

Datum **28.11.2012**

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 8,96 (alt: € 9,90)

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Umsatz	52,57	-1,7%	55,60	-5,7%
EBIT	8,60	-4,1%	8,54	-8,5%
EPS	0,70	-7,3%	0,71	-8,6%
EPS*	0,55	-8,5%	0,62	-9,4%
DPS	0,35	-6,1%	0,36	-8,6%

*bereinigt

Homepage: www.viscom.de

Branche: Maschinenbau/Optik

ISIN: DE0007846867

Bloomberg: V6C:DE

Reuters: V6CG.DE

Preis (27.11.12): € 6,825

Marktkapitalisierung: € 60,6 Mio.

Enterprise Value: € 33,0 Mio.

Ø-Volumen (100 Tage): € 23.899

52W Hoch: € 8,74

52W Tief: € 5,85

Streubesitz (DBAG): ca.28,6%

Finanzkalender

26.03.2013 Bilanz-PK 2012

27.03.2013 Analystentreffen

Aktionärsstruktur

Management/Gründer 59,6 %

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

Viscom AG 1,5%

Kursentwicklung



Thomas Schießle
 +49 (0)69 - 2561 285 13
schiessle@vararesearch.de

Viscom AG

Q3/12 mit erwarteter Belebung - aber weniger dynamisch als erhofft. 2013: neue Produkte versus Wettbewerbsdruck und Konjunkturbedenken

Eine Belebung des Geschäftsgangs in Q3/12 wurde erwartet, doch blieb die Dynamik der Erholung (u.a. Preisnachlässe in Asien) hinter diesen zurück. Die offizielle Finanzprognose 2012 dürfte erreicht werden, denn die Bestellungen seither waren bis in den November hinein lebhaft. Gleichwohl, das schwache Q2/12 scheint uns nicht mehr aufholbar und zusammen mit dem anhaltenden Preisdruck in Asien wird eine Anpassung der Vara-EPS-Schätzungen 2012 und 2013 und des Zielkurses nötig. Die Halbjahres-Performance der Aktie spiegelt die konjunkturelle Unsicherheit mit einer Unterperformance (auch zum Referenz-Index TecDax) wider. Am Kapitalmarkt hat sich eine skeptische Einschätzung durchgesetzt, die die Bewertung spürbar gedrückt hat. Es gilt - abgesehen von der allgemeinen Konjunktorentwicklung - klare Marktanteilsgewinne mit dem innovativen Produktportfolio zu erreichen, bevor u.E. diese Unterbewertung aufgelöst wird. Wir raten (bei einem 2013er EV/Sales von 0,53 und KGV von 10,9) zum Kauf.

Investment Highlights

- Die offizielle Finanzprognose 2012 kann erreicht werden. Weil die Wettbewerbsintensität ausgeprägter als erwartet ist, senken wir die VARA-Schätzungen für 2012 und 2013. Mit einer EBIT-Marge von 16,4% im Q3/12 steht die Profitabilität des Geschäftsmodells nicht in Frage, doch die aus der Vergangenheit bekannte unterjährige Saisonalität reduziert die Visibilität.
- Rund € 2,5 Mio. Umsatzrückstand aus dem Q2/12 konnten im Herbst nicht aufgeholt werden. Die unverminderte Preisoffensive eines Wettbewerbers in Asien tat ein Übriges und drückte auf die Durchschnittserlöse im Q3/12. In die gleiche Richtung wirkte der aktuell margenschwächere Produktmix, mit einem aktuell geringen Anteil der hybriden AXI- und AOI-Systeme an den Gesamterlösen. 2013 sollte die Werthaltigkeit des Produktmixes wieder ansteigen, was aus heutiger Sicht aber zu erheblichem Ausmaß wieder in den Markt investiert werden muss.
- Inbesondere die USA wachsen anhaltend. Asien zeigte Erfolge, war aber auch durch Marktanteilsämpfe, die über Rabatte geführt wurden, geprägt. Die dominierende Region Europa spürte die wachsenden Sorgen der Auto-Massenhersteller. In der Mikroelektronik wird das Bild 2014 positiver.
- Aktuell gilt wieder die alte Zyklichkeit im Geschäftsverlauf. Dem Übergangsjahr 2012 könnte ein Wachstumsjahr 2013 aus eigener Kraft folgen. Viscom hat das Produktangebot ausgeweitet und in Richtung Prozesssteuerung und 3D komplettiert - es gilt weiterhin die skeptische „CCC“-Zielkundengruppe von der VISCOM-Philosophie zu überzeugen. Je nach Verkaufserfolg könnten allerdings Entwicklungskosten, Vertriebsausbau und Rabatt-Gewährung 2013 erneut auf die Marge drücken und auch 2013 zum „Übergangsjahr“ machen. Erst recht wenn den Endkunden das Wachstum fehlen würde.
- Die Konjunktur-Optimisten lesen die aktuellen Frühindikatoren derart, dass nach der Nachfragedelle in China und mit der Erholung in anderen BRIC-Staaten sowie den USA die Weltnachfrage nach Maschinenbauerzeugnissen wieder steigen wird. Die pessimistische Sicht sieht die Bremswirkungen der sich jüngst eher verschärfenden Euro-Staatsschuldenkrise als wachsende Bedrohung für die Realwirtschaft auch jenseits der Europäischen Union. Klärung hierüber erwarten wir in Q1/13.

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE
2010	40,02	7,76	0,86	7,90	1,10	6,16	17,82%	19,61%
2011	53,50	7,60	0,87	9,16	1,26	5,62	22,46%	13,63%
2012e	52,57	4,88	0,55	12,44	0,63	3,84	16,36%	9,01%
2013e	55,60	5,55	0,62	10,92	0,53	3,46	15,37%	8,46%
2014e	63,77	7,13	0,80	8,50	0,40	2,53	15,79%	9,05%

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

**Q3/12 holt auf, zu wenig
um die VARA-EPS-
Schätzung 2012 zu
erreichen**

**Optimistische Vara-EPS
2012e reduziert:
€ 0,70; adj. EPS
€ 0,55 (-35% ggü. 2011)**

**2013e mit Vara-EPS von
€ 0,71; adj. EPS
€ 0,63 (+15% ggü.
2012)**

Finanzprognose 2012 des Managements wird bestätigt - u.E. könnte der obere Rand des Schätzkorridors erreicht werden

Anlässlich der Anfang November veröffentlichten Zwischenmitteilung über die ersten neun Monate 2012 ist die Management-Guidance 2012 bestätigt worden. Die noch optimistischere VARA-Schätzung korrigieren wir.

Das Management erwartet somit im laufenden Geschäftsjahr Erlöse in Höhe von € 52-54 Mio. Damit einhergehen soll eine auszuweisende Plan-EBIT-Marge von 13 – 17% (Vj.: 22,5%), was einem operativen Ergebnis von € 7,0 - € 9,0 Mio. (Vj. € 12,0 Mio.) entsprechen würde. Zur Zielerreichung muss das Schlussquartal also noch einen operativen Ergebnisbeitrag in Höhe von bis zu € 3,0 Mio. erwirtschaften, was in der Vergangenheit in guten Jahren mehrfach gelang.

Vor dem Hintergrund der Unsicherheiten, insbesondere unter den französischen und italienischen Autoherstellern, gehen wir nicht davon aus, dass die Hauptkundengruppe der Autoelektronikerhersteller zum Jahresende eine außerordentliche Investitionswelle auslösen wird. Die Umsatzlegung im Schlussquartal – bereits in der Vergangenheit das stärkste im Geschäftsverlauf der Niedersachsen – wird auch dieses Jahr Spitzenerlöse bringen. Obgleich wir rund € 2 Mio. höhere Erlöse als im Q4/11 erwarten, wenn wir mit ca. € 16,5 Mio. im Q4/12 rechnen, so bliebe dieses Verkaufsergebnis doch unter dem Rekordwert des Q4/07 mit € 18,4 Mio. Wir rechnen mit einem EBIT-Beitrag des Q4/12 in Höhe von € 2,6 Mio. (-19,3% ggü. Q4/11) und erwarten auf der EPS-Ebene einen Quartalsgewinn von € 0,22.

Bis September konnte der Geschäftsgang im berichteten Herbstquartal den merklichen Nachfrageeinbruch im Q2/12 nicht aufholen, auch wenn dem historischen Zyklusmuster entsprechend des umsatz- und ergebnisstärkeren zweiten Halbjahres das Q3/12 einen Umsatz- und EBIT-Beitrag in Höhe von € 11,5 (-7,7% ggü. Q3/11) bzw. € 1,9 Mio. (-38,3% ggü. Q3/11) ablieferte. Im Q3/12 kamen auf Höhe des EPS € 0,15 (Q3/11: € 0,22) dazu, so dass der kumulierte Wert für das Dreivierteljahr 2012 € 0,48/Aktie erreichte, was sich mit dem Rekordwert des Vorjahres von € 0,72 vergleicht.

Dem steigenden Absatz von Prüfsystemen steht aktuell ein erweitertes Servicegeschäft zur Seite, was die Erlösqualität verbessert. Andererseits gilt zu berücksichtigen, dass der Produktmix mit einer zum Vorjahr gestiegenen Bedeutung der Prüfsysteme der Kategorie „basic“ und „flex“ mit gedrückten Margen einhergeht. Zum Vorjahr sind sinkende durchschnittliche Verkaufspreise zu erwarten, da in 2011 ein hoher Anteil Flaggschiff-Systeme („7056“) verkauft wurde. Ferner ist eine steigende Personalquote zu berücksichtigen, denn die angekündigte Ausweitung der Entwicklungsarbeiten hat bis September 2012 die Mitarbeiterzahl auf 290 erhöht. Die rund 6% längere Lohnliste dürfte insbesondere im Schlussquartal in der Erfolgsrechnung spürbar werden.

Das Planungsraster ergänzt die gewinnerhöhenden Einmaleffekte (aktivierte Entwicklungsarbeiten im Q4/12 von geschätzt € 0,34 Mio.), die wir fürs Gesamtjahr auf ca. € 1,3 Mio. taxieren. Für das komplette Jahr ergibt sich ein VARA-Plan-EBIT von € 8,6 Mio., was zu einem Nettoergebnis in Höhe von € 6,2 Mio. führen könnte. Damit sehen wir jetzt ein EPS von € 0,70 (um die Einmaleffekte adjustiert: € 0,55) für wahrscheinlich an.

Vara-Schätzung 2013 angepasst - Investitionen in den Markt dürften nicht nachlassen

Unser Plan-Szenario für das kommende Geschäftsjahr 2013 – für das momentan die Budgetrunde im Hause Viscom läuft - sieht eine Erlössteigerung auf Gruppenebene im Basisszenario von gut 5% vor, was dem langjährigen Marktwachstum entspricht und rund € 3,5 Mio. unter der alten Planung liegt. Offizielle Hinweise zum geplanten Geschäftsgang 2013 werden vom Management traditionell zur Bilanzpressekonferenz im März veröffentlicht.

Aus den Jahreserlösen 2013 von € 55,5 Mio. leitet sich ein EBIT von u.E. rund € 8,6 Mio. ab, was für das Vara-EPS einen 12-Monats-Anstieg von € 0,55 auf € 0,63 (+15%) bedeuten würde, denn der Personalzuwachs dürfte im Wesentlichen abgeschlossen sein und die

TRI Inc. tritt preisaggressiv in Asien auf - Auswirkungen auf Europa?

Entwicklungsaufwendungen sollten auf dem erreichten Niveau verharren. Das auszuweisende VARA-EPS wird deshalb auch nur leicht - von € 0,70 auf € 0,71 - steigen. Die Dividende dürfte davon nicht unberührt bleiben.

Sowohl der anhaltend hohe Vertriebsaufwand in Asien wie auch die Produktmixeffekte und der Bedeutungsgewinn des Servicegeschäfts sind in dieser Vorausschau eingearbeitet.

Positive Nachfrageimpulse erwarten wir von dem Rollout der Neu- und Expansionsprojekte in den Volumenmärkten der Hauptzielkundschaft der Elektronikfertiger für die Automobilindustrie. Gegenläufig wirkt der seit einiger Zeit bestehende Preiswettbewerb, den der taiwanesischen Wettbewerber TRI seit einigen Monaten intensiviert hat und der sich u.E. nicht auf das asiatische Absatzgebiet beschränken dürfte.

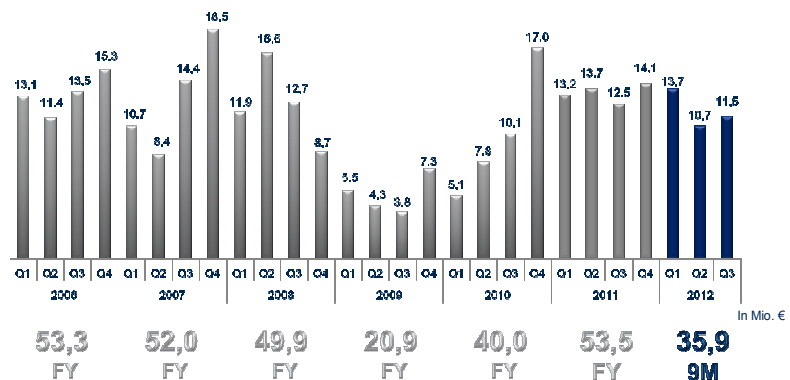
Besonderes Augenmerk gilt dem Rollout der neuen Bedienersoftware „vVision“. Zielt diese doch auch auf den asiatischen Markt, wo Bedienerfreundlichkeit und kurze Rüstzeiten neben dem Preis eine hohe Bedeutung bei der Kaufentscheidung haben. Es bleibt aber dabei: Erlöszuwächse - ob bei Bestands- oder Neu-Kunden - müssen insbesondere in Asien auch künftig durch intensives Marketing vor Ort und aus Hannover heraus unterstützt werden.

Es gilt also erst recht in Zukunft Bestandskunden und neue Abnehmer mit Innovationen „Made in Germany“ zu überzeugen. Ferner sollen auch bei schwierigeren Marktbedingungen die neuen 3D-fähigen Systemgenerationen für AXI- und AOI-Anwendungen zusätzliche Einsatzfelder erobern. Insbesondere der auf 3D-Fähigkeit zu erweiternden Bonddrahtinspektion, der künftigen 3D-Lotpasteninspektion und der Röntgeninspektion für komplexere und noch dichter gepackte Strukturen, gilt die Aufmerksamkeit des Managements und der Investoren. Schließlich fordern immer mehr Smartphone-Hersteller und die wachsende Zahl der Tablet-PC- und Notebook-Produzenten diese Prüfleistungen bei ihren Komponenten ein.

Das Process-Uplink-Feature in der wachsenden Zahl von SPI-Systemen von Viscom spricht dagegen die Produktionssteuerung beim Kunden an und bildet eine wachsende Basis für das Servicegeschäft.



9M/2012 alte Zyklizität ! - Q4/12 bestes Quartal in 2012 ?



Angaben in Mio.€ - Quelle Viscom AG November 2012 - Vara Research

Europa: Wie lange dauert die Rezession?

Konjunktur 2013 – größte Fragezeichen in Europa und Japan

Die Arbeitslosigkeit in der EU hatte im September mit einer Quote von 11,6 % einen traurigen Spitzenwert erreicht. Auch der Ende Oktober als durchaus wegweisend angesehene Frühindikator PMI (Einkaufsmanager Index) zeigt nicht auf Erholung, vielmehr deutete er in den meisten Ländern (Ausnahmen waren die Schweiz und Frankreich) nach unten. Die

BRIC Staaten und VR China vor Aufschwung?

Eurozone steckt im 2. Halbjahr 2012 in einer Rezession und hat die globale Konjunktur angesteckt. Auch Japan scheint - ohne Halt - auf eine ausgewachsene Rezession zu zusteuern. Außerhalb dieser zwei wirtschaftlichen Schwergewichte sieht die Zukunft schon wieder - zumindest etwas - besser aus.

Die Stimmung hat sich zuletzt nicht nur in den USA, sondern auch in bedeutenden BRIC-Staaten und nicht zuletzt in der VR China verbessert. Ihre PMI-Indexwerte schoben sich im Verlaufe des Q3/12 an die Trennlinie 50 und überschritten diese sogar. Damit signalisieren diese Länderindizes künftiges Wachstum. Diese Staaten stehen für rund 40% der globalen Wirtschaftsleistung; während rund 60% der Leistungsträger noch im „Schrumpfmodus“ sind. Im Sommer waren es aber noch 80%! Steht also der Abschwung der Weltkonjunktur vor seinem Ende? Außerhalb von Japan sind die Anzeichen durchaus ermutigend, dagegen dürfte in Japan die Konjunktursonne nicht so schnell aufgehen; im Oktober stand der PMI auf seinem 18-Monats-Tief. Die heimischen Konsumenten sind zögerlich und der Handelskrieg anlässlich des Disputs um eine Inselgruppe mit der VR China drückt die Exporte. Andererseits, der schwache Yen beginnt zu helfen.

In den USA dagegen stieg der PMI binnen 4 Wochen von 51,5 auf 51,7 im Oktober. Noch kein robuster Aufschwung, geben Konjunkturforscher zu bedenken, zumal das „Fiscal Cliff“ mit Ausgabenkürzungen droht und umschiffen werden sollte.

Während in Europa die Molltöne jüngst zunahmen, könnte bereits bald die Konsumgüternachfrage im Fernen Osten wieder anziehen. Die Marschrichtung der neuen Führung in Peking passt also sehr gut ins Bild. Bis 2020 will man das BSP verdoppeln, wovon sich rein statistisch ein Wirtschaftswachstum von rund 7% p.a. ableitet. Laut IWF soll das BIP dort 2013 um gut 8% wachsen. Zusätzlich zur erwarteten Rückkehr der klassischen Elektronikmärkte, wie Computer, Kommunikations- und Consumer-Elektronik bis Jahresmitte 2013 wachsen neue Anwendungsgebiete heran.

Ob der bevorstehende Systemwechsel in der (industriellen) Beleuchtung (LED, OLED), oder der Bedarf an Lithium-Ionen-Batterien für die in wenigen Jahren rasant wachsende e-Mobility; Batterien und Energiespeicher, Leistungselektronik sowie andere Anwendungen brauchen Fertigungsprozesse der Elektronik mit 100%igem-Qualitäts-Check. Dies sind Sonderthemen, denen sich die Prüfsystemhersteller stellen müssen. Hierfür bietet Viscom inzwischen eine komplette Prüflandschaft für Pre- und post-reflow-Anwendungen.

Zusammengefasst deutet einiges darauf hin, dass nach der Abkühlung der Weltkonjunktur im 2. Halbjahr 2012 das globale Wachstum im kommenden Jahr wieder dynamischer ausfallen könnte. Die Erwartungshaltung hat sich also aufgehellt. Die weitere Wirtschaftsentwicklung wird maßgeblich von wichtigen politischen Entscheidungen und Weichenstellungen in den USA („Fiscal Cliff“) und den in der EU (Staatsschuldenkrise) führenden Industrienationen abhängen. In diesen zentralen Fragen erwarten wir bis Q1/13 entscheidende Richtungshinweise.

Maschinenbau wächst auch 2013 weiter

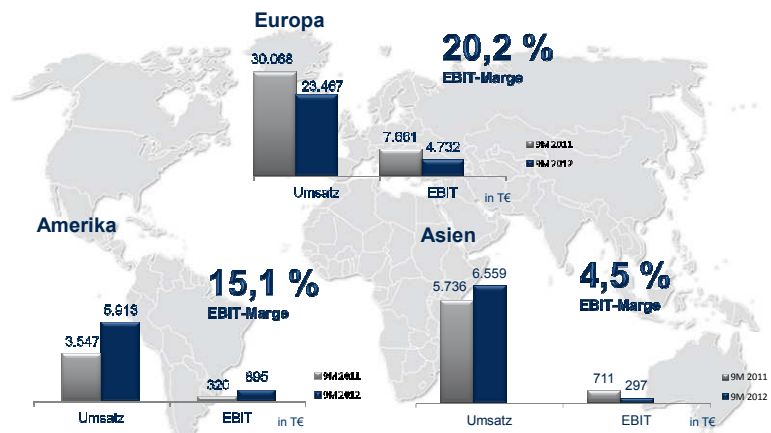
Der Auftragseingang im deutschen Maschinenbau – ein richtungsweisender Frühindikator für die Geschäftsentwicklung bei Viscom - hat nach VDMA-Angaben im September verglichen mit dem Vorjahresmonat um real 11 % zugelegt. Offenbar haben die Käufer von Maschinen "Made in Germany" von ihren Investitionsplänen trotz Schuldenkrise und der zwischenzeitlichen Konjunkturverlangsamung in der VR China keine Abstriche gemacht. Die Auslandsorders stiegen zum Vorjahr um 24%. Im Inland dagegen sackten die Orders um 14% weg. Zuletzt hatten sich vermehrt große Branchen wie Auto-, Chemie- und Weiße-Ware-Hersteller pessimistischer geäußert. „In den beiden vergangenen Monaten (...) hat unser größter Abnehmer aus der Automobilindustrie deutlich auf die Bremse getreten und verschiebt Investitionsvorhaben mit seinen Zulieferern“, betonte der VDA-Sprecher im November. Innerhalb der Triade verzeichnete Amerika mit dem Zugpferd USA steigende Bestellungen. Hier investieren vor allem die Automobilindustrie und die Luftfahrtbranche kräftig. Asien hingegen kehrt vor seinen hohen Zuwächsen der vergangenen Jahre zu Normalmaß zurück. Im größten Markt China kühlt die Nachfrage vorübergehend ab, weil die Finanzpolitik restriktiver agiert und insbesondere kleine und mittelständische Kunden

ihre Investitionen schwieriger finanziert bekamen. Westeuropa schließlich schwächelte auf Grund der bekannten Risiken. Allein Osteuropa, vor allem Russland mit hohen Infrastrukturinvestitionen, bleibt auf dem „alten Kontinent“ ein Lichtblick.

Ob nun das geglättete Dreimonats-Minus von 1% (Juli, August, September 2012) des Ordergangs des deutschen Maschinenbaus die Trendwende darstellt, darüber streiten sich die Fachleute. Das Ausland könnte - wie so oft - aktuell mit einem Plus von 9% den Trendwechsel einläuten. Der VDM-Verband scheint auch eher optimistisch gestimmt, denn er erhöhte im November die Jahresprognose 2012 von einem Planplus in Höhe von 6% auf 8% für das zu Ende gehende Jahr; nachdem in dem Dreivierteljahr ein Produktionszuwachs von 12% zum Vorjahr registriert wurde und die Orderschwäche des Auslands sein (vorläufiges?) Ende sah. Das Produktionsplus 2012 solle, so der VDMA, 2013 wiederholt werden.



9M/2012: Schwäche in Europa hält an



Angaben in T € - Quelle Viscom AG November 2012 - Vara Research

Kundschaft in der EU in Q3/12 verunsichert

Amerika in Q3/12 anhaltend erfreulich – Asien verbessert, aber Rabatte

Q3/12 Ordereingang erholt

Q3/12-Themen: Produktmix, Rabatte

Für VISCOM bleibt die EU die wichtigste Absatzregion

Für Viscom ist Europa weiterhin die wichtigste Absatzregion, auch in Q3/12. In den zurückliegenden neun Monaten 2012 wurden in Hannover Rechnungen in Höhe von € 23,5 Mio. an in der EU ansässige Kunden fakturiert, was einem Minus von € 6,5 Mio. oder einem Rückgang von knapp 22% ggü. 1.-9./11 entspricht. Das Regionen-EBIT des Vergleichszeitraums von € 7,7 Mio. konnte nicht wieder erreicht werden. Ausgewiesen wurden € 4,7 Mio., was einer Marge von 20,2% entsprach und sich zum historischen Spitzenwert des Jahres 2011 von 25,5% verbleicht. Die Viscom-Kunden investierten wieder spürbar häufiger und rechneten im Q3/12 Umsätze in gleicher Höhe wie in Q2/12 ab. Allerdings herrsche unter der Kundschaft Verunsicherung über die künftige Absatzentwicklung.

Die Umsätze aus Amerika entwickelten sich anhaltend expansiv. Mit 67% über Vorjahreswert konnten die 9-Monats-Umsätze bei € 5,9 Mio. abschließen, was zu einem Anstieg der Regionen-EBIT um 180% ggü. 1.-9./11 auf € 0,89 Mio. führte. Nach dem sehr erfreulichen Halbjahresergebnis mit einer EBIT-Marge von 17% sank die Marge bis September auf 15,1%, was immer noch 600BP über dem Vorjahreswert liegt. Die Automobilindustrie befindet sich in einer Investitionsphase, die – erst recht nach der Wiederwahl von Präsident Obama – fortgeführt werden dürfte. Mittel- und Südamerika sind für die Hannoveraner junge Märkte und zeigten auf niedrigem Niveau Wachstum. Zusammengenommen dürften die bis heute eingegangenen Bestellungen aus diesen Regionen weiteres Wachstum ermöglichen.

Auch aus Asien zeigen die Ordereingänge künftiges Umsatzwachstum an; die Bestellungen dürften die € 5 Mio.-Schwelle übersprungen haben; liegen zwar unter dem Wert der bis September ausgefertigten Abrechnungen in Höhe von € 6,6 Mio. (EBIT: € 0,29 Mio. nach € 0,71 Mio. per 30.09.11), doch sind insbesondere die Lieferzeiten für die Fernost-Kundschaft relativ kurz. Die Erlöse verdoppelten sich im Q3/12 gegenüber dem schwachen Q2/12. Die Marge erholte sich, blieb aber aufgrund der beschriebenen Rabatte im einstelligen Prozentsatzbereich.

Auftragseingang bis September 2012 nur noch 8% unter sehr hohem Vorjahreswert

Im zurückliegenden Q3/12 war nicht zum ersten Mal Viscoms bedeutendste Kundengruppe - die Automobilzulieferindustrie - der Impulsgeber. In Umsatz und erst recht im Auftragseingang spiegelte sich diese erfreuliche Entwicklung wider. Folge war, dass die Kennzahl Book-to-bill-Ratio, also die Relation von neuen Orders zu getätigtem Umsatz, zuletzt auf 98,6% kräftiger anstieg und den Jahresstartwert von 93,95% um 468 BP übertraf.

Der Auftragseingang stieg zum Vorquartal, dass bekanntlich durch die Euro-Krise stark gedrückt war, um über 57% auf € 13,77 Mio. und lag damit nur € 2 Mio. unter dem All time High des Q3/10. Damit erreicht der kumulierte Wert für die 9-Monats-Periode € 35,45 Mio. und blieb somit nur noch 8% unter dem Vorjahreswert. Der Ordervorrat verkürzte seinen Rückstand zum Vorjahreswert vom Stichtag 30.06.12 auf den 30.09.12 um € 0,7 Mio. auf € 2,2 Mio. und erreichte einen Bestandwert von € 10,4 Mio. (-17,6% zum Vj.). Damit liegt der Arbeitsvorrat statistisch wieder knapp unter zwei Monate, einem „normalen“ Niveau; was zur Erreichung der offiziellen Guidance 2012 u.E. ausreichen dürfte.

Q3/12 überwindet Nachfragedelle in Q2/12, aber Preisdruck aus Asien

In den jüngsten drei Berichtsmonaten 2012 war es das in den zurückliegenden Quartalen ergänzte und erweiterte Produktportfolio der Serienprodukte, das den größten Teil der Nachfrage auf sich zog. Der Produktmix veränderte sich im Jahresverlauf also nicht wesentlich. Im Vergleich zum Vorjahr aber waren es nicht die hochwertigen Serienmaschinen der AOI/AXI-Prüffamilie „X7056“ bzw. die Systeme für

die vollautomatische optische Inspektion („S6056“er Systeme), die die Verkaufsstatistik prägten, vielmehr waren es die AOI-Inspektionssysteme aus der S3088-Familie, die insbesondere mit den „basic“ und „flex“-Ausführungen die Kundenbedürfnisse in wachsendem Maße trafen. Sehr erfreuliche Resonanz fand der vor rund 15 Monaten gestartete Launch des „S3088 SPI“ mit dem Process-Uplink.

Im jüngsten Quartal wurden Umsätze von € 11,5 Mio. (Q3/11: € 12,5 Mio.) gebucht; der Umsatz je Mitarbeiter sank zum Vorjahreswert um ca. 14%. Somit konnte der im Q2/12 entstandene Vorjahresabstand nicht verkürzt werden.

Die geschätzte Rohergebnismarge für das Q3/12 dürfte durch den in Asien vorgefundenen Preisdruck unter Druck geraten sein, während die operativen Kosten dem Vernehmen nach stabil gehalten worden sind. Der Personalbestand zeigt mit Einem die hohe Beschäftigung der mit 290 Kollegen innerhalb von neun Monaten um über 15 Mitarbeiter ausgeweiteten Mannschaft und dokumentiert zum Anderen die Verstärkung in Entwicklung und Vertrieb.

Die Zwischenmitteilung berichtete über ein 9-Monats-EBIT, das rund € 2,8 Mio. unter dem Vorjahrszeitraum lag: Der absolute Betrag von € 5,9 Mio. bedeutet bei der Marge zum Vorjahr eine deutliche Verjüngung um 561 BP. Gleichwohl, der Q3/12-Wert liegt mit 16,40% immer noch im oberen Quartal der historischen Bandbreite. Im Q3/12 kamen auf der EPS-Ebene € 0,15 (Q3/11: € 0,22) dazu.



9M/12: Umsatzanstieg in Q3/12 – EBIT-Marge mit 16,5% im Zielkorridor für 2012

		01.01.2012- 30.09.2012	01.01.2012- 30.09.2011	Prozentuale Veränderung
Umsatz	T€	35.939	39.351	-9%
EBIT	T€	5.924	8.692	-34%
Finanzergebnis	T€	249	402	-38%
Ertragsteuern	T€	-1.930	-2.694	-28%
Periodenergebnis	T€	4.243	6.400	-34%
Auftragseingang	T€	35.448	38.510	-8%
Auftragsbestand zum 30.9.	T€	10.421	12.639	-18%
Ergebnis je Aktie	€	0,48	0,72	-33%
Mitarbeiter zum 30.9.		290	273	+6%

		30.09.2012	31.12.2011	
Bilanzsumme	T€	68.167	72.480	-6%
Zahlungsmittel	T€	27.678	28.810	-4%
Finanzanlage	T€	7.177	7.177	0%
Eigenkapital	T€	59.914	62.341	-4%
Eigenkapitalquote		87,9%	86,0%	+190BP

Angaben in T€ - Quelle Viscom AG November 2012 - Vara Research

**Working Capital
angestiegen, denn
Q4/12 muss lieferfähig
sein**

Zum gesunkenen durchschnittlichen Verkaufspreis kam ein gewisser Lageraufbau hinzu, um im wichtigen Schlussquartal liefer- und abrechnungsfähig zu sein. Trotz dieses Aufbaus der Working Capital-Quote profitierte der operative Cashflow über die Maßen vom Nettoergebnisanstieg auf € 4,2 Mio. Der operative Cashflow stieg in den jüngsten drei Monaten um € 1,7 Mio. auf € 6,8 Mio. per 30.09.12. Der Finanzmittelbestand per 30.09.12 lag mit € 27,7 Mio. nur unwesentlich unter dem Jahresschlusswert 2011.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	20,87	40,02	53,50	52,57	55,60	63,77
Bestandsveränd./Akt. Eigenleistungen	-5,79	0,88	4,33	2,55	1,08	0,50
Gesamtleistung	15,09	40,91	57,83	55,12	56,68	64,26
Materialaufwand	5,53	10,29	18,93	18,70	19,18	21,56
Rohergebnis	9,56	30,62	38,89	36,42	37,50	42,70
Personalaufwand	15,27	15,11	16,54	17,72	18,37	20,64
Sonst. betr. Ertr./Aufw.	-5,33	-7,58	-9,54	-9,09	-9,42	-10,59
EBITDA	-11,04	7,94	12,81	9,61	9,71	11,47
Abschreibungen/Amortisation	2,86	0,80	0,80	1,01	1,16	1,40
EBIT	-13,89	7,13	12,01	8,60	8,54	10,07
Finanzergebnis	0,62	0,34	0,61	0,48	0,50	0,57
A.o. Effekte vor Steuern	-5,70	2,76	0,90	1,30	0,78	0,31
EBT (ohne a. o. Ergebnis)	-13,28	7,48	12,62	9,08	9,05	10,64
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	0,44	-3,05	4,13	2,91	2,71	3,19
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoergebnis	-13,72	10,52	8,50	6,18	6,33	7,45
Bereinigungen	5,70	-2,76	-0,90	-1,30	-0,78	-0,31
Bereinigtes Nettoergebnis	-8,02	7,76	7,60	4,88	5,55	7,13
Gewichtete Anzahl Aktien	9,02	9,02	8,75	8,89	8,89	8,89
EPS (in €)	-1,52	1,17	0,97	0,70	0,71	0,84
EPS bereinigt (in €)	-0,89	0,86	0,87	0,55	0,62	0,80
DPS (in €)	0,00	0,00	0,50	0,35	0,36	0,42

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

in % des Umsatzes	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	72,3	102,2	108,1	104,9	101,9	100,8
Materialaufwand	26,5	25,7	35,4	35,6	34,5	33,8
Bruttoergebnis	45,8	76,5	72,7	69,3	67,4	67,0
Personalaufwand	73,1	37,7	30,9	33,7	33,0	32,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	- 25,5	- 18,9	- 17,8	- 17,3	- 17,0	- 16,6
EBITDA	- 52,9	19,8	23,9	18,3	17,5	18,0
Abschreibungen/Amortisation	13,7	2,0	1,5	1,9	2,1	2,2
EBIT	- 66,6	17,8	22,5	16,4	15,4	15,8
Finanzergebnis	3,0	0,9	1,1	0,9	0,9	0,9
A.o. Ergebnis vor Steuern	- 27,3	6,9	1,7	2,5	1,4	0,5
EBT	- 63,6	18,7	23,6	17,3	16,3	16,7
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	2,1	7,6	7,7	5,5	4,9	5,0
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	- 65,7	26,3	15,9	11,7	11,4	11,7
Bereinigungen	27,3	6,9	1,7	2,5	1,4	0,5
Bereinigtes Nettoergebnis	- 38,4	19,4	14,2	9,3	10,0	11,2

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

Bilanz

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	5,01	11,07	13,90	12,01	13,01	14,18
Immat. Vermögen	1,51	2,31	3,62	3,64	3,94	4,29
Sachanlagen	1,37	1,22	1,16	1,17	1,26	1,38
Firmenwert/Patente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Anlagevermögen	2,13	7,54	9,12	7,21	7,80	8,51
Umlaufvermögen	43,11	51,12	58,58	60,78	65,79	71,72
Vorräte	8,50	10,16	13,59	13,52	14,49	15,63
Forderungen L. u. L.	6,62	12,16	12,18	11,87	12,46	13,18
Sonstige Forderungen	0,00	2,01	3,48	3,49	3,78	4,12
Kasse, liquide Mittel	25,32	25,91	28,81	31,90	35,06	38,79
Sonstiges Umlaufvermögen	2,67	0,88	0,51	0,00	0,00	0,00
Sonstiges Aktiva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	48,12	62,19	72,48	72,79	78,80	85,90
Eigenkapital	42,84	53,66	62,34	68,52	74,85	82,29
Rücklagen	41,58	35,14	35,22	35,37	38,29	41,74
Anteile Dritter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rückstellungen (kurzfr.)	1,44	1,17	1,48	1,49	1,61	1,76
Rückstellungen (langfr.)	0,27	0,30	0,45	0,45	0,49	0,54
Kurzfr. Schulden	1,44	2,51	2,57	2,58	2,80	3,05
Sonstige Passiva	2,13	4,55	5,63	-0,25	-0,95	-1,74
Summe Passiva	48,12	62,19	72,48	72,79	78,80	85,90

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

in % der Bilanzsumme	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	10,4%	17,8%	19,2%	16,5%	16,5%	16,5%
Immat. Vermögen	3,1%	3,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Sachanlagen	2,9%	2,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Firmenwert/Patente	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Umlaufvermögen	89,6%	82,2%	80,8%	83,5%	83,5%	83,5%
Vorräte	17,7%	16,3%	18,8%	18,6%	18,4%	18,2%
Forderungen L. u. L.	13,8%	19,5%	16,8%	16,3%	15,8%	15,3%
sonstige Forderungen	0,0%	3,2%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Kasse, liquide Mittel	52,6%	41,7%	39,7%	43,8%	44,5%	45,2%
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	89,0%	86,3%	86,0%	94,1%	95,0%	95,8%
Rücklagen	86,4%	56,5%	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen (kurzfr.)	3,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Rückstellungen (langfr.)	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Kurzfr. Schulden	3,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
sonstige Passiva	4,4%	7,3%	7,8%	-0,3%	-1,2%	-2,0%
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	2012e	2013e	2014e
EV/Umsatz	1,10	1,26	0,63	0,53	0,40
EV/EBITDA	5,54	5,27	3,43	3,04	2,22
EV/EBIT	6,16	5,62	3,84	3,46	2,53
KGV bereinigt	7,90	9,16	12,44	10,92	8,50
PCPS	13,09	6,13	8,44	8,09	6,85
Preis/Buchwert	1,14	1,13	0,89	0,81	0,74
Bruttomarge (in %)	76,5%	72,7%	69,3%	67,4%	67,0%
EBITDA-Marge (in %)	19,8%	23,9%	18,3%	17,5%	18,0%
EBIT-Marge (in %)	17,8%	22,5%	16,4%	15,4%	15,8%
Nettomarge (in %)	26,3%	15,9%	11,7%	11,4%	11,7%
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	151,61	195,97	188,79	188,37	203,82
Eigenkapitalquote (in %)	86,3%	86,0%	94,1%	95,0%	95,8%
Gearing	5,2%	4,9%	4,4%	4,4%	4,4%
WC/Umsatz (in %)	53,8%	48,1%	47,2%	47,3%	44,1%
Capex/Umsatz (in %)	1,1%	0,8%	2,6%	2,9%	3,0%

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

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:
(28.11.2012)**
4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 27.11.2012)**
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.