

Silicon Sensor International AG

Kaufen (unverändert)

Zusammenfassung

- **Umsatzwachstum fortgesetzt:** Im dritten Quartal hat Silicon Sensor die Erlöse erneut gesteigert und damit trotz der Belastungen im Zusammenhang mit dem Fabrikumzug in Berlin seine beeindruckende Wachstumsgeschichte fortgesetzt. Auf dieser Basis dürfte das Gesamtjahr wieder mit einem neuen Umsatzrekord beendet werden.
- **Gewinn über Erwartungen:** Bereinigt um steuerliche Sondereffekte ist das Ergebnis zwischen Juli und September auf dem Niveau des Vorjahres geblieben, trotz der zwischenzeitlichen Produktionsstilllegung und der in Vorbereitung auf das künftige Wachstum deutlich aufgestockten Personaldecke.
- **Schwäche der Automobilindustrie:** Der Einstieg ins Großseriengeschäft könnte durch die Krise der Automobilindustrie einen Dämpfer erfahren. Das Unternehmen selbst hat deswegen entsprechende Aufträge nur reduziert in die Planungen integriert.
- **Sehr hohes Kurspotenzial:** Mit der aktuellen Marktkapitalisierung wird nicht einmal der Buchwert der Sachanlagen bezahlt, das gesamte Eigenkapital liegt fast 75 Prozent über dem Aktienkurs. Wir sehen den fairen Wert bei 21,95 Euro.

Aktueller Kurs

5,46 Euro

ISIN	DE0007201907
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.silicon-sensor.com
Ausstehende Aktien	3,9 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	21,3 Mio. Euro
Free Float	100 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	18,00 Euro / 5,19 Euro
Performance (12 Monate)	-67,7 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 0,18 Mio. Euro / Tag

	2006	2007	2008 (e)	2009 (e)
Umsatz (Mio. Euro)	32,6	37,0	39,5	45,0
Umsatzwachstum		13,5%	6,8%	14,0%
EpS (Euro)*	0,77	1,09	0,78	1,03
EpS-Wachstum*		41,7%	-28,6%	31,8%
Dividende je Aktie	0,10	0,10	0,08	0,10
KGV	7,1	5,0	7,0	5,3
KUV	0,65	0,57	0,54	0,47
Dividendenrendite	1,8%	1,8%	1,5%	1,8%

* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 3,90 Mio.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umzug erfolgreich abgeschlossen

Nach Unternehmensangaben konnte der Umzug der Berliner Produktionsanlagen in das neue Fabrikgebäude im Oktober abgeschlossen werden, ohne dass es hierbei zu Verzögerungen oder überplanmäßigen Mehrkosten gekommen wäre. Nun sollen bis Monatsende auch die erforderlichen Kalibrierungs- und Zertifizierungsmaßnahmen der Anlagen finalisiert werden, so dass ab Dezember die Produktion wieder anfahren könnte. Damit hat der Sensorspezialist die größte Herausforderung des laufenden Jahres anscheinend problemlos gelöst und damit wie beabsichtigt die Grundlagen für weiteres Wachstum geschaffen.

Umsatzwachstum auch im dritten Quartal

Trotz des damit verbundenen Aufwands und der Produktionsunterbrechung hat Silicon Sensor den Umsatz auch im dritten Quartal weiter gesteigert, von 8,7 Mio. Euro im letzten Jahr auf nun 8,9 Mio. Euro. Kumuliert über die ersten neun Monate hat der Berliner Konzern somit 29,5 Mio. Euro Erlöst, ein Plus von 7,3 Prozent. Gleichzeitig hat sich der Gewinn sogar besser entwickelt als von uns noch im August angenommen. Das Quartals-EBIT blieb trotz des Umzugs mit 1,3 Mio. Euro auf Vorjahresniveau, die EBIT-Marge konnte bei 14,5 Prozent gehalten werden (Vorjahr 15 Prozent). Der Periodenüberschuss hingegen ging bedingt durch zwei steuerliche Sondereffekte (Nachzahlung aus einer Nachprüfung der Jahre 2001 bis 2004 im Berichtsquartal und steuerreformbedingte Aktivierung von latenten Steuern im Vorjahr) von 1,3 auf 0,4 Mio. Euro zurück. Ohne die steuerlichen Besonderheiten wäre der Quartalsüberschuss allerdings unverändert geblieben.

(Mio. Euro; Prozent)	Q3 2008	Q3 2007	Änderung	9M 2008	9M 2007	Änderung
Umsatz	8,86	8,65	+2,4%	29,48	27,47	+7,3%
EBIT	1,29	1,30	-0,8%	5,24	5,80	-9,6%
EBIT-Marge	14,6%	15,0%		17,8%	21,1%	
Jahresüberschuss	0,41	1,33	-69,2%	2,98	3,90	-23,8%
Nettomarge	4,6%	15,4%		10,1%	14,2%	

Ergebniskennzahlen im Vorjahresvergleich; Quelle: Silicon Sensor

Komfortabler Auftragsbestand

Mit einem Auftragsbestand von 18,5 Mio. Euro liegen die Bestellungen zwar unter dem Vorjahreswert, doch noch immer auf einem komfortablen Niveau. Zudem ist seit dem Sommer kein weiterer Rückgang verzeichnet worden, was auf eine stabile Entwicklung in nächster Zukunft schließen lässt. Hierbei betont das Unternehmen, dass der ausgewiesene Orderbestand das Volumen aus dem im Oktober letzten Jahres abgeschlossenen Nomination Letter zur Lieferung von Automobil-Druckmessensoren im Volumen von 30 Mio. Euro wegen der noch nicht spezifizierten monatlichen Abrufzahlen nicht enthält. Allerdings bleibt hier abzuwarten, welche Mengen angesichts der Krise des Auftraggebers General Motors in Zukunft tatsächlich realisiert werden können. Die Unternehmenspla-

nung geht nach ernüchternden Erfahrungen mit ähnlichen Großbestellungen nach Auskunft des Vorstands intern lediglich von einem halben Volumen aus.

Neue Produkte vor Vermarktung

Doch neben den Produkten für die derzeit schwächelnde Automobilindustrie, deren Umsatzanteil im laufenden Jahr bei rund 20 und im nächsten bei etwa 23 Prozent liegen dürfte, hat Silicon Sensor noch weitere Produktneuentwicklungen in der Pipeline, deren Fertigung und Auslieferung in den kommenden Monaten anlaufen dürfte bzw. die bereits mit zunehmenden Stückzahlen zum Konzernwachstum beitragen. Dazu gehört beispielsweise der „Elektronische Zollstock“, dessen Produktionszahlen nach Unternehmensangaben schon deutlich im sechsstelligen Bereich liegen. Einen weiteren Erfolg konnte die Gesellschaft für ihre Kamerasysteme vermelden, die zur Überwachung eines gesamten U-Bahnsystems in einer arabischen Stadt installiert werden. Das Unternehmen beziffert das Volumen dieses Projekts auf rund 1.000 Kamerasysteme, die bis Jahresende geliefert werden sollen.

Ausblick

Prognosen bestätigt

Für das vierte Quartal erwarten die Berliner einen Umsatz von knapp 10 Mio. Euro und damit in etwa den Vorjahreswert. Im Gesamtjahr würde dies zu einem Umsatz von 39,4 Mio. Euro und damit zu einem Wachstum von 6,5 Prozent führen. Aufgrund der umzugsbedingten Produktionsunterbrechung im Oktober und November sowie der im vierten Quartal fälligen Abstandszahlung für den ehemaligen Vorstand Dr. Kriegel wird das Ergebnis allerdings zurückgehen, so dass beim EBIT für das Schlussvierteljahr mit einer schwarzen Null gerechnet wird (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro). Das Jahresziel für das EBIT liegt somit in etwa auf dem Niveau der ersten neun Monate (5,3 Mio. Euro), beim Nettoergebnis rechnet das Management mit 3,2 Mio. Euro. Für 2009 sieht die Unternehmensplanung dann eine Umsatzausweitung auf 44 Mio. Euro und eine überproportionale Gewinnsteigerung auf 4,3 Mio. Euro vor.

Schätzungen weitgehend unverändert

Da die jüngste Entwicklung unsere bisherigen Prognosen mit Ausnahme des etwas über den Erwartungen liegenden Quartalergebnisses weitgehend bestätigt hat, sehen wir aktuell keinen Anlass, unser Prognosegerüst stark zu modifizieren. Als wichtigste Änderung nehmen wir lediglich unsere Wachstumsannahmen für das nächste Jahr um 2 Prozentpunkte zurück, was sich über die Folgejahre in einem insgesamt geringfügig abgesenkten Expansionspfad der Erlöse widerspiegelt. Damit berücksichtigen wir die gestiegene Unsicherheit, ob die Automobilindustrie die bestellten Produkte in dem vereinbarten Zeitrahmen und den zugesagten Stückzahlen abrufen wird. Über diese Anpassung sowie die bereits im Rahmen unserer letzten Einschätzung vorgenommenen Änderungen hinausge-

hende Korrekturen erachten wir derzeit nicht für erforderlich. Dementsprechend stellt sich der von uns unterstellte modellhafte Geschäftsverlauf wie folgt dar:

Geschäftsjahr (31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz (Mio. Euro)	39,5	45,0	53,1	62,7	72,7	82,9	92,9	102,2
Umsatzwachstum		14,0%	18,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	10,0%
Nettorendite	7,7%	8,9%	9,3%	9,1%	8,9%	8,9%	8,6%	8,3%
Gewinn (Mio. Euro)	3,04	4,01	4,94	5,71	6,47	7,38	7,99	8,48
Gewinnwachstum		32%	23%	15%	13%	14%	8%	6%

Fairer Wert 21,95 Euro je Aktie

Unter Zugrundelegung eines Diskontierungszinssatzes von 10,1 Prozent (bestehend aus einem risikolosen Zins von 3,2 Prozent, einer langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3) sowie einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent ab 2016 resultiert hieraus ein Ertragswert von 85,5 Mio. Euro. Je Aktie entspricht dies einem fairen Wert von 21,95 Euro. Die Erhöhung gegenüber unserer Studie von August ist dabei hauptsächlich auf den deutlichen Rückgang der Umlaufrendite zurückzuführen, in dessen Folge der unserer Berechnung zugrunde gelegte Diskontierungssatz reduziert wurde.

Änderungen der Führungsstruktur

Da der Aktienkurs gleichzeitig drastisch verloren hat, liegt das von uns konstatierte Aufwärtspotenzial bei 300 Prozent. Die Aktienentwicklung dürfte dabei sowohl in der Marktschwäche begründet gewesen sein als auch unternehmensindividuelle Ursachen haben. Insbesondere die Änderungen im Aufsichtsrat zu Jahresbeginn und der plötzliche Abschied des Unternehmensgründers und Vorstands Dr. Kriegel haben für Verunsicherung unter den Anlegern gesorgt. Wir gehen allerdings nach Gesprächen mit dem Vorstand davon aus, dass abgesehen von eventuellen Straffungen der Führungsstruktur und einer möglichen Zusammenführung einzelner Tochtergesellschaften keine grundsätzliche Abkehr von der bisherigen Unternehmensstrategie zu erwarten ist, sodass wir diese Ergebnisse in unserem Prognosemodell unberücksichtigt gelassen haben.

Fazit

Unser Urteil: „Kaufen“

Der Berliner Konzern hat auch im dritten Quartal zugelegt und wird wohl im Gesamtjahr trotz der Belastungen infolge des Fabrikumzugs ein moderates Umsatzwachstum ausweisen können – zum 10. Mal in Folge seit dem Börsengang. Zudem arbeitet der innovative Sensorhersteller nach wie vor profitabel und mit hohen positiven Cash-Überschüssen. Dass die Aktie dennoch nur bei knapp 60 Prozent des Eigenkapitals notiert und die Marktkapitalisierung gerade eben 80 Prozent der bilanziellen Sachanlagen entspricht, deutet auf eine gravierende Unterbewertung hin. Nach unserem Schätzmodell wären die starke Marktstel-

lung und die Ertragsaussichten von Silicon Sensor hingegen erst bei einem Kurs von 21,95 Euro angemessen bewertet, rund 300 Prozent über dem gegenwärtigen Aktienkurs. Aus diesem Grund bestätigen wir unser bisheriges Kauf-Urteil.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
12.08.2008	7,34 Euro	Kaufen
08.04.2008	9,24 Euro	Kaufen
17.12.2007	15,99 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studierstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.