

Silicon Sensor International AG

Zusammenfassung

- **Prognosen erfüllt:** Vorläufigen Angaben zufolge hat der Berliner Sensor-Spezialist im abgelaufenen Jahr 39 Mio. Euro umgesetzt und operativ (vor Sondereffekten) 5 Mio. Euro verdient. Damit konnten die im November kommunizierten Prognosen weitgehend erfüllt werden.
- **Massive Sonderabschreibungen:** Allerdings haben sich insbesondere aufgrund der Krise im Automobilsektor die Perspektiven der Dresdner Tochter MPD drastisch verschlechtert, weswegen Silicon Sensor im Jahresabschluss den bilanziellen Firmenwert des sächsischen Ablegers vollständig abgeschrieben hat. Zusammen mit einer Korrektur bei weiteren immateriellen Vermögensgegenständen beläuft sich die Ergebnisbelastung auf rund 17 Mio. Euro.
- **Weiterhin profitabel:** Entsprechend einer vorgelegten Worst-Case-Betrachtung sollte aber der Konzern auch bei einem 16-prozentigen Umsatzrückgang in 2009 ein positives EBIT von einer Mio. Euro ausweisen können.
- **Fairen Wert angepasst:** Die Probleme bei MPD haben auch wir zum Anlass genommen, unsere Schätzungen zu überarbeiten. Der faire Wert liegt nun bei 16,86 Euro je Aktie und damit immer noch rund 230 Prozent über dem aktuellen Kurs.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 16,75 Euro
Aktueller Kurs 5,10 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	5,65	6,16	12,99
Tief (Euro)	3,60	3,60	3,60
Performance	-10,53%	-1,92%	-57,85%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	110.737	159.148	213.227

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0007201907 / 720190
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	19,9 Mio. Euro
Free Float	100 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008e	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	37,0	39,0	37,0	40,7	CAGR Umsatz 07-10 (e)	3,2%
Umsatzwachstum	13,5%	5,4%	-5,1%	10,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-13,4%
EBIT (Mio. Euro)	6,6	-12,0	1,0	4,3	CAGR EpS 07-10 (e)	-18,3%
EBIT-Marge	17,9%	-30,8%	2,7%	10,6%		
EpS*	1,09	-3,34	0,14	0,60	Enterprise Value (Mio. Euro)	27,7
Dividende je Aktie	0,1	0,00	0,00	0,08	Buchwert (Mio. Euro)	24,9
KUV*	0,54	0,51	0,54	0,49	EV / Umsatz 09 (e)	0,7
KGV*	4,7	-	35,8	8,6	EV / EBIT 09 (e)	27,7
Dividendenrendite	2,0%	0,0%	0,0%	1,6%	Kurs / Buchwert	0,8

* sämtliche Berechnungen auf Basis der aktuellen Aktienzahl von 3,9 Mio.

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatzprognose fast punktgenau erfüllt

Vorläufigen Zahlen zufolge hat Silicon Sensor im vierten Quartal 9,5 Mio. Euro umgesetzt. Die Erlöse liegen damit trotz der Produktionsunterbrechungen infolge des Fabrikumzugs auf dem Niveau des Vorjahres, der daraus resultierende Jahresumsatz von 39 Mio. Euro liegt sogar ca. 5 Prozent über dem entsprechenden Vergleichswert. Erfreulich ist dabei, dass die Gesellschaft somit ihre im November kommunizierten Prognosen nahezu einhalten konnte – angesichts der sich in den letzten Monaten fast täglich verschlechternden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen keine selbstverständliche Leistung. Dasselbe gilt für das operative Ergebnis, das mit 5 Mio. Euro angegeben wird.

Sonderabschreibungen belasten

Doch inzwischen haben sich die Geschäftsperspektiven derart eingetrübt, dass sich der Sensorspezialist trotz der zufriedenstellenden Ist-Werte zu teilweise drastischen Maßnahmen gezwungen sieht. Die größte unmittelbare Ergebniswirkung geht dabei von einer Sonderabschreibung auf den bilanzierten Firmenwert sowie die damit verbundenen immateriellen Vermögensgegenstände der Tochter Microelectronic Packaging Dresden aus. Zuzüglich baubedingter Sonderaufwendungen und Abfindungen belaufen sich diese Sondereffekte auf 17 Mio. Euro, so dass das EBIT in Summe auf -12 Mio. Euro zurückgehen soll. Ursächlich für die Abschreibungen ist Unternehmensangaben zufolge die enttäuschende Umsatzentwicklung von MPD, das sowohl unter dem Einbruch der Automobilindustrie als auch unter den Problemen der Chiphersteller leidet. Exemplarisch verweist Silicon Sensor auf den Münchener Halbleiterhersteller Infineon, der bezüglich der Abrufe der vor zwei Jahren bestellten 20 Mio. Silizium-Mikrophone schon im Sommer und damit vor der akuten Krisenverschärfung um 60 Prozent hinterherhinkte. Aber auch die Krise der Autohersteller und hier insbesondere der Premiumanbieter sowie des ehemaligen Branchenprimus General Motors, über die der Einstieg in das Großseriengeschäft lief, trifft gerade die für diese Zwecke erworbene Dresdner Tochter hart.

Weiterhin solide Bilanz

Mit diesem Schritt bereinigt Silicon Sensor die Bilanz konsequent von möglichen Gefahrenquellen. Dadurch reduziert sich das Eigenkapital zwar auf rund 25 Mio. Euro, doch das entspricht immer noch gut 45 Prozent der nun verkürzten Bilanz. Gleichzeitig enthält die Aktivseite nach der Maßnahme nur noch in geringfügigem Ausmaß die von Investoren aktuell argwöhnisch beäugten immateriellen Posten. Und da die Korrekturen nicht liquiditätswirksam sind, dürfte der Bestand an flüssigen Mitteln bis zum Jahresende auf deutlich über 7 Mio. Euro angewachsen sein. In Relation zur aktuellen Marktkapitalisierung liegen die Barreserven somit bei geschätzten 37 Prozent, das Eigenkapital übersteigt die aktuelle Marktbewertung immer noch um gut ein Viertel.

Ausblick

Breite Prognosespanne

Angesichts der prekären konjunkturellen Lage und der Ungewissheit über die Wirkung der Konjunkturlösungen hat der Vorstand für das laufende Jahr eine breite Prognosespanne veröffentlicht. Sie reicht von einem 16-prozentigen Umsatzrückgang auf 32,5 Mio. Euro bis zu einer in Übereinstimmung mit den bisherigen Planungen liegenden Erlössteigerung auf 43 Mio. Euro (+10 Prozent). Die EBIT-Spanne liegt entsprechend bei 1 bis 6 Mio. Euro. Wie die steil aufwärtsgerichtete Kursentwicklung unmittelbar nach der Bekanntgabe dieser Zahlen verdeutlicht, hat wohl insbesondere der vom Unternehmen als Worst-Case-Szenario bezeichnete Entwicklungspfad für Erleichterung gesorgt. Die Erreichung des Ergebnisziels impliziert die Umsetzung eines Kostensenkungsprogramms, das jedoch in Erwartung der ab dem Jahresende wieder anziehenden Dynamik explizit keine betriebsbedingten Kündigungen umfasst.

Schätzungen modifiziert

Angesichts der jüngsten Entwicklung sehen wir unsere bisherigen Erwartungen für das laufende Jahr, für das wir mit einem Wachstumssprung auf 45 Mio. Euro gerechnet hatten, als nicht mehr erreichbar an. Da zu dem Kundenkreis des Konzerns mehrere derzeit kräftig kriselnde Branchen wie Automobil, Luft- und Raumfahrt oder Maschinenbau zählen, halten wir einen Umsatzrückgang um bis zu 5 Prozent nicht für ausgeschlossen. Wir unterstellen in unserem Modell deswegen einen Wert von 37 Mio. Euro. Da gleichzeitig aber der Personalbestand bereits auf ein deutlich höheres Umsatzvolumen ausgerichtet ist, dürfte sich das Ergebnis überproportional reduzieren. Nach Steuern rechnen wir deswegen lediglich mit einer halben Mio. Euro Gewinn.

Unsicherheit über MPD-Potenziale

Auch für die Folgejahre wählen wir nun einen noch vorsichtigeren Ansatz und reagieren damit auf das drastische und in der Form von uns nicht erwartete Ausmaß, in dem die Perspektiven von MPD nun korrigiert worden sind. Angesichts dessen und der Tatsache, dass die ersten Probleme bereits im Herbst 2007 zu beobachten waren, sehen wir hier nicht nur ein vorübergehendes konjunkturelles Phänomen, sondern zumindest die erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass die Potenziale des Dresdner Ablegers von uns bisher zu optimistisch eingeschätzt worden sind. Und da MPD für den Vorstoß ins Großseriengeschäft eine zentrale Rolle spielt, betrifft die modifizierte Sichtweise auch die Erwartung hinsichtlich der erzielbaren Wachstumsraten auf Konzernebene. Angefangen mit einer langsamen Erholung im nächsten Jahr, unterstellen wir deswegen für die Jahre ab 2011 nun Zuwachsraten, die um 1 bis 2 Prozentpunkte unter den bisherigen Ansätzen liegen. Hinsichtlich der mittelfristig erzielbaren Margen sehen wir hingegen keinen größeren Korrekturbedarf. Da die Rücknahme der Wachstumserwartung ohnehin das margenschwächere Großseriengeschäft betrifft und wir bereits bisher unter den konzernweit erreichten Werten lagen, fühlen wir uns mit unseren Annahmen noch auf der sicheren Seite. In Summe führen die ge-

troffenen Modifikationen zum folgenden modellhaften Geschäftsverlauf als Grundlage unserer Wertermittlung:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	37,0	40,7	47,2	54,3	61,9	69,9	77,6	84,6
Erlöswachstum		10,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	9,0%
Nettorendite	1,5%	5,7%	9,0%	9,1%	8,9%	8,9%	8,6%	8,3%
Gewinn (Mio. Euro)	0,56	2,32	4,25	4,94	5,51	6,22	6,68	7,02
Gewinnwachstum		318%	83%	16%	11%	13%	7%	5%

**Fairer Wert 16,86 Euro je
Aktie**

Hieraus resultiert ein neuer Unternehmenswert von 65,7 Mio. Euro bzw. 16,86 Euro je Aktie. Als Diskontierungssatz haben wir 9,9 Prozent unterstellt, bestehend aus einem risikolosen Zins von 3,0 Prozent, einer langfristigen Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3. Für den nicht mehr detailliert erfassten Zeitraum ab 2017 wurde eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent angenommen.

Fazit

**Unser Anlageurteil:
„Kaufen“**

Silicon Sensor hat die Prognosen für das letzte Jahr fast punktgenau erfüllt und somit die vorab als schwierige Übergangsphase kommunizierte Periode mit Brauvour bewältigt. Das Jahr wurde trotz der mehrwöchigen Produktionsunterbrechung mit einem fünfprozentigen Umsatzwachstum und einem positiven operativen Ergebnis abgeschlossen. Durch die gleichzeitig vorgenommenen Bilanzkorrekturen zur Berücksichtigung der sich zuletzt drastisch verschlechterten Geschäftsaussichten der Tochter MPD wird das EBIT nach Sondereffekten mit -12 Mio. Euro allerdings tief in den roten Bereich rutschen. Auch wir haben diese Entwicklung zum Anlass genommen, unsere Schätzungen zu überarbeiten, und mussten unseren Zielkurs deutlich absenken. Mit 16,86 Euro je Aktie liegt dieser aber immer noch rund 230 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung, mit der zudem trotz der massiven Abschreibungen nicht einmal 80 Prozent des Konzerneigenkapitals bezahlt werden. Von dieser Konstellation hat sich zuletzt auch Daniel Hopp, der Sohn des SAP-Gründers Dietmar Hopp, überzeugen lassen, der über seine Beteiligungsgesellschaft drei Prozent der Silicon Sensor-Aktien übernommen hat. Da auch wir hinsichtlich der weiteren Perspektiven des Berliner Konzerns immer noch zuversichtlich sind, bekräftigen wir unsere bisherige Einschätzung. Das Urteil lautet unverändert Kaufen.

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

Telefon: + 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

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. A. 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 pro Jahr 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
27.11.2008	5,46 Euro	Kaufen
12.08.2008	7,34 Euro	Kaufen
08.04.2008	9,24 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 Studiererstellung 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: (keine)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.