

Jenoptik AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (WKN: D0006229107)
Optik / Technologie	↘	↘	45,7 %	53,3 %	40,0 %	Fokussierung / Kundenorientierung



Marktdaten

aktueller Kurs (Stämme)		3,73
in % seit Hoch / Hoch	-40,2%	6,24
in % seit Tief / Tief	33,2%	2,80
Grundkapital (1)		55,74
davon Vorzugsaktien		0,00
Marktkapitalisierung (1)		207,90
Streubesitz (Ord.)		69,7%
VV		25,0%
Tagesumsatz in Stück		139.000

Termine & News Flow

HV	H.V.Q./08	I.Q./09	III.Q./09	III.Q./09
3/ Jun 09	27.03.2009	13.05.2009	12.08.2009	10.11.2009

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	35,0%
theoretischer Wert je Aktie (09e) nach (2-Phasen) DCF-Moc	3,00
theoretischer Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDisc.-Model:	0,00
Ratings (Moody's / S+P):	Ba3/BB-/BB-

Kennzahlen	2007	2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Ergebnis je Aktie (2)	-0,16	0,23	-0,12	-0,03
Cash-Flow je Aktie (2)	1,42	0,89	0,35	0,35
Dividende (2)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT-Ratio (in %)	6,8%	6,8%	4,0%	3,8%
ROE (netto, in %)	-2,9%	4,0%	-2,3%	-2,3%

Bewertung a)

P/E	-52,1	26,9	-31,7	-120,2
P/Buchwert	1,5	1,1	0,7	0,7
P/CF	5,8	6,8	10,7	10,8
EV/EBIT	18,0	14,1	23,4	23,7
Dividendenrendite (net)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

(1=Mio. EUR; 2=EUR; 3=100%=sehr gut; 4=negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höchstskurse)

+ Stabilisierung im 2.Hj. reicht u. E. für ... + ein positives EPS 2009 nicht, denn der ao. Aufwand wird zweistellig sein. Refinanzierung jetzt produktionskongruent auf 80 % Langfristanteil angepasst. Kundenmärkte zeigen Stabilisierung – mehr nicht. Das 2. Hj./09 muss besser werden – Semi und Auto sind entscheidend – mit ersten Erholungszeichen. Milit. und ziv. Systemgeschäft bleibt expansiv.

Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt: 0,23/ 0,02/ –
neu: 0,23/ -0,12/-0,03

➔ Sinkender Umsatz und fallendes Ergebnis – inkl. außerordentlicher Aufwand sogar Verlust, das ist inzwischen die offizielle Guidance für 2009 – bei Semi und Auto sind Nachfrageimpulse im 2. Hj./09 essenziell für diese Planerfüllung. ASML und ArcelorMittal sprechen von positiver Orderentwicklung im Q3, davon profitiert JEN bekanntermaßen zeitverzögert – unsere Schätzung 2009 also EPS € -0,12. Auch 2010 wird erhöhte Zinslast das u. E. um knapp 50 % steigende EBIT aufzehren – EPS € -0,03/Aktie.

➔ Die aktuelle Rezession wirft die Mittelfristplanung um u. E. mind. 3 Jahre zurück, denn Kapitalknappheit dämpft spezifische Investitionsneigung der Kunden-Industrien.

➔ Börse ist (u. E. zu!) zuversichtlich, in 2-3 Jahren eine EBIT-Marge von > 7 % und ein EPS von > € 0,30/Aktie zu sehen! Bis dahin ist es aber noch ein weiter, steiniger Weg! Der DCF-Wert sinkt auf ca. € 3,-. Dividendenzahlung u.E. nicht vor 2011. Unsere Scores zeigen schwache Werte.

➔ Der Strategiewechsel ist seit 2008 weit vorangekommen – ab Q1/09 kommt ein verschärftes Kostensenkungsprogramm mit > € 10 Mio. Einspareffekten dazu. Die Cash-Generierung sollte kurzfristig verbessert werden. Die hohe Fremdkapitalbelastung (€ 190 Mio.) wurde im Oktober 2009 umgeschichtet – 80 % davon sind nun erst 2012 ff. fällig.

➔ Im Q2/09 sanken Umsatz/Ordereingang/Orderbestand um 12,6%/18,5%/5,2% – die Book-to-Bill-Ratio gewann ggü. 31.12.2008 und Q1/09: +240 BP bzw. 87 BP auf 94,2 %. Der Cashflow € 12,5 nach € 16,4 Mio. muss im 2.Hj. steigen – Nachfrage mit Bodenbildung – verstärkte Kostensenkungen.

Seit Januar 2008
Strategiewechsel ...

... von der Entwicklungs-
gesellschaft zum kunden-
orientierten Unterneh-
men

mittelfristige Finanz-
ziele: Umsatzverdopplung
und EBIT-Marge +50 %
... aber verzögert!

2008 zeigte noch Verbes-
serungen: Umsatz +5 %
– EBIT-Marge -1BP auf
6,76 %

Unternehmensbeschreibung:

Der Konzern ist 1991 aus der JENOPTIK Carl Zeiss Jena GmbH hervorgegangen, einem sehr entwicklungsstarken Optoelektronikunternehmen. Mit 5 Sparten sind die Aktivitäten in 3 Segmente aufgeteilt. Seit Juni 1998 ist die JENOPTIK AG an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert – seit Ende 2008 wieder im TecDAX. Mit über 14 % der Aktien ist Humer VV aus Österreich seit 2008 Kerninvestor (Streubesitz: ca. 70 %).

Das Technologie-Unternehmen aus Jena hat eine lange Tradition in der Kernkompetenz „Photonics“ (Lichtwellen). Der internationale Konzern konzentriert sich auf die Kompetenzfelder Laser/Optik, Optoelektronik und Mechatronik und entwickelt, fertigt und vertreibt Systemlösungen, Anlagen sowie Komponenten und Module. Außerhalb Deutschlands ist Jenoptik in knapp 70 Ländern präsent und hat Produktionsstandorte dies- und jenseits des Rheins, der Schweiz und den USA – der Umsatzanteil jenseits Deutschlands macht rund 60 % aus.

In 5 Sparten aufgeteilt, orientiert man sich heute hin zu den Kundenmärkten. Der **Strategiewechsel** wird seit Januar 2008 umgesetzt: Personal-, Aufbau- und Ablauforganisation werden kundenorientiert ausgerichtet. **Innovation und globaler (Key-Account-)Vertrieb bestimmen das Bild der überschaubaren Produktportfolios, das schwerpunktmäßig eine breite Industriekundschaft anspricht.**

Zu den Kunden weltweit gehören vor allem Unternehmen der globalen Halbleiter- und Halbleiter-ausrüstungsindustrie, der Automobil- und Automobilzulieferindustrie, der Medizintechnik, der Sicherheits- und Wehrtechnik, der Luft- und Raumfahrtindustrie, Technologieunternehmen sowie die öffentliche Hand. Wichtige Währung ist der US\$. **Wettbewerber sind u. a. Coherent, GSI Group, Redeye, RofinSinar, ExCel, JDS.**

Langfristig zielt Jenoptik auf nachhaltiges organisches Wachstum durch Innovation. Kundenorientiertes Entwickeln und aktiver Verkauf sollen zukünftig das Wachstum deutlich beschleunigen. Stabiler Cashflows sollen durch Betreibergeschäfte (Verkehrstechnik) höhere Planbarkeit und damit die Grundlage für weitere – eigenfinanzierte – Zukäufe ermöglichen.

Mittelfristige Finanzziele sollen durch in- und externes Wachstum erreicht werden und einen Jahresumsatz von etwa € 1 Mrd., eine EBIT-Marge von 9 bis 10 % sowie eine Eigenkapitalquote von über 50 % (aktuell ca. 40-45 %) ermöglichen. Diese Ziele werden durch die globale Rezession ab Ende 2008 spürbar verzögert! Der **Anteil mittelfristiger Finanzverbindlichkeiten (2012/14)** von über € 150 Mio. liegt – auch dank einer Bund-Länder-Bürgschaft über € 44 Mio. – ab Q3/09 bei etwa 80 % der gesamten Nettoverschuldung von € 190 Mio. (+ freie Liquiditätslinie von € 50 Mio.).

Unternehmensentwicklung:

Der Jenoptik-Konzern erzielte **2008 einen Umsatz von € 548,3 Mio.** (+5,1 %, 1. Hj. 08: +4,2 %). Das Konzern-EBIT stieg um 4,9 % auf € 37,1 Mio. – die **Marge blieb bei 6,76 % fast konstant.** Zusammen mit dem verbesserten Finanz- und Beteiligungsergebnis erreichte das Ergebnis nach Steuern € 16,6 Mio. – ein EPS 0,21 nach einem EPS-Verlust von € -0,14 in 2007.

Der **operative Cashflow** sank um **37 % auf € 46,5 Mio.** und deckte damit sämtliche Investitionen. Die Netto-Zinsbelastung des Konzerns sank infolge der vorzeitigen Rückzahlung der Hochzinsanleihe Ende 2007.

Die Nettoverschuldung lag also mit € 191,6 Mio. auf Vorjahresniveau.

Verteidigung & Zivile Systeme registrierte Auftragseingänge von € 173,4 Mio. — erwartungsgemäß 7,5 % unter Vorjahr. Ab November 2008 erlitt die Sparte (Industrielle) **Messtechnik** einen Rückgang des Auftragseingangs infolge der Krise der globalen Automobilindustrie (Auftragseingang -15 % auf € 133,3 Mio.). Rund 10 % niedriger lag der Ordereingang für **Laser & Optische Systeme** (€ 194,8 Mio.).

In Summe sanken die Auftragseingänge um 3,3 % auf € 508,2 Mio. (Book-to-Bill-Ratio 2008: 92,0 % — im Q3/08 noch **101,53 %**). Der Auftragsbestand des Konzerns sank um 10 % auf gut € 395 Mio. (31.12.2007: € 439,4 Mio.), knapp 75 Prozent davon entfallen auf das von langfristigen und großen Aufträgen geprägte Wehr- und Sicherheitstechnik-Geschäft.

Das Geschäftsjahr 2008 des **Segments Laser & Optische Systeme** war von der Halbleiterkrise geprägt, die sich im 2. Halbjahr 2008 zuspitzte. Das **Segment Messtechnik** schaffte nach einem schwierigen Geschäftsjahr 2007 im 2. Halbjahr 2008 den Turnaround (anziehender internationaler Markt für Verkehrssicherheit, Integration von Etamic). Im **Segment Verteidigung & Zivile Systeme** waren 2008 alle Segmente besser als 2007, denn zur guten Konjunktur kamen neue Produkte

Q1/09: massiver Gewinneinbruch ... im Q2 greifen Kostensenkungen, aber ao. Aufwand von € 7,9 Mio.

Die **anhaltende Krise der Halbleiter- und Automobilindustrie** zeigte ihre Spuren im Abschluss des **Q1/09 und auch des 1. Hj. 09**. Bei einem zurückgegangenen Volumen unterlag das verbleibende Geschäft zudem einem intensiven Wettbewerb. Erfreulich und erwartungsgemäß entwickelte sich dagegen das Segment Verteidigung & Zivile Systeme. Ein Umsatzzuwachs von 4,5 % auf € 105 Mio. und ein fast um 50 % auf € 8 Mio. verbessertes EBIT konnten jedoch die Rückgänge der beiden anderen Segmente nicht vollständig kompensieren, so dass im 1. Hj. 09 der Umsatz / das EBIT um 12,6 % und 80 % zurückgingen.

Die EBIT-Marge (ex ao. Aufwand) sank auf 1,48 % — im Q2/09 lag sie mit 2,35 % aber schon wieder deutlich über dem Wert des Startquartals vom Q1/09 mit 0,35 %.

Der **Auftragseingang** des Jenoptik-Konzerns erreichte fast € 218 Mio. und lag damit knapp 19 % niedriger als im Vorjahreszeitraum (1. Hj. 08: € 267,6 Mio.), und damit im Q2/09 mit € 108,2 Mio. fast auf gleicher Höhe wie im Q1/09 und im Q4/08. **Eine gewisse Stabilisierung scheint also erreicht!**

Die Book-to-Bill-Ratio erholte sich erneut: 1. Hj. 09: 94,28 % nach Q1/09: 93,4 und 92,7 % per 31.12.2008.

Gruppenweit nahm der **Orderbestand** gegenüber Ende 2008 nur leicht auf gut € 385 Mio. (31.12.2008: € 395,1 Mio.) ab.

Der Umsatz verfehlte mit fast 13 % und € 231,3 Mio. (Q1/09: -9 %) den Vorjahreswert und das **Konzern-EBIT** (ex. ao. Posten von € 7,9 Mio.) und erreichte noch € 3,3 Mio. (1. Hj. 08: € 16,1 Mio.) bzw. das EBITDA halbierte sich von € 31 Mio. auf nun € 15 Mio. Auch der operative **Cashflow** lag unterhalb des Vorjahresniveaus, verfehlte aber mit € 12,5 Mio. nur um knapp € 4 Mio. den Vorjahresvergleich, so dass die **Nettoverschuldung** in den jüngsten drei Monaten auf € 188,5 Mio. abgebaut werden konnte (31.12.2008: € 191,6 Mio.).

Book-to-Bill-Ratio steigt per 30.6. auf 94,3 % — denn stabiles Systemgeschäft stützt und Laser 108 %!

**Ab Q2/09: 2. Kosten-
senkungsrunde
...Exzellenzprogramm
wird umgesetzt**

Das **Finanzergebnis** profitierte noch vom guten Startquartal. Das Konzern-Brutto-Ergebnis per 30.6.09 betrug € -11,3 Mio. (i. Vj. € 8,3 Mio.) — der Verlust nach Steuerertrag € -11,1 Mio. (1. Hj. 08: € +6,3 Mio.). Das **EPS steht bei € -0,24 nach € 0,09/Aktie** (Q1/09: € -0,06 nach EPS 0,04 im 1. Quartal 2008).

Per 31. März 2009 waren im Konzern in Deutschland rund 700 (Q1/09: 300) Mitarbeiter in Kurzarbeit (bei um 1,4 % gesunkener Beschäftigtenzahl von 3.354 Mitarbeitern). Vor allem in den Sparten Optische Systeme und Industrielle Messtechnik erfolgte die Anpassung über Kurzarbeit — um 10-25 % für zunächst jeweils sechs Monate — und der weitere Abbau von Leiharbeit sowie Personalabbau. Die Mitarbeiterzahl wird im Gesamtjahr 2009 sinken, denn der Standort Giesen wird geschlossen. Personalanpassungen (Ziel < 3.000) und Standortzusammenlegungen sind im Rahmen des **Jenoptik-Exzellenz-Programms** vorgesehen, **erste Effekte daraus wird es im 2. Halbjahr 2009** geben.

Im **Segment Laser & Optische Systeme** sackte der **Umsatz** um 31 % (Q1/09: -32,4 %) auf gut € 74 Mio.; der Rückgang kam aus beiden Sparten, denn sowohl die Halbleiter- als auch die Autobaukrise wirkten weiter. Das Quartals-EBIT sprang ins Negative: € -1,8 nach € 12,1 Mio. (Q1/09: € -1,3 Mio.), zumal auch das Geschäft mit Mittelformatkameras aufgegeben wurde. Schneller als die Umsätze, aber langsamer als im Q1/09 (-37 %) schmolzen die Auftragsengänge um 29 % auf € 80 Mio. Also lag der Auftragsengang immer noch über dem Umsatz — der Auftragsbestand des Segments stieg damit um 5,2 % gegenüber Vorjahr auf € 66,9 Mio.

Im **Segment Messtechnik** konnten die Auswirkungen der Krise der Automobilindustrie von der kleineren, jedoch stabileren Sparte Verkehrssicherheit nicht kompensiert werden. Der Umsatz erreichte mit € 48 Mio. fast den Vorjahreswert von € 54 Mio., wobei die Sparte Industrielle Messtechnik noch von dem Auftragsbestand aus der Zeit vor der Krise profitierte. Das EBIT fiel mit € -3,2 Mio. (Q1/09: € -2,1 Mio.) erneut negativ aus. Das Management betont, dass die Auftragslage die aktuelle Lage besser spiegle. Die Orderengänge reduzierten sich um 39 % (Q1/09: -36 %) auf knapp € 40 Mio. Inzwischen scheinen die Auftragsengänge eine — wenn auch sehr niedrige — Basis gefunden zu haben. Der Auftragsbestand des Segments blieb damit zum Q1/09 stabil und gegenüber dem Vorjahr um 26 % zurück.

Dagegen setzte erwartungsgemäß das **Segment Verteidigung & Zivile Systeme** in allen Kennzahlenkategorien das Wachstum fort bzw. profitierte von der Auslieferung eines Großauftrages im Q1/09, als die Erlöse um 14 % auf € 54 Mio. anstiegen. Per 30.06.09 wurde ein Umsatzniveau von € 105 Mio. registriert (+4,5 %). Die Dynamik der Auftragsengänge reduzierte sich von 17 % im Q1/09 auf nun 8,4 % (€ 94 Mio.). Der Auftragsbestand schmolz nur noch um € 5 Mio. ab, nachdem im Q1/09 noch Orders im Wert von € 10 Mio. abgearbeitet wurden. Der Geschäftsbereich Sensorik profitierte von Skaleneffekten im Rahmen des Großauftrages, der im Q2/09 abgeschlossen wurde. Das EBIT verbesserte sich somit um 48,0 % auf € 8 Mio. (Q1/09: € 4,9 Mio.)

Ausblick:

Sinkender Umsatz und fallendes Ergebnis — das ist die **offizielle Guidance für 2009**. Für 2009 wird inzwischen lediglich vor Sondereffekten ein positives Ergebnis vor Zinsen und Steuern erwartet — womit unter dem Strich ein **Jahresverlust absehbar** ist.

Ao. Aufwendungen (Kostensenkungs- und Effizienzmaßnahmen? Debitorenrisiken? Impairments?) „können nicht ausgeschlossen werden“. U. E. sind solcherart Belastungen (im 1. Hj. 09: € 7,9 Mio.) kaum zu umgehen — mit der Konsequenz eines auszuweisenden Verlustes.

**Q2/09: u. E. erneut
Verlust, denn Orders
sinken schneller als
Umsatz — 2. Hj. 09
Erholung?!**

Q3/09: erste Erholungszeichen in der Halbleitertechnik kommen für das Ergebnis 2009 u. E. zu spät

Recht stabil soll das Geschäft im Segment Verteidigung & Zivile Systeme verlaufen – ein Umsatzbeitrag von über € 200 Mio. (2008: € 208,5 Mio.) ist geplant. Gleiches gilt für die Sparte Verkehrssicherheit im Segment Messtechnik. Für die **Industrielle Messtechnik und die Sparte Optische Systeme** werden **Nachfrage- und deutliche Umsatzrückgänge 2009 prognostiziert**, auch wenn in der Halbleitertechnik erste Erholungszeichen gesehen werden, so dass zum Jahresende aus Konzernsicht „der Boden durchschritten“ sein könnte. Die **Zuversicht in der IT-Branche** ist im September deutlich gewachsen. ASML, der die Chipbranche mit Produktionsanlagen versorgt, hob seine Prognose für Q3/09 an, wie schon Texas Instruments, der zweitgrößte US-Chiphersteller, und die Nr.1, die kalifornische Intel. **Jenoptik** steht aber am Ende der Futterkette und wird **erst verzögert** davon profitieren – kurzfristig also nur eine leichte Belebung ihres Geschäfts mit der Halbleiterindustrie spüren.

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 24.09.2009

erstellt worden. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keine falls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schießle.

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1 % oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:

EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schießle