in Höhe von € 0,75, das sich zum Vorjahres-Rekordwert von € 0,96/Aktie vergleicht.

Der Cashbestand stieg schließlich zum 31.12.2012 um € 1,2 Mio. auf € 30,0 Mio. Zuvor war für Investitionen ein Betrag von € 1,6 Mio. abgebucht

**Innovative
Inspektionssysteme und
„One-Stop-Shop“-
Ansatz**

worden, der zu über 86,2% in die aktivierten Entwicklungsleistungen floss. Die Eigenkapitalquote verharrte in etwa auf dem „beruhigenden“ Vorjahrsniveau von 86%.

Ohne Netto-Finanzverbindlichkeiten und bei immer noch geringer Rückstellungsquote zeigte die Kennzahl ROCE mit 27,8 % zwar nicht den außerordentlich hohen Wert des Vorjahres (35,4%), blieb aber im Wettbewerbsvergleich „sehr erfreulich“.

Sie dokumentiert die im Geschäftsmodell befindliche Profitabilität, die nicht auf Zukäufe angewiesen ist, sondern ganz Wesentlich auf der Kontinuität der technologischen Weiterentwicklung des Prüfsystem-Portfolios fußt und über effizientere Vermarktungsanstrengungen nachhaltig und höhere Gewinne erwirtschaften kann und genau dies bereits wieder im laufenden und in stärkerem Maße im kommenden Geschäftsjahr soll!

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	40,02	53,50	50,04	54,85	62,37	71,70
Bestandsveränd./Akt. Eigenleistungen	0,88	4,33	2,46	2,02	0,92	0,42
Gesamtleistung	40,91	57,83	52,50	56,87	63,28	72,12
Materialaufwand	10,29	18,93	15,82	17,16	19,13	21,55
Rohergebnis	30,62	38,89	36,68	39,71	44,16	50,57
Personalaufwand	15,11	16,54	17,91	19,43	21,21	23,41
Sonst. betr. Ertr./Aufw.	-7,58	-9,54	-8,66	-9,69	-10,57	-11,91
EBITDA	7,94	12,81	10,11	10,59	12,37	15,25
Abschreibungen/Amortisation	0,80	0,80	0,86	0,97	1,16	1,40
EBIT	7,13	12,01	9,25	9,62	11,21	13,85
Finanzergebnis	0,34	0,61	0,42	0,37	0,33	0,38
A.o. Effekte vor Steuern	2,76	0,90	1,37	1,10	0,88	0,35
EBT (ohne a. o. Ergebnis)	7,48	12,62	9,67	9,98	11,55	14,23
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-3,05	4,13	3,03	3,09	3,46	4,27
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	10,52	8,50	6,64	6,89	8,08	9,96
Bereinigungen	-2,76	-0,90	-1,37	-1,10	-0,88	-0,35
Bereinigtes Nettoergebnis	7,76	7,60	5,26	5,79	7,20	9,61
Gewichtete Anzahl Aktien	9,02	8,75	8,89	8,89	8,89	8,89
EPS (in €)	1,17	0,97	0,75	0,78	0,91	1,12
EPS bereinigt (in €)	0,86	0,87	0,59	0,65	0,81	1,08
DPS (in €)	0,00	0,75	0,60	0,62	0,68	0,78

Quelle: Viscom AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

in % des Umsatzes	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	102,2	108,1	104,9	103,7	101,5	100,6
Materialaufwand	25,7	35,4	31,6	31,3	30,7	30,1
Bruttoergebnis	76,5	72,7	73,3	72,4	70,8	70,5
Personalaufwand	37,7	30,9	35,8	35,4	34,0	32,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-18,9	-17,8	-17,3	-17,7	-17,0	-16,6
EBITDA	19,8	23,9	20,2	19,3	19,8	21,3
Abschreibungen/Amortisation	2,0	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9
EBIT	17,8	22,5	18,5	17,5	18,0	19,3
Finanzergebnis	0,9	1,1	0,8	0,7	0,5	0,5
A.o. Ergebnis vor Steuern	6,9	1,7	2,7	2,0	1,4	0,5
EBT	18,7	23,6	19,3	18,2	18,5	19,8
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-7,6	7,7	6,1	5,6	5,6	6,0
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	26,3	15,9	13,3	12,6	13,0	13,9
Bereinigungen	-6,9	-1,7	-2,7	-2,0	-1,4	-0,5
Bereinigtes Nettoergebnis	19,4	14,2	10,5	10,6	11,6	13,4

Quelle: Viscom AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

Bilanz

in € Mio.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermögen	11,07	13,90	11,08	13,20	16,56	21,23
Immat. Vermögen	2,31	3,62	4,67	4,81	6,28	8,35
Sachanlagen	1,22	1,16	1,12	1,15	1,49	1,80
Firmenwert/Patente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Anlagevermögen	7,54	9,12	5,30	7,24	8,79	11,09
Umlaufvermögen	51,12	58,58	61,42	61,56	67,54	75,16
Vorräte	10,16	13,59	15,11	15,12	16,83	19,10
Forderungen L. u. L.	12,16	12,18	12,12	12,12	13,50	15,32
Sonstige Forderungen	2,01	3,48	2,84	2,93	3,79	4,35
Kasse, liquide Mittel	25,91	28,81	30,01	31,39	33,41	36,40
Sonstiges Umlaufvermögen	0,88	0,51	1,34	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Aktiva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	62,19	72,48	72,51	74,76	84,10	96,40
Eigenkapital	53,66	62,34	62,28	69,16	77,25	87,21
Rücklagen	35,14	35,22	35,22	36,32	40,85	46,83
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen (kurzfr.)	1,17	1,48	1,59	1,80	2,22	2,80
Rückstellungen (langfr.)	0,30	0,45	0,54	0,61	0,69	0,87
Kurzfr. Schulden	2,51	2,57	2,68	3,04	3,76	4,74
Sonstige Passiva	4,55	5,63	5,43	0,15	0,18	0,78
Summe Passiva	62,19	72,48	72,51	74,76	84,10	96,40

Quelle: Viscom AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

in % der Bilanzsumme	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermögen	17,8%	19,2%	15,3%	17,7%	19,7%	22,0%
Immat. Vermögen	3,7%	5,0%	6,4%	6,4%	7,5%	8,7%
Sachanlagen	2,0%	1,6%	1,5%	1,5%	1,8%	1,9%
Firmenwert/Patente	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	82,2%	80,8%	84,7%	82,3%	80,3%	78,0%
Vorräte	16,3%	18,8%	20,8%	20,2%	20,0%	19,8%
Forderungen L. u. L.	19,5%	16,8%	16,7%	16,2%	16,0%	15,9%
sonstige Forderungen	3,2%	4,8%	3,9%	3,9%	4,5%	4,5%
Kasse, liquide Mittel	41,7%	39,7%	41,4%	42,0%	39,7%	37,8%
Sonstiges Aktiva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	86,3%	86,0%	85,9%	92,5%	91,9%	90,5%
Rücklagen	56,5%	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen (kurzfr.)	1,9%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,9%
Rückstellungen (langfr.)	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
Kurzfr. Schulden	4,0%	3,5%	3,7%	4,1%	4,5%	4,9%
sonstige Passiva	7,3%	7,8%	7,5%	0,2%	0,2%	0,8%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Viscom AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
EV/Umsatz	1,10	1,26	1,15	0,87	0,75	0,64
EV/EBITDA	5,54	5,27	5,69	4,49	3,78	3,02
EV/EBIT	6,16	5,62	6,22	4,94	4,17	3,33
KGV bereinigt	7,90	9,16	14,68	12,66	10,18	7,63
PCPS	13,09	6,13	8,12	9,33	7,93	6,45
Preis/Buchwert	1,14	1,13	1,24	1,06	0,95	0,84
Bruttomarge (in %)	76,5%	72,7%	73,3%	72,4%	70,8%	70,5%
EBITDA-Marge (in %)	19,8%	23,9%	20,2%	19,3%	19,8%	21,3%
EBIT-Marge (in %)	17,8%	22,5%	18,5%	17,5%	18,0%	19,3%
Nettomarge (in %)	26,3%	15,9%	13,3%	12,6%	13,0%	13,9%
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	151,61	195,97	170,19	176,00	188,79	204,75
Eigenkapitalquote (in %)	86,3%	86,0%	85,9%	92,5%	91,9%	90,5%
Gearing	5,2%	4,9%	5,2%	5,3%	5,8%	6,4%
WC/Umsatz (in %)	53,8%	48,1%	54,3%	46,2%	45,1%	43,5%
Capex/Umsatz (in %)	1,1%	0,8%	2,7%	2,9%	3,1%	3,2%

Quelle: Viscom AG / Vara Research GmbH / EQUI.TS GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH
Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Thomas Schießle, Analyst der
EQUI.TS GmbH.

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

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

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
Viscom AG	02.08.2011	Kaufen	n.a.
Viscom AG	14.09.2011	Kaufen	€ 9,90
Viscom AG	06.03.2012	Kaufen	€ 9,90
Viscom AG	06.09.2012	Kaufen	€ 9,90
Viscom AG	28.11.2012	Kaufen	€ 8,96
Viscom AG	06.03.2013	Kaufen	€ 8,96

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 Vara 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 ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
(16.04.2013)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 15.04.2013)**
5. Aktualisierungen:
Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten, Wertpapierhandelsbanken und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara 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. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara 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 Vara 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 Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.