

Datum **14.09.2011**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 9,90 (alt: € n.a.)

Änderungen

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Umsatz	52,50	-	57,25	- %
EBIT	9,26	-	9,81	- %
EPS	0,81	-	0,84	- %
EPS*	0,59	-	0,78	- %
DPS	0,30	-	0,35	- %

*bereinigt

Homepage: www.viscom.de

Branche: Elektronikindustrie

ISIN:	DE0007846867
Bloomberg:	V6C:GR
Reuters:	V6CG.DE
Preis (13.09.11):	€ 6,38
Marktkapitalisierung:	€ 58,8 Mio.
Enterprise Value:	€ 66,5 Mio.
Ø-Volumen (100 Tage):	€ 43.623
52W Hoch:	€ 7,95
52W Tief:	€ 4,50
Streubesitz:	>19 %

Finanzkalender

11.11.2011 Q3-Zahlen

Aktionärsstruktur

Management/Gründer	59,6 %
Institutionelle Investoren (>5 % Anteil)	10,3 %

Kursentwicklung



Thomas Schießle
+49 (0)69 – 66 36 80 71
schiessle@vararesearch.de

Viscom AG

2011e: adj. EPS > 40% - gute Autokonjunktur
2012e: adj. EPS > 30% – Eroberung der 3D-Welt

Seit Jahresbeginn entwickelte sich die Aktie in etwa wie die Referenz-Indizes (Dax, TecDax); in jüngster Zeit sogar besser. Mit einem zweistelligen Gewinnwachstum 2011 und 2012, sowie einem 2011er EV/Umsatz von knapp 1,1 sehen wir - ohne Sonderimpulse - die Aktie beim gegenwärtigen Stand unterbewertet und raten daher zum Kauf. Die wichtigsten Wachstumstreiber sind: 1) Investitionen in neue Systeme, die in den kommenden 12 Monaten auf den Markt gebracht werden. Das bereinigte EPS könnte also 2011e und 2012e um jeweils > 35% zulegen. 2) Die dominierende Kundengruppe der Automobil-Zulieferer wird u.E. auch 2012 Prüfsysteme rege nachfragen, denn die Produktionserweiterungen gehen mit steigenden Qualitätsanforderungen einher, die in wachsendem Maße nur durch ein High-End-Prüfsystem (z.B. 3D-Röntgen-Prüfsystem von Viscom) prüfbar sind. Zudem ist die Visibilität recht gut (keine „Japan-Probleme“).

Investment Highlights

- Der Hannoveraner Spezialist für automatische optische Prüfsysteme hat im High-End-Segment einen guten Ruf und wird seine Marktführerschaft in Europa ausbauen. In Asien kommt Viscom schneller als in der Vergangenheit voran und will künftig insbesondere dort mit mehr Präsenz den Sprung in neue Kundenkreise schaffen.
- Die positive Entwicklung aus den letzten Quartalen setzt sich auch in Q2/11 - natürlich gedämpft - fort. Sowohl die Auftragseingänge (+37%) als auch die Umsatzentwicklung (+77% auf € 13,7 Mio.) haben sich deutlich verbessert. Die EBIT-Marge lag mit 19,85% im Top-Quartil der historischen Schwankungsbreite. Nach prognostiziertem EPS-Anstieg in 2011 von > 40%, scheint uns ein Gewinnplus in 2012 von >30% erreichbar. Das Planungsrisiko scheint beherrschbar: eine abgesenkte Fixkostenschwelle bei Viscom trifft auf einen technologiewechselgetriebenen (z.B. MEMS-Einsatz) Investitionszyklus bei vielen Kunden.
- Zur guten EBIT-Marge haben die AXI- und AOI-Systeme - mit dem Flaggschiff-System „7056“ im Besonderen -, die zu ausgeprägten Skaleneffekten führen, beigetragen. Diesen Weg will das Unternehmen auch weiterverfolgen. Nachfragepotential und Wettbewerbslage sprechen für anhaltendes, profitables Wachstum.
- Alle drei Kundenregionen verzeichneten in Q2/11 Umsatzwachstum. Die dominierende Region Europa war besonders erfolgreich, Amerika scheint den Boden gefunden zu haben (mit wachsender Nachfrage aus Mittel- und Südamerika). Erfreulich präsentiert sich auch der asiatische Markt, erst recht, wenn die von europäischen Adressen beauftragten Systeme hinzuzählt werden, deren Installation defacto im asiatischen Raum erfolgte. Diese in Europa fakturierte Umsatzgröße beläuft sich auf ca. € 1,5 Mio.
- Nach drei Jahren ohne Ausschüttung besteht die gute Chance für die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung (2011e: € 0,30/Aktie).

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE
2009	20,87	-8,02	-0,89	-4,61	0,60	-0,90	-66,6%	-32,0%
2010	40,02	7,76	0,86	7,90	1,10	6,16	17,8%	19,6%
2011e	52,50	5,12	0,59	11,62	1,09	6,16	17,6%	11,7%
2012e	57,25	6,91	0,78	8,75	0,70	4,07	17,1%	11,0%
2013e	64,29	8,57	0,96	7,05	0,57	3,19	18,0%	11,4%

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

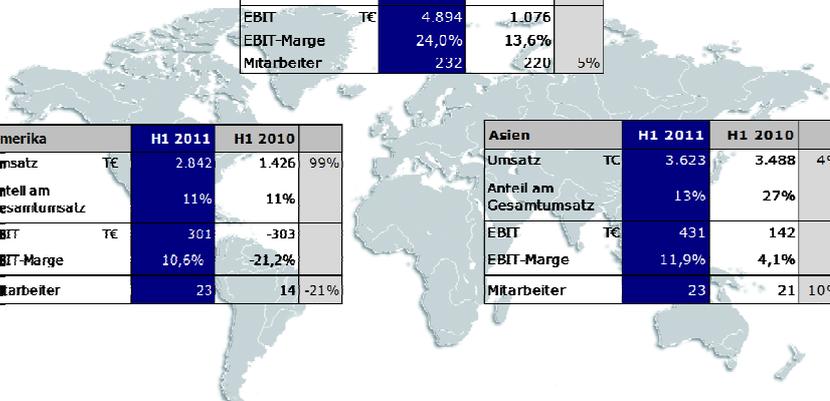
Prüfkonzept von Viscom findet immer mehr Kunden

Viscom sieht sich weiterhin einer sehr lebhaften Nachfrage nach ihren Prüfsystemen für den Einsatz in der Automobilzuliefer-Industrie gegenüber. War das Vorjahr - bis hinein in das diesjährige Startquartal - von Aufholeffekten des Investitionsstaus geprägt, zeigen die Buchungs- und Auslieferungsstatistiken, dass das Interesse ungebrochen ist.

Davon profitiert die Erfolgsrechnung nach den Sanierungsschritten 2009 und 2010 mit der Konzentration auf das Seriengeschäft in besonderem Maße, so dass Skaleneffekte spürbarer als in der Vergangenheit nutzbar gemacht werden.

Sowohl im High-End als auch bei besonders preissensitiven Anwendungen konnte das Unternehmen punkten und so größere Stückzahlen an Seriensystemen ausliefern. Von besonderer Bedeutung sind dabei das Hybrid-System (also zeitgleiche optische Inspektion und Röntgenprüfung) und das Flaggschiff-Produkt X7056. Wichtiges Charakteristikum ist u.E. besonders die Flexibilität des Systems. Denn die unterschiedlichen Prüfanforderungen der Baugruppen machen auch unterschiedliche AOI- und AXI-Testkonzepte notwendig, die mit dem System abgedeckt werden. Ebenfalls gelang die breitere Vermarktung des AOI-Einsteigermodells S3088-III. Dieses Inspektionssystem wurde mit der S3088 *flex* gezielt für eine zuverlässige, wirtschaftliche Fehlerdetektion und schnelle Prozessoptimierung weiterentwickelt. Wesentlich hierbei ist die Kooperation mit Cyber-Optics, deren etablierte Sensortechnologie in die S3088 SPI integriert wurde und somit die Lötpasteninspektion noch schneller und via 3D noch präziser macht. Schließlich ermöglicht dieses Feature auch eine bessere Produktionsqualitätskontrolle, nämlich durch den Abgleich des Inspektionsergebnisses am Post-Reflow-AOI mit dem SPI-Befund. Niedrig blieben dagegen die Auslieferungen von kundenspezifischen Systemen, was der betriebswirtschaftlichen Effizienz weiteren Schub gab.

Grafik 2: Segmente 1. Hj.11: überall Gewinn



Europa		H1 2011	H1 2010	
Umsatz	TE	20.388	7.93	157%
Anteil am Gesamtumsatz		76%	62%	
EBIT	TE	4.894	1.076	
EBIT-Marge		24,0%	13,6%	
Mitarbeiter		232	220	5%

Amerika		H1 2011	H1 2010	
Umsatz	TE	2.842	1.426	99%
Anteil am Gesamtumsatz		11%	11%	
EBIT	TE	301	-303	
EBIT-Marge		10,6%	-21,2%	
Mitarbeiter		23	14	-21%

Asien		H1 2011	H1 2010	
Umsatz	TE	3.623	3.488	4%
Anteil am Gesamtumsatz		13%	27%	
EBIT	TE	431	142	
EBIT-Marge		11,9%	4,1%	
Mitarbeiter		23	21	10%

Quelle: Viscom AG

Was die Zukunft betrifft, wird weiterhin mit Hochdruck an den Themen Bedienerfreundlichkeit und Inlinefähigkeit der Anlagen gearbeitet. Insbesondere die X7056-Familie soll noch schneller werden und damit in zusätzliche Einsatzfelder vordringen.

Ein weiterer – und zukunftsrelevanter – Schwerpunkt liegt auf der 3D-Entwicklung für die Röntgeninspektion (CT) und der Bonddraht-Prüfung (Bond-AOI).

Die im Q2/11 angelaufene Auslieferung der neugestalteten intuitiven Bedienersoftware („vVision“) kann die effizienzkritische Einarbeitungszeit beim Kunden spürbar reduzieren und wird deshalb von Kundenseite mit erfreulich hohem Interesse quittiert. Ein wichtiges Thema insbesondere bei den Auftragsfertigern (sogenannten EMS) in Fernost, die als Zielkundengruppe in Zukunft – laut Vertriebsvorstand Pape – eine noch stärkere Aufmerksamkeit bekommen sollen.

Smartphones sind Treiber - nicht nur mehr, sondern auch anspruchsvollere Prüfaufgaben

Die Mobilfunkproduktion war und ist der wichtigste Treiber in der Zielkundengruppe Konsumelektronik. Und ein Ende ist nicht in Sicht, im Gegenteil. Insbesondere der Smartphone-Markt ist in Bewegung; dort verschieben sich die Kräfteverhältnisse rasant. Apple hat den langjährigen Marktführer Nokia 2010 vom Thron gestoßen. Gleichzeitig schaut die mobile Welt auf die Auswirkungen des Rückzugs von Apple-Gründer Steve Jobs. Eine wahre Flut von Anbietern setzen auf Geräte mit Googles Betriebssystem Android und erweitern somit den Markt ins mittlere Preissegment. Dem Marktforscher IDC zufolge soll die globale Produktion 2011 um 55% steigen, im Starquartal lag das Plus mit Auslieferungen von 106,5 Millionen Smartphones bei 65%.

Die Halbleiterindustrie sah in Q2/11 einen leichten Umsatzrückgang von 2%, was im wesentlichen auf die Katastrophen in Japan zurückgeführt wird und für die Jahresprognose der meinungsführenden Gartner Marktforscher zu einer Revision auf ein Zuwachs von 5,1% (vormals 6,1%) für 2011 führte. Ob das 12%ige Wachstum für die Halbleiter-Ausrüster-Industrie weiter Bestand haben wird, wird sich in den kommenden Wochen zeigen, scheinen sich doch einige Projekte (aus Finanzierungsgründen) zu verzögern. Ähnliche Unsicherheiten sind aus der Kundengruppe der Photovoltaik (insbesondere der Silicium-Modulehersteller) zu hören.

Weitere neue Elektronik-Anwendungen wie LED-Beleuchtungen, aber auch die (sicherlich enger gepackte) Elektronik und Elektrik in den künftigen Fahrzeugen, werfen ihre Schatten voraus. Ein bedeutendes Einsatzgebiet für die nur noch mit Röntgeninspektionssystem prüfbaren MEMS.

Autozulieferer stehen mitten im Investitionszyklus

Von Krise ist bei der deutschen Autoindustrie (noch) nichts zu spüren. Nachdem 2009 der Absatz von Neuwagen in vielen Ländern aufgrund der Finanzkrise stark rückläufig war, zogen 2010 mit zunehmender konjunktureller Erholung die Automobilverkäufe wieder spürbar an. Auch am aktuellen Rand stehen die Zeichen auf Expansion. Die Auftragsgänge für Pkw aus dem Inland konnten weiter zulegen. Die Orders deutscher Kunden zogen im Juli um 2% an, seit Jahresbeginn wurden somit 13% mehr Bestellungen verbucht. Noch besser läuft das Auslandsgeschäft der deutschen Marken. Im bisherigen

**Stark wachsende
Prüfaufgaben in
Viscom`s
Hauptkundengruppen**

**Smartphone-Produktion
2011 +55%e**

**Autoproduktion in den
BRIC-Staaten sehr
expansiv**

**Autoproduktion in VR
China - westliche Autos
sind gefragt**

**Autozulieferer müssen
in Qualitätssicherung
investieren**

Jahresverlauf wurden gut 2,6 Mio. Pkw exportiert (+ 6%) und der Ordereingang aus dem Ausland ist im Juli um 7% gestiegen. Damit wurden seit Januar 12% mehr Auslandsorders verbucht. Für die Fertigung alleine an den deutschen Standorten hieß das den Ausstoß um 6% auszuweiten. Das Muster des Vorjahres scheint sich aus unserer Sicht zu wiederholen.

Zwar nimmt die Wachstumsdynamik am aktuellen Rand erwartungsgemäß ab, dennoch entwickelt sich besonders die Nachfrage in Asien weiterhin erfreulich. Im 1. Hj. 2011 legte der Pkw-Absatz mit rund 6 Mio. Fahrzeugen z. B. im Reich der Mitte um knapp 10 % zu. Alleine im Juni wurden 931.000 Pkw - und damit fast so viele wie zeitgleich auf dem US-Markt - abgesetzt. Nachdem in den vergangenen zwei Monaten Lieferprobleme japanischer Teilehersteller die Pkw-Verkäufe dämpften, fiel das Wachstum im Juni mit einer Steigerung von mehr als 9 % wieder höher aus. Seit dem Auslaufen von Steueranreizen der chinesischen Regierung beim Kauf von Kleinwagen zum Jahresende 2010 ist ein nachhaltiger Wandel im Nachfrageverhalten von chinesischen Autokäufern zu beobachten, die in der ersten Jahreshälfte vor allem bei westlichen Mittelklassewagen zugegriffen haben. Während deutsche und amerikanische Modelle Absatzsteigerungen von ca. 20% verzeichneten, liegt die Zuwachsrate bei den chinesischen Kleinwagen nur noch bei 3%.

Deutsche Automarken auf der Überholspur - geprüfte Qualität ist Trumpf

Alleine der VW-Konzern will in diesem Jahr in China mit den Marken Volkswagen, Skoda und Audi erstmals mehr als 2 Mio. Fahrzeuge verkaufen. Die Volksrepublik ist seit 2009 der größte Absatzmarkt des Wolfsburger Konzerns und will im laufenden Jahr erstmals eine Jahresproduktion von mehr als 1 Mio. erzielen. Laut Konzernchef Winterkorn plant der Konzern in den nächsten Jahren weltweit für rund € 10,6 Mrd. auch den Ausbau seiner Kapazitäten. Immer wichtiger für die Kapazitätsplanung wird auch Südamerika, wo der größte Ländermarkt für Light-Vehicle in Brasilien boomt. Die Zinserhöhung der brasilianischen Zentralbank, die eine Überhitzung der dortigen Wirtschaft verhindern soll, hatte wenig Effekt auf die größtenteils kreditfinanzierte Nachfrage im brasilianischen Pkw-Markt. Die Zahl der Verkäufe stieg mit knapp 287.000 Einheiten um 16%. In der ersten Hälfte des Jahres legte die Nachfrage auf dem brasilianischen Markt um knapp 10% zu.

Es wird deutlich, dass Produktionsthemen in diesem Umfeld eine hohe Priorität haben und damit Qualitätsaspekte keinen Engpassfaktor in der Fahrzeug- und Komponentenherstellung haben sollen. Der laufende Investitionszyklus in der Automobil- und Elektronikindustrie scheint also weitere Quartale anzuhalten.

Es gilt die Faustformel: je höherwertiger das Auto, desto aufwendiger die Fahrzeugelektronik - für Nachschub in den Prüfzellen der „X7056RS“ oder den AOI-Inspektionssysteme aus der „3088“-Familie ist also gesorgt. Und noch komplexere Schaltungsgeometrien fordern innovative Prüfkonzepte. Ein Feld, auf dem sich Viscom „wohlfühlt“.

1. Halbjahr 2011 mit Orderzuwachs von 43,9%

Die Kunden investieren weiterhin, wenn auch nicht überall mit gleichem Nachdruck. Hauptimpulsgeber in den Viscom-Statistiken war unverändert die Auto- bzw. Autozulieferindustrie, die kräftig investierte und auch am aktuellen Rand von ausgeprägter Orderaktivität gekennzeichnet ist. Die ergänzenden Kundengruppen zeigen wachsendes Interesse, allerdings ist der angestrebte Durchbruch zu markant höheren Aufträgen im Segment Consumer, Communication und Computer, kurz „CCC“, noch lange nicht erreicht.

Der Ordereingang übertraf konzernweit mit € 24,5 Mio. den Vorjahresvergleichswert um 43,9%. Die vielbeachtete Kennzahl book-to-bill-ratio, also die Relation von neuen Orders zu getätigtem Umsatz, stieg zwar zur Jahresmitte um 73 BP auf 91,2% nach 90,5% im Q1/11, sank aber gleichzeitig deutlich unter den Jahresendwert 2010 von 120,6%. Aus unserer Sicht kein Hinweis auf einen Trendbruch, sondern vielmehr eine durchaus „gesunde Relation“, wenn man bedenkt wie kurzfristig geordert wird und wie wichtig fristgerechte Lieferfähigkeit ist.

Alle drei Regionen haben - in sehr unterschiedlichem Ausmaß - zum Orderzugang beigetragen, so dass der regionale Aufriss der künftigen Umsätze (Amerika-book-to-bill-ratio: 84%) einen im Wesentlichen stabilen Anteil der Erlöse aus Nordamerika (ca. 11%) erwarten lässt, auch wenn sich Dr. Heuser, zuständig für Technik im Vorstand, zuversichtlich zeigt, dass diese bis dato nicht zufriedenstellende Entwicklung in den kommenden Monaten zusätzliche Impulse aus dem steigenden Bedarf der US-Autoindustrie für die Röntgeninspektion (CT) erfahren sollte. Ferner solle das Applikations- und Schulungszentrum in Guadalajara in Mexiko, wo auch viele globale Elektronikfirmen produzieren, eine besondere Rolle spielen. Es gilt dort nicht stehen zu bleiben und weiter in Richtung Süden in den lateinamerikanischen Raum zu expandieren, wo auch deutsche Hersteller in den kommenden Jahren ihre Autoproduktion hochfahren wollen.

Am stärksten war unterdessen die Expansion in der mit Abstand bedeutendsten Region Europa (Anteil 76%) zu spüren, wo der Heimatmarkt seine erfreuliche Performance der vergangenen Quartale fortsetzte, um mit € 20,4 Mio. das Erlösniveau der Referenzperiode annähernd um das Zweieinhalbfache auszuweiten (Europa-book-to-bill-ratio: 87%). Die Marktführerschaft in der EU konnte somit erneut ausgebaut werden.

In Asien, wo die meisten Lohnfertiger für die Massenproduktion von Baugruppen und Consumer-Elektronik sitzen, die als Perspektivkunden aktuell im Fokus der Marketinganstrengungen stehen, zeigt die Halbjahresstatistik einen Orderrückgang um 3,6% auf € 4,4 Mio. (Asien-book-to-bill-ratio: 121%); was u.E. Anlass zu Beunruhigung wäre, wenn nicht rund € 1,5 Mio. Asien-Orders aufgrund des Sitzes des Bestellers in Europa gebucht wurden und somit zu einer adj. Orderausweitung auf ca. € 5,9 Mio. (adj. book-to-bill-ratio: 163%) führen.

**1.Hj.11 mit hohem
Ordereingang**

**Region: Europa führt
Asien nimmt Anlauf!
Amerika mit Zeichen der
Hoffnung?**

**Viele Asien-Kunden in
Evaluierungsphasen**

Erstes Halbjahr 2011 legt gute Basis für Ziel-Erreichung

Das zurückliegende Q2/11 stand erneut ganz im Zeichen der für Viscom bedeutendsten Kundengruppe - der Automobilzulieferindustrie. In Umsatz und Auftragseingang spiegelte sich ihre erfreuliche Entwicklung wider. Damit bestätigte sich die von Dr. Heuser, Vorstand für Technik, anlässlich der Bilanzpressekonferenz gemachte Vorhersage hinsichtlich der Ausweitung der Auftragsvergabe. Der Orderbestand erhöhte sich per 30.06.2011 auf € 11,1 Mio. und übertraf damit den Arbeitsvorrat aus dem Vorjahr von € 9,4 Mio.

In den zurückliegenden sechs Monaten 2011 waren es die bekannten Serienprodukte, die auch die jüngsten Verkaufstatistiken anführten. Hochwertige Serienmaschinen prägten das Umsatzbild mit einem Anteil von weit über 50%. Neben der AOI/AXI-Prüffamilie „X7056“ waren es insbesondere Systeme für die vollautomatische optische Inspektion („6056“er Systeme). Ergänzt wurde das Bild durch erfreuliche Verkaufszahlen der erst vor gut einem Jahr eingeführten, neuen AOI-Inspektionssysteme aus der 3088-(III)-Familie. Konzernweit stiegen die Verkäufe im Q2/11 um knapp 77% zum Vorjahr auf € 13,7 Mio., so dass die kumulierten Verkaufszahlen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 109% auf € 26,9 Mio. anstiegen. Ein Halbjahresniveau, das nur einmal, nämlich im Boomjahr 2008 mit € 28,5 Mio., höher ausfiel. Die Preissetzungskraft war weiterhin gut und der schwache US\$ hatte keinen gravierenden Einfluss, zumal die meisten Rechnungen inzwischen in Euro fakturiert werden.

Tabelle 1: Konzern-Kennzahlen: hohe Ertragskraft (Angaben in Euro Mio.)

		30.06.2011	30.06.2010	Prozentuale Veränderungen
Umsatz	T€	26.853	12.844	109%
EBIT	T€	5.626	915	515%
Finanzergebnis	T€	242	188	29%
Ertragsteuern	T€	-1.453	9	
Periodenergebnis	T€	4.415	1.112	297%
Auftragseingang	T€	24.493	17.017	44%
Auftragsbestand	T€	11.12	9.428	18%
Ergebnis je Aktie	T€	0.50	0,13	285%
Mitarbeiter		266	255	4%

		30.06.2011	31.12.2010	
Bilanzsumme	T€	66.505	62.193	7%
Zahlungsmittel	T€	21.714	25.905	
Finanzanlage	T€	10.45	3.166	230%
Eigenkapital	T€	58.101	53.662	8%
Eigenkapitalquote		87,4%	86,3%	

Quelle: Viscom AG

Dem Halbjahresbericht war zu entnehmen, dass das EBIT über € 4,7 Mio. über dem Vorjahreszeitraum lag und mit € 5,6 Mio. die Marge zum Vorjahr um 1383 BP auf knapp 21,0% verbesserte; ein Wert, der sich am oberen Rand der historischen Bandbreite befindet.

Konzern-Book-to-bill auf
erfreulichem Niveau -
Planwachstum für 2011
gesichert

1.Hj.11: EBIT durch Einmaleffekte erhöht - adj. Marge bei 17,5%

Sehr hoher Cash-Flow - WC-Management erfolgreich

Es waren die Skaleneffekte, die diese erfreuliche Entwicklung möglich machten - pro Mitarbeiter ist der Umsatz von rund 50 T€/Mitarbeiter auf aktuell 101 T€/Mitarbeiter gestiegen. Ein Wert der nicht einmal im Boomjahr 2008 erreicht werden konnte.

Die abgeleitete operative EBIT-Marge für das Q2/11 von 19,8% war - wie erwartet - nicht mehr so außerordentlich hoch (22,1%), wie noch im vom Auslieferungstau des Q4/10 geprägten Vorquartal.

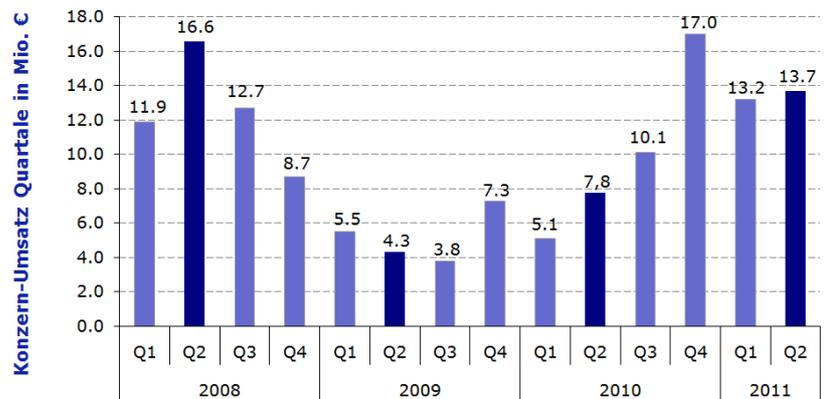
Auch jüngst waren Sondereffekte, nämlich die IFRS-konforme Aktivierung der Entwicklungsprojekte gewinnerhöhend. Per 30.06.2011 wurden rund € 0,93 Mio. „Entlastungen“ gebucht. Zieht man diesen ergebniserhöhenden Einmaleffekt ab, verbleibt ein bereinigtes EBIT für das Halbjahr von € 4,7 Mio. und eine korrigierte operative Marge von 17,5%.

Der nur leicht gestiegene Personalbestand zeigt zum Einen die hohe Beschäftigung der mit 266 Kollegen innerhalb von 12 Monaten um 11 Mitarbeiter ausgeweiteten Kernmannschaft und dokumentiert zum Anderen die Umsetzung der strategischen Entscheidung jenseits der Kernmannschaft durch die Beschäftigung von Leiharbeitern und das Outsourcing von Fertigungsschritten der Modulfertigung auf Zulieferer die Arbeitsabläufe an die Produktionsbedürfnisse schnell anzupassen. In der Konsequenz sank die Personalquote (gemessen an der Gesamtleistung) von 48,5% auf 26,9% und erhöhte sich die Materialquote von 22,7% auf 35,2%. Nach Abzug der zum Vorjahr um 15% ausgeweiteten Verwaltungskosten verblieb ein ausgewiesenes 6-Monats-EBIT in Höhe von € 5,6 Mio. - davon knapp € 2,7 Mio. im Q2/11. Alle betrieblichen Ausgaben absorbierten im aktuellen Sechsmonatszeitraum mit € 21,5 Mio. genau 80% der Erlöse (1.Hj.2010: 93,1%). Sie wurden ergänzt um ein verbessertes Finanzergebnis (€ 0,242 Mio. nach € 0,188 Mio. im Vorjahr).

Mit ca. € 5,6 Mio. Brutto- und knapp € 4,4 Mio. Nettoergebnis war die Basis gelegt für die Verbesserung des EPS von € 0,13 im Vorjahr auf € 0,50. Nach dem sehr erfreulichen Quartals-EPS im Q1/11 (€ 0,22) war die Kennzahl im Q2/11 in Höhe von € 0,28 höher.

Sehr erfreulich war, dass der operative Cash-Flow entgegen seines Saisonmusters in den ersten beiden Jahresquartalen positiv war und ein erfreuliches Niveau erreichte. Auch im aktuellen Jahr profitierte diese wichtige Kennzahl von dem Abschmelzen der Working Capital (WC-) Quote. Aktuell waren für den Erlösanstieg von € 14 Mio. nur € 2,7 Mio. höhere Vorräte zu finanzieren, während die Finanzanlagen - wie schon im Vorjahr, aber nun in deutlich höherem Ausmaß - durch die Anlage in kurzlaufende Industrieanleihen einen Abfluss von € 7,3 Mio. zeigten. Der Cash-Bestand sank zum 30.06.2011 um € 4,2 Mio. auf € 21,7 Mio. denn die Finanzierungsrechnung benötigte so gut wie keine Mittel. Die Eigenkapitalquote stieg in der Konsequenz erneut auf 87,4%.

Grafik 1: Viscom Umsatzentwicklung Quartale



Quelle: Viscom AG

**2011e mit EPS von
€ 0,80; adj. EPS
€ 0,58(+41%)**

Management-Guidance 2011 ist Ende Juli – u.E. wenig überraschend – um 10% in der Topline angehoben worden. Seither erwarten Dr. Heuser und Kollegen im laufenden Turnus Jahreserlöse von € 50-53 Mio. Daraus strebt Viscom einen auszuweisenden Plan-EBIT von über € 9,3 Mio. (ggü. Vj.:+30%) aus Ergebnisbeiträgen und den Degressionseffekten der Serienfertigung – mit steigender Materialquote und kräftig sinkender Personalquote – an. Unter Hinzurechnung des positiven Finanzergebnisses ist ein EPS von € 0,80 – oder adj.EPS € 0,58 (+41% zum Vorjahreswert von € 3,68 Mio.) aus unserer Sicht gut erreichbar. Schließlich erwarten wir – nach drei Jahren ohne Ausschüttung wieder eine Dividende von € 0,30/Aktie.

Nicht zu vergessen sind also die gewinnerhöhenden Einmaleffekte, die wir fürs Gesamtjahr ca. € 2,0 Mio. taxieren; was die bereinigte Kennzahl auf etwa € 7,3 Mio. absenkt und zu einer adjustierten Marge von 13,8% (2010: 10,9%) führt und noch Platz für Verbesserungen in den kommenden Jahren lässt, wenn man sich die Profitabilität von vor sechs bis sieben Jahren (EBIT-Margen in Höhe von 19–22%) betrachtet.

In wie weit eine positive Überraschung möglich ist, wird als erste die Warenausgangskontrolle in Hannover beantworten können, denn bekanntermaßen ist das Schlussquartal das stärkste im Geschäftsverlauf der Niedersachsen. Gleichwohl, wir erwarten keine Wiederholung des außerordentlich guten Q4/10 mit Quartalsumsätzen von € 17,0 Mio. Was im Übrigen zur Erreichung unseres Zielumsatzes in Höhe von € 52,5 Mio. auch nicht nötig wäre, wenn u.E. im Q3/11 mit gut € 10 Mio. ein – urlaubsbedingt – etwas niedrigeres Erlösniveau die Basis für die Zielerreichung gelegt werden könnte.

Die Leitmesse „Productronica“ in München im kommenden November ist also für alle Beteiligten ein Eintrag im Terminkalender wert.

**2012e mit EPS von
€ 0,84; adj. EPS
€ 0,78 (+34%)**

**Annahme: Autokunden
sind weiter Treiber –
Neue Mikroelektronik-
Kunden kompensieren
vorrübergehende
Branchenschwäche**

Vara-Schätzung 2012: Übergangsjahr mit Fortsetzung des Wachstums

Unser Plan-Szenario für 2012 sieht für das kommende Jahr steigende Umsätze (um etwa 10%) vor. Während die Jahreserlöse auf € 57 Mio. steigen, wird das auszuweisende EBIT u.E. unter € 10 Mio. bleiben, was ein Vara-EPS von € 0,84 bedeuten und ein adj. EPS von € 0,78 ermöglichen könnte, denn auch 2012 erwarten wir - noch in reduziertem Umfang - gewinnerhöhende IFRS-Abschreibungen auf Entwicklungsprojekte. Und mit einem „überschaubaren“ Mehraufwand dürfte die in Aussicht stehende Verstärkung des Vertriebs in Asien und anderen Märkten einhergehen.

Die veröffentlichten Neu- und Expansionsprojekte in den Zielkundenmärkten sprechen für eine Fortdauer des erfreulichen Investitionsklimas bei der Kundschaft – mit klarem Schwerpunkt in den Volumenmärkten der Automobilisten. Zeitgleich planen wir mit einer mehrmonatigen Stagnation in der Mikroprozessor- und Solar-Industrie.

Der Rollout der neuen Bedienersoftware „vVision“ sollte dagegen zu „hausgemachten“ Erlöszuwächsen und insbesondere neuen Kunden in Asien führen, genauso wie die neuen - 3D-fähigen - Systemgenerationen für AXI- und AOI-Anwendungen, insbesondere der Bonddrahtinspektion und der Röntgeninspektion für komplexere und noch dichter gepackte Strukturen, wie sie von immer mehr Smartphone-Herstellern eingeführt und wohl auch bald von Tablet-PC und Notebook-Produzenten ins Auge gefasst werden. Dass damit nicht das Ende der Expansion solcherart Anwendungen bevorsteht, zeigen die Entwicklungsanstrengungen im Bereich MEMS oder die laufenden Vorserienversuche bei den Autozulieferern, von denen im Übrigen auch die LPKF AG berichtet. Die 3D-Fähigkeit schließt also den in den nächsten Jahren kräftig wachsenden Markt für komplexere Prüfaufgaben auf.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	49,92	20,87	40,02	52,50	57,25	64,29
Bestandsveränd./Akt. Eigenleistungen	-1,01	-5,79	0,88	1,51	0,66	0,30
Gesamtleistung	48,91	15,09	40,91	54,01	57,91	64,58
Materialaufwand	20,01	5,53	10,29	18,89	21,22	23,35
Rohergebnis	28,90	9,56	30,62	35,12	36,69	41,23
Personalaufwand	20,69	15,27	15,11	14,86	15,39	16,94
Sonst. betr. Ertr./Aufw.	-8,75	-5,33	-7,58	-10,04	-10,40	-11,45
EBITDA	-0,54	-11,04	7,94	10,21	10,89	12,84
Abschreibungen/Amortisation	1,05	2,86	0,80	0,95	1,09	1,28
EBIT	-1,59	-13,89	7,13	9,26	9,81	11,56
Finanzergebnis	0,31	0,62	0,34	0,76	0,92	1,02
A.o. Effekte vor Steuern	0,00	-5,70	2,76	2,00	0,60	0,24
EBT (ohne a. o. Ergebnis)	-0,73	-13,28	7,48	10,03	10,72	12,58
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,44	0,44	-3,05	2,91	3,22	3,77
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	-1,17	-13,72	10,52	7,12	7,51	8,81
Bereinigungen	0,54	5,70	-2,76	-2,00	-0,60	-0,24
Bereinigtes Nettoergebnis	-1,17	-8,02	7,76	5,12	6,91	8,57
Gewichtete Anzahl Aktien	9,02	9,02	9,02	8,75	8,89	8,89
EPS (in €)	-0,19	-1,52	1,17	0,81	0,84	0,99
EPS bereinigt (in €)	-0,13	-0,89	0,86	0,59	0,78	0,96
DPS (in €)	0,00	0,00	0,00	0,30	0,35	0,50

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

in % des Umsatzes	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	98,0	72,3	102,2	102,9	101,1	100,5
Materialaufwand	40,1	26,5	25,7	36,0	37,1	36,3
Bruttoergebnis	57,9	45,8	76,5	66,9	64,1	64,1
Personalaufwand	41,4	73,1	37,7	28,3	26,9	26,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,5	-25,5	-18,9	-19,1	-18,2	-17,8
EBITDA	-1,1	-52,9	19,8	19,5	19,0	20,0
Abschreibungen/Amortisation	2,1	13,7	2,0	1,8	1,9	2,0
EBIT	-3,2	-66,6	17,8	17,6	17,1	18,0
Finanzergebnis	0,6	3,0	0,9	1,5	1,6	1,6
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	-27,3	6,9	3,8	1,0	0,4
EBT	-1,5	-63,6	18,7	19,1	18,7	19,6
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,9	2,1	-7,6	5,5	5,6	5,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-2,3	-65,7	26,3	13,6	13,1	13,7
Bereinigungen	1,1	27,3	-6,9	-3,8	-1,0	-0,4
Bereinigtes Nettoergebnis	-2,3	-38,4	19,4	9,8	12,1	13,3

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

Bilanz

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anlagevermögen	5,61	5,01	11,07	12,92	14,93	16,75
Immat. Vermögen	2,76	1,51	2,31	2,69	3,12	3,49
Sachanlagen	1,94	1,37	1,22	1,42	1,65	1,85
Firmenwert/Patente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Anlagevermögen	0,92	2,13	7,54	8,80	10,17	11,41
Umlaufvermögen	59,41	43,11	51,12	59,62	68,93	77,34
Vorräte	18,03	8,50	10,16	11,85	13,70	15,37
Forderungen L. u. L.	10,22	6,62	12,16	14,18	16,39	18,39
Sonstige Forderungen	0,00	0,00	2,01	2,35	2,72	3,05
Kasse, liquide Mittel	26,25	25,32	25,91	30,39	34,82	39,22
Sonstiges Umlaufvermögen	4,90	2,67	0,88	0,85	1,30	1,30
Sonstiges Aktiva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	65,02	48,12	62,19	72,54	83,87	94,09
Eigenkapital	56,68	42,84	53,66	60,78	68,29	77,10
Rücklagen	0,00	41,58	35,14	40,98	47,38	53,15
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen (kurzfr.)	2,65	1,44	1,17	1,37	1,58	1,77
Rückstellungen (langfr.)	0,00	0,27	0,30	0,35	0,40	0,45
Kurzfr. Schulden	2,65	1,44	2,51	2,92	3,38	3,79
Sonstige Passiva	3,05	2,13	4,55	7,12	10,21	10,98
Summe Passiva	65,02	48,12	62,19	72,54	83,87	94,09

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

in % der Bilanzsumme	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Anlagevermögen	8,6%	10,4%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Imm. Vermögensgegenstände	4,2%	3,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Sachanlagen	3,0%	2,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lizenzen/Patente	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Anlagevermögen	1,4%	4,4%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Umlaufvermögen	91,4%	89,6%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
Vorräte	27,7%	17,7%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Forderungen aus LuL	15,7%	13,8%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Sonstige Forderungen	0,0%	0,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Kasse und Wertpapiere	40,4%	52,6%	41,7%	41,9%	41,5%	41,7%
Sonstige Umlaufvermögen	7,5%	5,6%	1,4%	1,2%	1,6%	1,4%
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	87,2%	89,0%	86,3%	83,8%	81,4%	81,9%
Rücklagen	0,0%	86,4%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen (kurzfr.)	4,1%	3,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Rückstellungen (langfr.)	0,0%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Kurzfr. Schulden	4,1%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
sonstige Passiva	4,7%	4,4%	7,3%	9,8%	12,2%	11,7%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	2,01	1,76	4,69	8,07	8,59	10,09
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,33	-2,64	-4,38	-8,79	-9,67	-10,81
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-3,27	-0,03	-0,01	-0,50	-0,50	-0,50
Veränderung der Zahlungsmittel	-1,60	-0,90	0,30	-1,22	-1,57	-1,22
Flüssige Mittel am Ende der Periode	26,34	25,43	25,73	24,51	22,94	21,72

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

Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	0,60	1,10	1,09	0,70	0,57
EV/EBITDA	-1,13	5,54	5,59	3,66	2,87
EV/EBIT	-0,90	6,16	6,16	4,07	3,19
KGV bereinigt	-4,61	7,90	11,62	8,75	7,05
PCPS	21,05	13,09	7,49	7,03	5,99
Preis/Buchwert	0,86	1,14	0,99	0,88	0,78
Bruttomarge (in %)	45,8%	76,5%	66,9%	64,1%	64,1%
EBITDA-Marge (in %)	-52,9%	19,8%	19,5%	19,0%	20,0%
EBIT-Marge (in %)	-66,6%	17,8%	17,6%	17,1%	18,0%
Nettomarge (in %)	-65,7%	26,3%	13,6%	13,1%	13,7%
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	76,46	151,61	194,96	208,44	220,81
Eigenkapitalquote (in %)	89,0%	86,3%	83,8%	81,4%	81,9%
Gearing	4,0%	5,2%	5,4%	5,5%	5,5%
WC/Umsatz (in %)	137,4%	53,8%	45,9%	48,6%	48,6%
Capex/Umsatz (in %)	0,9%	1,1%	0,9%	2,4%	2,5%

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. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
Viscom AG	02.08.2011	Kaufen.	n.a.

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:
(14.09.2011)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Kurse vom 12.09.2011)**
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.