

Datum **21.11.2011**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 9,90 (alt: € 9.90)

Änderungen

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Umsatz	53,6	2%	58,9	3%
EBIT	12,3	33%	11,3	33%
EPS	1,04	30%	0,94	16%
EPS*	0,85	44%	0,88	12%
DPS	0,35	16%	0,38	10%

*bereinigt

Homepage: www.viscom.de

Branche: Maschinenbau/Optik

ISIN: DE0007846867

Bloomberg: V6C:GR

Reuters: V6CG.DE

Preis (17.11.11): € 6,39

Marktkapitalisierung: € 58 Mio.

Enterprise Value: € 56 Mio.

Ø-Volumen (100 Tage): € 41.841

52W Hoch: € 7,89

52W Tief: € 4,56

Streubesitz: ca.28,6%

Finanzkalender

14.06.2012 HV

Aktionärsstruktur

Management/Gründer 59,6 %

Institutionelle Investoren (>5 % Anteil) 10,3 %

Viscom AG 1,5%

Kursentwicklung



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

Viscom AG

Schätzungsaufstockung für 2011 und 2012

Autokonjunktur treibt über das aktuelle Jahr hinaus

Der Prüfsystemspezialist im High-End-Segment hat einen sehr guten Ruf und wird seine Marktführerschaft in Europa weiter ausbauen. Stückkostensenkung und gleichzeitige innovative Prüflösungen für 3D-Anwendungen sind von zentraler Bedeutung. Dadurch soll auch in Asien der lang angestrebte Erfolg erzielt werden. Seit Jahresbeginn entwickelte sich die Aktie in etwa wie die Referenz-Indices (Dax, TecDax); in jüngster Zeit sogar besser. Mit einem 2012er EV/Umsatz von 0,64 sehen wir, ohne Sonderimpulse, die Aktie beim gegenwärtigen Stand unterbewertet. Wir erwarten einen positiven Newsflow in der Form, dass die 2011er Gewinnschätzungen übertroffen werden und raten daher zum Kauf.

Investment Highlights

- Wir sind optimistisch, dass die offizielle Guidance für 2011 übertroffen werden kann und erwarten einen kräftigen Anstieg des bereinigten Ergebnisses. Für 2012 zeichnet sich eine rege Nachfrage aus der wichtigen Kundengruppe der Automobil-Zulieferer ab, die in wachsendem Maße die High-End-Prüfsysteme (z.B. 3D-Röntgen-Prüfsystem von Viscom) einsetzen. Die Visibilität ist deshalb nicht so schlecht wie in manch anderen Branchen, auch wenn die Elektronikindustrie bis zur Jahresmitte 2012 mit einer Konjunkturdelle zu kämpfen haben könnte. Das bereinigte EPS könnte also im „best case“ 2012e auf € 0,88 zulegen.
- Die positive Entwicklung aus den letzten Quartalen setzt sich (stärker als von uns erwartet) in Q3/11 fort. Sowohl die Auftragseingänge (+18%) als auch die Umsatzentwicklung (+23% auf € 12,5 Mio.) haben sich deutlich verbessert. Die EBIT-Marge lag bei 24,5% extrem hoch; das gilt auch für die adjustierte Marge.
- Ausgeprägte Skaleneffekte und vorteilhafter Produktmix kamen zusammen. Die margenstarken AXI und AOI-Systeme - mit dem Flaggschiff-System „7056“ im Besonderen - sind die Top-Produkte; der Service profitiert vom Releasewechsel.
- Alle drei Kundenregionen verzeichneten im Q3/11 positives Umsatzwachstum. Die dominierende Region Europa war besonders erfolgreich, auch weil hier Orders für Asien verbucht wurden. Die lange Zeit unbefriedigende Nachfrage aus Asien hat jüngst deutlich zugelegt. Amerika scheint den Boden gefunden zu haben (mit wachsender Nachfrage aus Mittel- und Südamerika).
- Nach drei Jahren ohne Ausschüttung besteht u.E. die gute Chance für die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung. Für das Geschäftsjahr 2011 erhöhen wir die erwartete Ausschüttung auf € 0,35/Aktie.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE
2009	20,9	-8,02	-0,89	n.m.	0,81	n.m.	-66,6%	-32,0%
2010	40,0	7,76	0,86	7,9	1,10	6,2	17,8%	19,6%
2011e	53,6	7,43	0,85	8,0	1,04	4,5	23,0%	14,7%
2012e	58,9	7,78	0,88	7,8	0,60	3,1	19,2%	11,7%
2013e	67,1	8,99	1,01	6,7	0,47	2,5	18,6%	11,4%

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

Zwischen Technologieführerschaft und Kosteneffizienz

Nach der Abkühlung der Weltkonjunktur im 2. Halbjahr 2011 deutet vieles darauf hin, dass das globale Wachstum im kommenden Jahr niedriger ausfallen wird, als noch vor einigen Monaten erwartet. Die weitere Wirtschaftsentwicklung wird maßgeblich von wichtigen politischen Entscheidungen und Weichenstellungen in führenden Industrienationen abhängen. Hier bestehen verschiedene zentrale Fragen, die sich heute noch nicht abschließend beantworten lassen.

Auch nach dem Börsencrash zeigen sich die spätzyklischen Investitionsgüterhersteller - aus der die überwiegende Mehrzahl der Viscom-Kunden stammen - äußerst robust. Der Auftragseingang im deutschen Maschinenbau hat nach VDMA-Angaben im August verglichen mit dem Vorjahresmonat um real 14 % zugelegt. Offenbar haben sich die Käufer von Maschinen "made in Germany" nicht von dem Crash an den Börsen Ende Juli/Anfang August anstecken lassen und wollen von ihren Investitionsplänen trotz Schuldenkrise keine Abstriche machen. Bis zuletzt haben sich auch andere große Branchen wie Auto-, Chemie- und Weiße-Ware-Hersteller optimistisch geäußert. Ob das Septemberplus des deutschen Maschinenbaus von nur noch 1% die Trendwende darstellt, darüber streiten sich die Fachleute. Die Lehren aus dem Post-Lehman-Abschwung sind jedenfalls gelernt, keiner will den möglichen Aufschwung dem Wettbewerber überlassen und solange in Asien die Nachfrage nicht sinkt, stellen sich die meisten Unternehmen in der Prozesskette der Elektronikfertigung auf Wachstum ein.

Doch ist das Basis-Szenario einer halbjährlichen (wenig ausgeprägten) Konjunkturdelle keineswegs ohne Alternativen. In den USA geht es vor allem darum, ob die geplanten staatlichen Programme zum Abbau der Arbeitslosigkeit und zur Ankurbelung der Wirtschaft greifen und ob die Sanierung der öffentlichen Haushalte tatsächlich in Angriff genommen wird. In Europa wiederum ist auch nach den ermutigenden politischen Schritten noch offen, ob und wie die Schuldenkrise in Ländern wie Griechenland, Italien oder Portugal gemeinschaftlich gelöst werden kann, ohne dass der Finanzsektor und damit auch die Realwirtschaft grundlegend Schaden nehmen.

Und die weitere Entwicklung an den Rohöl- und Rohstoffmärkten wird unter anderem davon abhängen, ob nach den Umwälzungen in einigen Ländern Nordafrikas und des nahen und mittleren Ostens die politischen Verhältnisse stabilisiert werden.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostizierte jüngst für das Jahr 2012 einen Anstieg der globalen Wirtschaftsleistung um 4,0 %, also ähnlich schnell wie 2011. Deutlich vorsichtiger zeigen sich die heimischen Konjunkturauguren in ihrem aktuellen Gemeinschaftsgutachten: das globale BIP-Plus 2,5% kommt unter Führung von Asien (+6,6%, davon VR China: +7,5%) zustande; die USA könnten 1,6% reales Wachstum erreichen, wohingegen Europa mit + 0,4% kaum zulegen soll.

Der weltweite Absatz von Siliziumwafer wird nach jüngsten Berechnungen des Marktforschungsinstituts Gartner in diesem Jahr gegenüber 2010 kaum (+0,2 %) mehr steigen und ein Flächenvolumen von 9.743 MSI (millions of square inches) erreichen. Die bisherigen Erwartungen, die von einem Wachstum von 4,2 % ausgingen, wurden „kassiert“. Verantwortlich dafür sind eine nachlassende Nachfrage nach konsumnahen Elektronikprodukten, in denen viele Chips eingebaut sind, beispielsweise Mobiltelefone und Computer. Ohne die befürchteten Preissteigerungen (wg. Produktionsausfällen in Japan) rechnet der Branchendienst von Gartner für 2011 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 1,6 % (US-\$ 10,7 Mrd.).

In der Solarindustrie ist nach einer aktuellen Einschätzung der Analysten u.a. von Credit Suisse mit signifikanten Überkapazitäten (Produktionskapazitäten für Solarmodule auf ein Volumen von 27,9 Gigawatt zu 22,7 Gigawatt Photovoltaikleistung) bei Solarmodulen zu rechnen. Nach einer kleinen Korrektur zum Jahresende 2010 zogen die Investitionen in Fertigungsequipment zu Jahresbeginn wieder deutlich an. Preis- und Nachfragerückgänge haben der Photovoltaikbranche 2011 dann heftig zugesetzt. Seit Jahresanfang sind die Modulpreise um 30 % rückgängig, was dazu führt, dass einige Fertigungsstätten nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Die Folge: Überkapazitäten werden mit Schließung

von Produktionsstätten vom Markt genommen. Für 2012 werden weitere Preisnachlässe von 18% erwartet; Grenzanbieter werden wohl aufgeben.

Die im VDMA- Fachverband Productronic zusammengeschlossenen Elektronikfertiger rechnen mit einem Umsatzzuwachs von 20 % in 2011(erste Schätzungen lagen noch bei +9%); gefolgt von einem realen Zuwachs von 9 % für 2012 (allgemeiner Maschinenbau 4%). Aus unserer Sicht eine eher „konservative“ Vorschau, die in der Prognosetradition des Verbandes steht, der Maschinen- und Anlagenbauer für Herstellung und Qualitätskontrolle, sowie Fertiger von Materialien und Komponenten vertritt, mit denen ein breites Spektrum von Elektronikprodukten hergestellt wird, z.B. Halbleiter, Leiterplatten und elektronische Baugruppen, Flachdisplays und Solarzellen und Module.

Zugegeben, aktuell ist auch die Konsumgüternachfrage im Fernen Osten nicht mehr so dynamisch, dagegen profitieren Europa und Amerika aber von den Investitionsprogrammen großer Industriezweige - sind also aktuell die Zugpferde der Branche. So ist von einer Krise in der deutschen Autoindustrie weiterhin nichts zu spüren, wie die jüngsten Absatz- und Produktionszahlen belegen.

Zusätzlich zur erwarteten Rückkehr der klassischen Elektronikmärkte, wie Computer, Kommunikations- und Consumer-Elektronik bis Jahresmitte 2012 wachsen neue Anwendungsgebiete rasant. So wird z.B. mit den regenerativen Energien und der Zunahme von Hybrid- und Elektrofahrzeugen immer mehr High-Power-Elektronik verbaut, die ganz neue Fertigungsanforderungen stellt. Im Zuge der Erneuerbaren-Energien-Welle steigt auch der Bedarf an Batterien und Energiespeichern, deren Fertigungsprozesse der Elektronik verwandt sind und die Elektronik zur Regelung brauchen. Der Bedarf an Lithium-Ionen-Batterien für e-Mobility ist enorm, nicht nur in Europa, sondern insbesondere auch in China. Ganz zu schweigen vom bevorstehenden Systemwechsel in der (industriellen) Beleuchtung (LED, OLED).

Auto-Zulieferer müssen in Qualitätssicherung investieren

Grafik 1: Viscom Segmente 9M 2011: keine Nachfrageeinbruch - im Gegenteil!

Europa		9M 2011	9M 2010	
Umsatz	T€	30.058	16.229	+85%
Anteil am Gesamtumsatz		76%	71%	
EBIT	T€	7.661	2.852	
EBIT-Marge		25,5%	17,6%	

Amerika		9M 2011	9M 2010	
Umsatz	T€	3.547	2.376	+49%
Anteil am Gesamtumsatz		9%	10%	
EBIT	T€	320	-157	
EBIT-Marge		9,0%	-6,6%	

Asien		9M 2011	9M 2010	
Umsatz	T€	5.736	4.368	+31%
Anteil am Gesamtumsatz		15%	19%	
EBIT	T€	711	58	
EBIT-Marge		12,4%	1,3%	

Quelle: Viscom AG

Für VISCOM ist die EU die wichtigste Absatzregion

An europäischen VISCOM-Kunden wurden in den zurückliegenden neuen Monaten Aufträge in Höhe von € 30,1 Mio. fakturiert, was einem Plus von über 85% entspricht. Das Regionen-EBIT von € 7,7 Mio. ließ die bereits sehr erfreuliche Marge auf ein neues Rekordniveau ansteigen.

Die Umsätze aus Amerika sind auch mit der gezeigten Erholungstendenz noch nicht zufriedenstellend. Insbesondere in den USA hat die Stammkundschaft noch lange nicht an ihre alte Stärke anknüpfen können; umfassende Investitionsprogramme in „Detroit“ lassen aber für die kommenden Quartale hoffen. Mittel- und Südamerika dagegen zeigten Wachstum, waren aber als junge Märkte nicht in der Lage das Gesamtbild entscheidend aufzuhellen. Das bis jetzt erreichte, aber noch geringe Umsatzniveau dieser Region von € 3,6 Mio. ermöglichte einen positiven EBIT.

Auch in Asien bekräftigen positive Zahlen eine gute Marktstellung. Die Region verzeichnete ein Umsatzwachstum von 31 % von € 4,4 Mio. auf € 5,7 Mio.

Bis September 2011 Orderzuwachs von 17,7%

Das zurückliegende Q3/11 stand zum wiederholten Male ganz im Zeichen der für VISCOM bedeutendsten Kundengruppe - der Automobilzulieferindustrie. In Umsatz und Auftragseingang spiegelte sich diese erfreuliche Entwicklung wider.

Der Orderbestand dagegen sank unter den hohen Vorjahreswert von € 15 Mio. und erreichte noch € 12,6 Mio. – was wir nicht als Trendwechsel qualifizieren und zur Erreichung der offiziellen Guidance ausreichen wird. Folge war, dass die Kennzahl Book-to-bill-Ratio, also die Relation von neuen Orders zu getätigtem Umsatz, zuletzt (von Juli bis September um 665 BP auf 97,86%) kräftiger anstieg.

Q3/11 mit überraschend kräftiger Performance

In den zurückliegenden neun Monaten waren es die bekannten Serienmaschinen, die auch 2011 die jüngsten Verkaufsstatistiken anführten. Neben der AOI/AXI-Prüffamilie „X7056“ waren es insbesondere Systeme für die vollautomatische optische Inspektion (6056er Systeme), sowie die neuen AOI-Inspektionssysteme aus der 3088-(III)-Familie, die sehr rege geordert wurden. Hochwertige Serienmaschinen prägten somit das Umsatz- und in besonderem Maße das Ertragsbild. Konzernweit stiegen die Verkäufe im Berichtsquartal um 23,4%, so dass die kumulierten Verkaufszahlen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 71,3 % auf € 39,4 Mio. anstiegen und bereits an das Gesamtjahresniveau des Vorjahres mit einem Abstand von lediglich knapp € 0,7 Mio. heranreichten. Der schwache US\$ hatte keinen gravierenden Einfluss, zumal die meisten Rechnungen in Euro fakturiert werden.

Der Zwischenmitteilung war zu entnehmen, dass das EBIT rund € 5,9 Mio. über dem Vorjahrszeitraum lag und mit € 8,7 Mio. die Marge nicht nur zum Vorjahr massiv, sondern auch an die bereits auskömmliche Profitabilität des Q2/11 anschloss und mit (unbereinigten) 22,1% festgestellt wurde. Ein Wert, der im oberen Quartil der historischen Bandbreite liegt und nur in den Boomjahren 2005 und 2006 überschritten wurde.

Die abgeleitete operative Marge für das Q3/11 war überraschend hoch. Auch jüngst wirkten Sondereffekte gewinnerhöhend. Per 30.09.2011 wurden rund € 1,3 Mio. (Vorjahr: ca. € 2,3 Mio.) „Entlastungen“ gebucht. Inzwischen waren es nur noch IFRS-konform gebuchte Aktivierungen von Entwicklungsleistungen, die die Erfolgsrechnung entlasteten. Vor 12 Monaten kamen zu den Aktivierungen der Entwicklungsprojekte (€ 0,7 Mio.) noch Auflösungen von „slow mover“-Abwertungen hinzu.

Der nur leicht gestiegene Personalbestand zeigt zum Einen die hohe Beschäftigung der mit 273 Kollegen innerhalb von neun Monaten um 16 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. Hiervon profitierte das ausgewiesene 9-Monats-EBIT in Höhe von € 8,69 Mio. - davon € 3,06 Mio. im Q3/11 - erneut. Ergänzt um ein ausgeweitetes Finanzergebnis (€ 0,40 Mio. nach € 0,30 Mio. im Vorjahr) erreichte das Vorsteuerergebnis annähernd € 9,1 Mio. Mit knapp € 6,4 Mio. Nettoergebnis war die Basis gelegt für die Verbesserung des EPS von € 0,33 auf € 0,72/Aktie. Nach dem sehr erfreulichen Quartals-EPS im Q2/11 war die Kennzahl im Q3/11 in Höhe von € 0,22. Übrigens nur unwesentlich niedriger.

Sehr erfreulich war, dass der operative Cashflow von dem Abschmelzen der Working Capital-Quote profitierte und auf den Rekordwert von € 10,3 Mio. anstieg. Der Finanzmittelbestand stieg somit zum Jahresende 2010 um € 1,4 Mio. auf € 27,3 Mio., obgleich für € 8,9 Mio. investiert wurden.

**Sehr hoher Cash-Flow -
Umlaufvermögen gut
gemanagt**

Grafik 2: Viscom Konzern-Kennzahlen: neue Rekorde beim Ordereingang und der Ertragskraft

		01.01. - 30.09.2011	01.01. - 30.09.2010	Prozentuale Veränderung
Umsatz	T€	39,351	22,975	71%
EBIT	T€	8,692	2,753	216%
Finanzergebnis	T€	402	296	36%
Ertragsteuern	T€	-2,694	-77	
Periodenergebnis	T€	6.400	2.972	115%
Auftragseingang	T€	38,510	32,731	18%
Auftragsbestand	T€	12,639	15,011	-16%
Ergebnis je Aktie	T€	0,72	0,33	118%
Mitarbeiter		273	257	6%

		30.09.2011	31.12.2010	
Bilanzsumme	T€	68,992	62,193	11%
Kurzfristige Vermögenswerte	T€	51,051	51,120	
Finanzanlage	T€	10,565	3,166	234%
Eigenkapital	T€	60,163	53,662	12%
Eigenkapitalquote		87,2%	86,3%	

Quelle: Viscom AG

Vara-Schätzung: 2011 angehoben - Dividende wird wahrscheinlicher

Die Ende Juli angehobene Management-Guidance 2011 wurde mit der Vorlage der Zwischenmitteilung vom Management bestätigt. Jahreserlöse von € 50-53 Mio. stehen also in der Zielvereinbarung, genauso wie eine (adjustierte) EBIT-Marge von 15 bis 18%. Vor dem Hintergrund des über unseren Erwartungen gelegenen Geschäftsverlaufs im Q3/11 erhöhen wir unsere Schätzung um gut € 1 Mio. für die Topline.

In wie weit sich die Realität an unsere Planung halten wird, wird als erste die Warenausgangskontrolle in Hannover beantworten können, denn bekanntermaßen ist das Schlussquartal das stärkste im Geschäftsverlauf der Niedersachsen. Gleichwohl, mit reichlich € 14 Mio. sollten die Quartalerlöse (vor Bestandserhöhungen) unter dem Rekordstand des Vorjahres in Höhe von € 17 Mio. bleiben. Die erreichten Degressionseffekte der Serienfertigung - mit steigender Materialquote und kräftig sinkender Personalquote - waren bis September ausgeprägter als in der VARA-Schätzung unterstellt. Wir passen also die Schätzung an und heben die

**2011e mit EPS von
€ 1,04; adj. EPS
€ 0,85/Aktie (> +100%)**

Erwartung für das auszuweisende Gesamtjahres-EBIT auf über € 12,3 Mio. (ggü. Vj.:+73%) an. Das positive und wachsende Finanzergebnisses hinzugezählt, wäre ein EPS von € 1,04 - oder adj.EPS € 0,85 aus unserer Sicht im günstigen Fall erreichbar.

Auch 2011 sind hierin gewinnerhöhende Einmaleffekte, in Höhe von uns geschätzten € 1,8 Mio. enthalten. Die adjustierten Kennzahlen liegen also rund 336 BP unter den auszuweisenden Margen. Die vielbeachtete EBIT-Marge wird also ohne die gewinnerhöhenden Aktivierungen der Entwicklungsprojekte über 19% (2010: 10,9%) ausmachen und noch etwas Platz für Verbesserungen in den kommenden Jahren lassen. Die Profitabilität vor sechs bis sieben Jahren betrug zwischen 19% bis 22% (EBIT-Marge). Damit wird künftig eine Dividendenausschüttung möglich, sofern der bestehende Verlustvortrag ausgeglichen und nach HGB eine Ausschüttung zur HV 2012 zulässig ist. Wir erwarten – nach drei Jahren ohne Ausschüttung - wieder eine Ausschüttung in Höhe von € 0,35/Aktie.

Zwischen Technologieführerschaft und Kosteneffizienz

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 Blick liegt auf der 3D-Entwicklung für die Röntgeninspektion (CT) und der Bonddraht-Prüfung (Bond-AOI).

Zwischenzeitlich bleibt Wichtiges zu tun. Gemeint ist die breitere Verankerung in einer höheren Anzahl von Zielmärkten jenseits der Automobilisten. Darüber hinaus wird sich die Kapazitätsfrage auch 2012 in gesteigertem Maße stellen, zumal momentan so gut wie ausschließlich Serienprodukte produziert und verkauft werden. Sicherlich gut für die Marge - u.E. aber nicht gut genug um die gültige Strategie zügig umzusetzen und auch jenseits des Autobooms eine belastbare Basis (Industrials, Medical) für das Erlöswachstum zu etablieren. Unternehmens- oder Technologie-Zukäufe sind Mittel zum Zweck, um die Themen 3D, drei „C“ (Consumer, Communication, Computers) und EMS zügiger für sich zu nutzen; nachdem zu Jahresbeginn die Zielunternehmen dem Vernehmen nach zu teuer waren, bietet die Konjunkturberuhigung nun vielleicht Chancen. Auch die Fertigungstiefe wird weiter sinken, um den Preisabstand als Technologieführer zum wettbewerblichen Mittelfeld auf unter 20% zu drücken und so im Mainstream-Segment größere Order für Standardgeräte zu gewinnen.

Die Eindrücke von der Münchener Leitmesse „Productronica“ stimmen auch für die kommenden Quartale zuversichtlich - die Industrie ist auf weiteres Wachstum eingestellt, wenn nicht die Finanzturbulenzen wären!

Vara-Schätzung 2012 wird optimistischer, doch Konjunkturgefahr noch nicht gebannt

Das Vara-Szenario für 2012 wird etwas optimistischer, wenngleich die Gefahr einer Konjunkturertrübung im 1. Hj.12 nicht von der Hand zu weisen ist.

Die Investitionsprojekte in den Zielkundenmärkten sprechen für eine Fortdauer des erfreulichen Investitionsklimas: Insbesondere gilt das für die Autohersteller und ihre Zulieferer, die auch 2012 treibende Faktoren für den Markt für elektronische Baugruppen (Inhouse-Hersteller und Electronic Manufacturing Services Provider) sein dürften. Dieser Markt dürfte an die für 2011 prognostizierte globale Wachstumsrate von knapp 8% (VDMA) anschließen können. Die konkrete Zuwachsrate hängt nach Meinung der Experten vom konkreten Ausmaß der bereits eingesetzten, mehrmonatigen Stagnation in der Mikroprozessor- und Solar-Industrie ab.

Bleibt diese ca. halbjährliche Stagnation aus und wüchse die Nachfrage dagegen sogar leicht im 1. Hj. 12 wäre u.E. eine Erlössteigerung – im optimistischen Szenario - um bis zu knapp 10% auf fast € 59 Mio. möglich. Das EBIT würde infolgedessen u.E. auf über € 11,2 Mio. steigen können, denn die Kostensteigerungen (insbesondere die Verstärkung des Vertriebs in Asien) sind überschaubar und die sich abzeichnenden positiven Mix-Effekte im Produktportfolio dürften die operative Marge nochmals günstig beeinflussen. Das würde für das Vara-EPS € 0,94 /Aktie (alt: € 0,84 /Aktie) bedeuten und ein adj. EPS von € 0,88/Aktie (alt: € 0,78 /Aktie) ermöglichen. Auch 2012 erwarten wir - in etwa gedrittelttem Umfang - gewinnerhöhende IFRS-Abschreibungen auf Entwicklungsprojekte.

**NEU: 2012e mit EPS von
€ 0,94; adj. EPS
€ 0,88 /Aktie**

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	49,92	20,87	40,02	53,60	58,89	67,06
Bestandsveränd./Akt. Eigenleistungen	-1,01	-5,79	0,88	4,74	2,08	0,95
Gesamtleistung	48,91	15,09	40,91	58,34	60,97	68,01
Materialaufwand	20,01	5,53	10,29	19,84	21,36	23,84
Rohergebnis	28,90	9,56	30,62	38,50	39,61	44,17
Personalaufwand	20,69	15,27	15,11	14,97	16,28	18,17
Sonst. betr. Ertr./Aufw.	-8,75	-5,33	-7,58	-10,25	-10,93	-12,19
EBITDA	-0,54	-11,04	7,94	13,28	12,40	13,81
Abschreibungen/Amortisation	1,05	2,86	0,80	0,97	1,12	1,34
EBIT	-1,59	-13,89	7,13	12,31	11,28	12,47
Finanzergebnis	0,31	0,62	0,34	0,69	0,61	0,68
A.o. Effekte vor Steuern	0,00	-5,70	2,76	1,80	0,54	0,22
EBT (ohne a. o. Ergebnis)	-1,27	-13,28	7,48	13,00	11,89	13,15
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,44	0,44	-3,05	3,77	3,57	3,95
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	-1,71	-13,72	10,52	9,23	8,32	9,21
Bereinigungen	-0,54	5,70	-2,76	-1,80	-0,54	-0,22
Bereinigtes Nettoergebnis	-1,71	-8,02	7,76	7,43	7,78	8,99
Gewichtete Anzahl Aktien	9,02	9,02	9,02	8,75	8,89	8,89
EPS (in €)	-0,13	-1,52	1,17	1,04	0,94	1,04
EPS bereinigt (in €)	-0,19	-0,89	0,86	0,85	0,88	1,01
DPS (in €)	0,00	0,00	0,00	0,35	0,38	0,52

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	108,8	103,5	101,4
Materialaufwand	40,1	26,5	25,7	37,0	36,3	35,5
Bruttoergebnis	57,9	45,8	76,5	71,8	67,3	65,9
Personalaufwand	41,4	73,1	37,7	27,9	27,6	27,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,5	-25,5	-18,9	-19,1	-18,6	-18,2
EBITDA	-1,1	-52,9	19,8	24,8	21,1	20,6
Abschreibungen/Amortisation	2,1	13,7	2,0	1,8	1,9	2,0
EBIT	-3,2	-66,6	17,8	23,0	19,2	18,6
Finanzergebnis	0,6	3,0	0,9	1,3	1,0	1,0
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	-27,3	6,9	3,4	0,9	0,3
EBT	-2,5	-63,6	18,7	24,2	20,2	19,6
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,9	2,1	-7,6	7,0	6,1	5,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-3,4	-65,7	26,3	17,2	14,1	13,7
Bereinigungen	-1,1	27,3	-6,9	-3,4	-0,9	-0,3
Bereinigtes Nettoergebnis	-3,4	-38,4	19,4	13,9	13,2	13,4

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	13,02	14,77	16,55
Immat. Vermögen	2,76	1,51	2,31	2,72	3,08	3,45
Sachanlagen	1,94	1,37	1,22	1,44	1,63	1,82
Firmenwert/Patente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Anlagevermögen	0,92	2,13	7,54	8,87	10,06	11,27
Umlaufvermögen	59,41	43,11	51,12	60,11	68,17	76,39
Vorräte	18,03	8,50	10,16	11,65	13,08	14,51
Forderungen L. u. L.	10,22	6,62	12,16	14,01	15,41	17,27
Sonstige Forderungen	0,00	0,00	2,01	2,37	2,69	3,01
Kasse, liquide Mittel	26,25	25,32	25,91	32,09	37,00	41,60
Sonstiges Umlaufvermögen	4,90	2,67	0,88	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Aktiva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	65,02	48,12	62,19	73,14	82,94	92,93
Eigenkapital	56,68	42,84	53,66	62,89	71,21	80,42
Rücklagen	0,00	41,58	35,14	41,32	46,86	52,50
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen (kurzfr.)	2,65	1,44	1,17	1,38	1,56	1,75
Rückstellungen (langfr.)	0,00	0,27	0,30	0,35	0,40	0,45
Kurzfr. Schulden	2,65	1,44	2,51	2,95	3,34	3,74
Sonstige Passiva	3,05	2,13	4,55	5,57	6,42	6,57
Summe Passiva	65,02	48,12	62,19	73,14	82,94	92,93

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%
Immat. Vermögen	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%
Firmenwert/Patente	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges 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%	15,9%	15,8%	15,6%
Forderungen L. u. L.	15,7%	13,8%	19,5%	19,2%	18,6%	18,6%
Sonstige Forderungen	0,0%	0,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Kasse, liquide Mittel	40,4%	52,6%	41,7%	43,9%	44,6%	44,8%
Sonstiges Umlaufvermögen	7,5%	5,6%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
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%	86,0%	85,9%	86,5%
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%	7,6%	7,7%	7,1%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	0,81	1,10	1,04	0,60	0,47
EV/EBITDA	n.m.	5,54	4,20	2,83	2,27
EV/EBIT	n.m.	6,16	4,53	3,11	2,51
KGV bereinigt	n.m.	7,90	8,01	7,76	6,72
PCPS	21,05	13,09	5,93	6,40	5,73
Preis/Buchwert	0,86	1,14	0,96	0,85	0,75
Bruttomarge (in %)	45,8%	76,5%	71,8%	67,3%	65,9%
EBITDA-Marge (in %)	-52,9%	19,8%	24,8%	21,1%	20,6%
EBIT-Marge (in %)	-66,6%	17,8%	23,0%	19,2%	18,6%
Nettomarge (in %)	-65,7%	26,3%	17,2%	14,1%	13,7%
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	76,46	151,61	199,05	214,41	230,33
Eigenkapitalquote (in %)	89,0%	86,3%	86,0%	85,9%	86,5%
Gearing	4,0%	5,2%	5,2%	5,3%	5,2%
WC/Umsatz (in %)	137,4%	53,8%	44,2%	44,6%	43,7%
Capex/Umsatz (in %)	0,9%	1,1%	0,8%	2,3%	2,4%

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

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:
(21.11.2011)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Kurse vom 17.11.2011)**
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.