

## Silicon Sensor International AG

### Stärken und Chancen

- **Etablierter High-Tech-Anbieter:** Silicon Sensor gehört seit Jahren zu Europas führenden Herstellern von hochwertigen Sensoren und beliefert zahlreiche Kunden mit höchsten Qualitätsansprüchen wie etwa die Raumfahrtbranche.
- **Eindrucksvoller Track Record:** In den letzten zehn Jahren konnte der Umsatz mehr als verzehnfacht werden, die EBIT-Marge erreichte dabei regelmäßig Werte jenseits der 15-Prozent-Marke.
- **Überzeugende Perspektiven:** Mit der Konzentration auf hochwertige Opto- und Drucksensoren sowie auf Kamerasysteme bietet die aktuelle Aufstellung hohes Potenzial, um den Wachstumstrend weiter fortzusetzen.
- **Deutliche Unterbewertung:** Unser Schätzmodell signalisiert einen fairen Wert, der rund 130 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs liegt.

### Schwächen und Risiken

- **Technische Innovationen:** Die sehr hohe Innovationsdynamik des Zielmarkts birgt ein erhöhtes Risiko von technischen Fehlschlägen.
- **Umsatzrückgang in 2009:** Das laufende Jahr wird krisenbedingt einen spürbaren Umsatzeinbruch und bestenfalls ein ausgeglichenes Ergebnis bringen.

Geschäftsjahr	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	37,0	38,5	30,0	36,0	CAGR Umsatz 07-10 (e)	-0,9%
Umsatzwachstum	13,5%	4,0%	-22,0%	20,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-13,6%
EBIT (Mio. Euro)	6,2	-10,9	0,5	4,0	CAGR EpS 07-10 (e)	-18,8%
EBIT-Marge	16,8%	-28,5%	1,7%	11,1%		
EpS	0,87	-2,56	0,00	0,46	Enterprise Value (Mio. Euro)	34,3
Dividende je Aktie	0,1	0,00	0,00	0,00	Buchwert (Mio. Euro)	24,8
KUV	0,63	0,61	0,78	0,65	EV / Umsatz 09 (e)	1,1
KGV	6,1	-	-	11,4	EV / EBIT 09 (e)	68,7
Dividendenrendite	1,8%	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,9

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** **13,15 Euro**  
Aktueller Kurs 5,31 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,67	6,67	8,34
Tief (Euro)	5,31	4,60	3,60
Performance	-10,6%	12,3%	-33,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	39,7 Tsd.	62,7 Tsd.	148,9 Tsd.

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0007201907 / 720190
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.silicon-sensor.com
Ausstehende Aktien	14,42 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	23,5 Mio. Euro
Free Float	77,0 %
Rechnungslegung	IFRS

## Unternehmensprofil

### *Mikroelektronik nach Maß*

Die 1991 gegründete und seit 1999 börsennotierte Silicon Sensor International AG aus Berlin entwickelt, produziert und vertreibt hochwertige optoelektronische Sensoren, mit denen Lichtwellen unterschiedlicher Länge sowie Alpha-, Beta-, Gamma- und Röntgenstrahlung gemessen werden können. Anwendung finden ihre Produkte in zahlreichen Branchen, vom Automobilbau, über die Luft- und Raumfahrt bis zur Medizintechnik. Daneben betätigt sich das Unternehmen auch als Anbieter von kundenindividuell gefertigten Hybridschaltungen, mikroelektronischen Baugruppen und im zunehmenden Ausmaß auch von nicht optischen Sensoren (z.B. Druckdetektoren) sowie Kamerasystemen.

### *Kerngeschäft kundenindividuelle Sensorentwicklung*

Die Kernkompetenz und der Ursprung des Konzerns liegen dabei in der kundenindividuellen Entwicklung und Fertigung von hochwertigen Sensorchips, Sensorbauelementen und vollständigen Detektorsystemen. Die Sensoren werden in verschiedensten Formen (Chip, Wafer, gehäuste Bauelemente, Module auf Keramik oder Leiterplatte) angeboten und finden Anwendung in so unterschiedlichen Branchen wie der Telekommunikation, der Automobilindustrie, der Medizin- und Umwelttechnik oder dem Werkzeugmaschinenbau. Die Einsatzgebiete erstrecken sich dementsprechend von der raumfahrtgestützten Erdvermessung, über die Strahlenmessung in Bergwerken und die Abstandsmessung in Fahrzeugen, bis hin zur Steuerung von Bestrahlungsgeräten in der Krebstherapie.

### *Konzentration bei der Konzernmutter*

Dieses Geschäft wurde seit der Unternehmensgründung bis zu diesem Frühjahr durch die Silicon Sensor GmbH, die Keimzelle der Gruppe, betreut. Doch im Rahmen der aktuellen Bemühungen um die Vereinfachung der Konzernstrukturen wurde diese mit Wirkung zum 01. Januar auf die AG verschmolzen. Damit agiert die Konzernmutter, bislang als eine reine Holding aufgestellt, nun als eine zentrale operative Einheit innerhalb des Verbundes. Im selben Zug wurde auch die kleine Berliner Tochter Silicon Instruments GmbH, die sich auf die Herstellung leistungsfähiger Messsysteme für Medizin, Industrie und Wissenschaft spezialisiert hat, in die Konzernmutter integriert. Ihr wichtigstes Produkt stellen Gammasonden dar, die im Auftrag der ebenfalls börsennotierten World of Medicine AG gefertigt werden und hauptsächlich in der Radiologie (Krebsdiagnostik und -therapie) Verwendung finden.

### *Packaging-Spezialist*

Doch die umsatzmäßig größte Einheit des Konzerns stellt inzwischen die Dresdner Microelectronic Packaging Dresden GmbH (MPD) dar. Das im September 2005 erworbene Unternehmen ist seit über 30 Jahren als Spezialist für Aufbau- und Verbindungstechnik (engl. Packaging) aktiv. Im Auftrag und nach spezifischer Vorgabe der Kunden werden dabei aus Halbleiterchips und Sensoren elektronische Komponenten, Module und Systeme zusammengesetzt, die an-

schließlich in die Produkte der Abnehmer einfließen. Die mit Reinräumen höchster Stufe ausgestattete Produktionsstätte in Dresden ermöglicht Serien von wenigen Exemplaren bis zu mehreren Millionen Stück und damit auch die Belieferung von Massenproduzenten, beispielsweise aus der Automobilbranche. Gerade, um solche Großserien noch rascher und reibungsloser abwickeln zu können, wurde im April 2007 der Bau einer neuen Fabrik am Standort Dresden fertig gestellt und damit die verfügbare Reinraumfläche beinahe verdoppelt. Weitere Packaging-Kapazitäten bestehen darüber hinaus bei der bereits im Jahr 2000 akquirierten Lewicki microelectronic GmbH. Deren geschäftlicher Schwerpunkt liegt auf der Herstellung von kundenindividuellen Hybridschaltungen, die u.a. in der Sicherheitstechnik sowie in der zivilen und militärischen Luftfahrt (z.B. die Mars Express Mission der ESA) eingesetzt werden.

Name	Sitz	Anteil
Lewicki microelectronic GmbH	Oberdischingen	100%
Microelectronic Packaging Dresden GmbH	Dresden	100%
Pacific Silicon Sensor Inc.	Westlake Village, USA	100%
Silicon Micro Sensors GmbH	Dresden	85%
Silicon Projects GmbH	Berlin	100%

*Konsolidierungskreis des Silicon Sensor Konzerns; Quelle: Silicon Sensor*

### Sensorprodukte

Als dritter Tätigkeitsschwerpunkt und Erweiterung des eigenen Angebotsspektrums entlang der Wertschöpfungskette wurde in den letzten zwei Jahren die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von sensorbasierten Endprodukten etabliert. Federführend ist hierbei die Ende 2006 gemeinsam mit einem ehemaligen Geschäftsführer der MPD gegründete Silicon Micro Sensors GmbH. Bislang umfasst das Sortiment hauptsächlich Drucksensoren für die Automobilindustrie und Kamerasysteme für Fahrzeuge sowie für den Bereich der Sicherheitstechnik. Der wichtigste bisherige Erfolg der neuen Tochter, die in beiden Jahren ihrer Konzernzugehörigkeit einen positiven Beitrag zum Gruppenergebnis leisten konnte, war die Gewinnung eines Auftrags im Volumen von 30 Mio. Euro zur Lieferung von Drucksensoren an einen namhaften Automobilzulieferer. Nach längerer Vorbereitungsphase hat die Auslieferung inzwischen begonnen, doch krisenbedingt liegen die konkreten Abrufzahlen noch hinter der ursprünglichen Planung.

### Weitere Beteiligungen

Schließlich gehört mit der Pacific Silicon Sensor Inc. (PSS) eine nordamerikanische Gesellschaft zum Konzernverbund, die in erster Linie den Vertrieb in den USA und in Asien verantwortet. In geringerem Umfang entwickelt und produziert der kalifornische Ableger aber auch kundenindividuelle Sensorlösungen für die amerikanischen Abnehmer. Mit einem Jahresumsatz von 1,7 Mio. US-Dollar spielt die Gesellschaft allerdings trotz der in den letzten Jahren intensivierten

Bemühungen um den Ausbau der Aktivitäten in Nordamerika und China derzeit noch eine untergeordnete Rolle.

## Markt und Strategie

### *Rapides Marktwachstum und zahlreiche neue Anwendungsfelder*

Der Markt für Sensortechnik hat sich in den vergangenen Jahren durch eine außergewöhnliche Wachstumsdynamik ausgezeichnet. Die wichtigste Triebfeder ist dabei die kontinuierliche Zunahme der Einsatzfelder von Sensoren; so werden neben den heutigen Haupteinsatzfeldern in der Produktionssteuerung und in der Qualitätskontrolle laufend zahlreiche neue Anwendungsgebiete wie Terrorabwehr oder Klimabeobachtung erschlossen. Vor allem aber gilt der Automobilbau, wo sensorbasierte Ausstattungsmerkmale wie Abstandsmessung, Reifendrucküberwachung oder Warnsysteme bei unabsichtlichen Spurwechseln inzwischen eine immer weitere Verbreitung finden, als ein zunehmend wichtiger werdender Abnehmer. Letztendlich lässt sich feststellen, dass überall dort, wo Produkte mit intelligenten Funktionen ausgerüstet werden sollen, Sensoren benötigt werden, um die Signale von der Außenwelt aufzunehmen und zu verarbeiten. So wurden allein im weltweiten Automobilbau im Jahr 2006 Sensoren für 10,1 Mrd. US-Dollar verarbeitet, 2007 sollen es Schätzungen von Strategy Analytics zufolge bereits 11,2 Mrd. US-Dollar gewesen sein. Und angesichts der stetig zunehmenden Zahl der Anwendungsfelder im PKW (Sicherheit, Leistungssteigerung, Komfort, Umweltschutz etc.) wird bis 2013 ein weiterer Anstieg auf 17,1 Mrd. US-Dollar prognostiziert.

### *Ausgeprägte Konjunkturabhängigkeit*

Allerdings sind diese Schätzungen bereits älteren Datums, ob sie angesichts der aktuellen Wirtschaftskrise noch valide sind, ist daher eher fraglich. Galt der Sensorikmarkt dank der Verflechtungen mit vielen unterschiedlichen Branchen früher noch als relativ stabil, brachten die massiven weltweiten Einbrüche in den wichtigsten Abnehmersektoren Automobil, Maschinenbau und Industrieautomatisierung dieses Mal kräftige Erlöseinbußen mit sich. So erreichte der Branchenumsatz im letzten Jahr in Deutschland und der Schweiz zwar noch ein Wachstum von 3,3 Prozent, das zweite Halbjahr lag aber bereits unter dem Vorjahreswert. Für das erste Quartal 2009 zeigt eine aktuelle Umfrage des AMA Fachverbandes für Sensorik einen 11-prozentigen Umsatzeinbruch (gegenüber Vorquartal), sodass die Brancheneinnahmen in Summe innerhalb von nur sechs Monaten um rund ein Fünftel abgenommen haben.

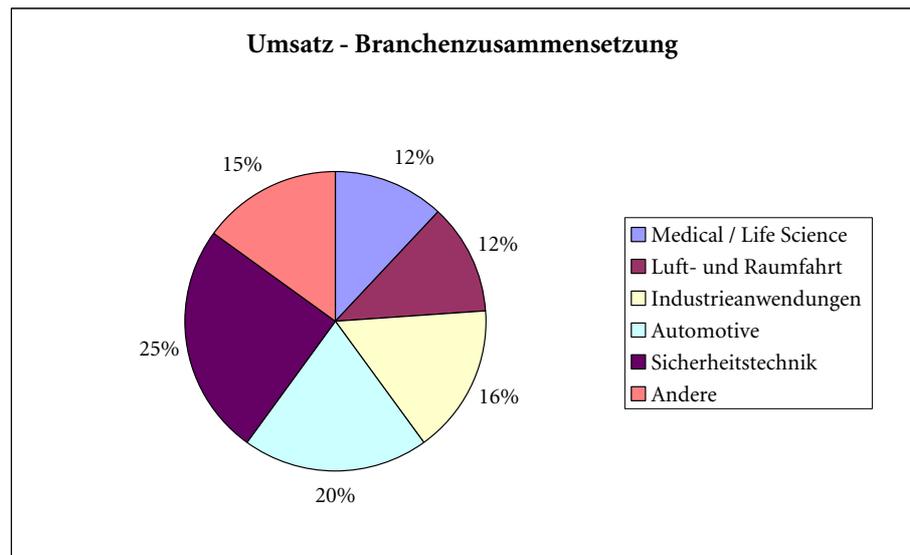
### *Konzentration auf lukrative Nischen*

Die erhöhte Konjunkturabhängigkeit ist nicht zuletzt der inzwischen gestiegenen volkswirtschaftlichen Bedeutung der Sensorbranche geschuldet. Durch die zunehmende Verbreitung der Produkte in ungezählten Anwendungsgebieten handelt es sich inzwischen um einen Multimilliardenmarkt. Der größte Teil hiervon entfällt allerdings auf niedrigmargige Massenprodukte, mit denen weltweit rund

45 Mrd. US-Dollar umgesetzt werden. Auf höherwertigere, kundenindividuell optimierte Lösungen entfallen demgegenüber rund 15 Mrd. US-Dollar, während das High-End-Segment mit den individuell konzipierten, entwickelten und hergestellten Sensoren für höchste Anforderungen lediglich 100 Mio. US-Dollar schwer ist (Quelle: Silicon Sensor). In diesem Bereich, in dem die Berliner ihr Stammgeschäft haben, sind allerdings auch die höchsten Margen zu erwirtschaften. Die Kunden profitieren hier von einer an ihre spezifischen Anforderungen angepassten Funktionalität und damit auch einer wesentlich höheren Zuverlässigkeit. Für den Berliner Konzern hingegen ergibt sich daraus der Vorteil einer geringeren Preissensibilität auf Seiten der Abnehmer sowie einer erhöhten Kundenbindung. Denn dank der passgenauen Lösungen, bei denen es sich vielfach um zentrale Komponenten im Fertigungsprozess des Auftraggebers handelt, erlangt Silicon Sensor nicht selten eine Schlüsselposition innerhalb der Lieferkette, wodurch die Substituierbarkeit der Produkte stark eingeschränkt wird.

**Ausgewogene Kundenstruktur**

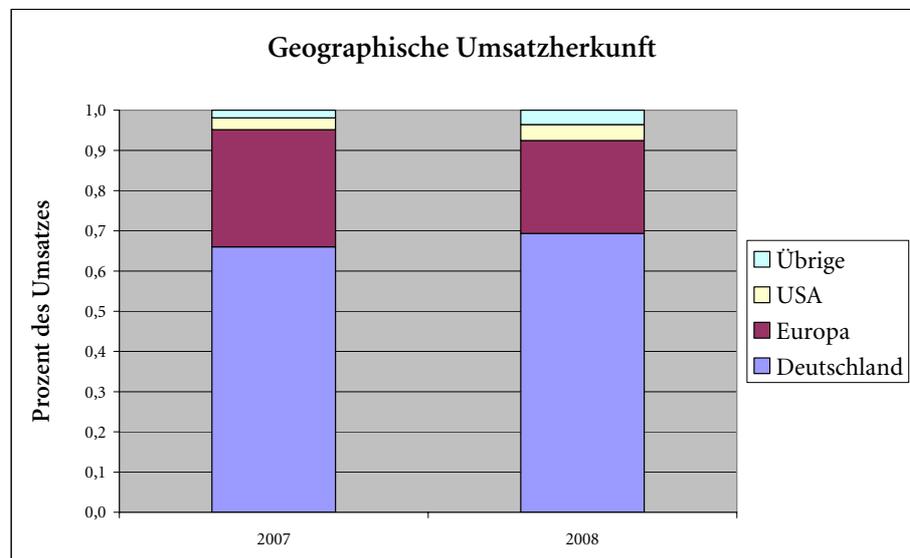
Aufgrund der Konzentration auf kundenindividuelle Lösungen sieht sich die Gruppe weniger als ein Hersteller von High-Tech-Komponenten, sondern vielmehr als ein technologisch orientierter Dienstleister. Da dabei keine auf die Bedürfnisse einzelner Branchen zugeschnittenen Standardlösungen erstellt, sondern eben kundenindividuelle Produkte entwickelt werden, ist auch die Zusammensetzung der Kundenkartei sehr ausdifferenziert (siehe Grafik). Den größten Anteil hat die Sicherheitstechnik, während der in den letzten Jahren forcierter Automotive-Bereich zuletzt für rund 20 Prozent der Einnahmen stand. Angesichts der tiefen Branchenkrise, die auch bei einigen Silicon Sensor-Kunden existenzielle Ausmaße angenommen hat, ist allerdings damit zu rechnen, dass die Bedeutung des Sektors in den nächsten Quartalen wieder abnehmen wird.



Quelle: Silicon Sensor International AG

**Rückbesinnung auf Kernkompetenzen**

Der Einbruch im Automobilssektor und die hieraus resultierenden Auftragsverschiebungen und -stornierungen insbesondere bei der auf die Herstellung von hohen Stückzahlen spezialisierten Dresdner Tochter MPD haben die Risiken des in den letzten Jahren forcierten Einstiegs in das Großseriengeschäft klar zutage treten lassen. Anders als im bisherigen Kerngeschäft, in dem oftmals bereits die Entwicklungsarbeit vom Kunden als Teil der Lösungserstellung mitgetragen wurde, erfordert das Großseriengeschäft langwierige und kostspielige Vorleistungen, den Aufbau von entsprechenden Kapazitäten und aufwendige Zertifizierungs- und Prüfmaßnahmen. Gleichzeitig hängt das anschließende Vermarktungsergebnis vom Vertriebsfolg der Endprodukte ab, ein Aspekt, der von Silicon Sensor nicht mehr eingeständig gesteuert werden kann. Diese Erfahrung wurde auch im Fall der von Infineon vor drei Jahren bestellten 20 Mio. Silizium-Mikrofonen gemacht, mit denen sich der Münchener Konzern am Markt nicht durchsetzen konnte und deren Abrufzahlen deswegen nur bei einem Bruchteil des vereinbarten Volumens geblieben sind. Alles in allem bewertet das Management daher die Chancen der Erweiterung des Geschäftskonzepts auf Standardlösungen nun kritischer, was nicht zuletzt in einer zum letzten Bilanzstichtag vorgenommenen Abschreibung des bilanziellen Unternehmenswertes von MPD zum Ausdruck kam. Auch betont das Unternehmen im aktuellen Geschäftsbericht die Konzentration auf die bisherige Kernkompetenz, die Entwicklung von kundenindividuellen Sensorlösungen, währenddessen der Aufbau des Großseriengeschäfts nun etwas langsamer vonstatten gehen dürfte.



Quelle: Silicon Sensor International

**Expansionspotenzial in Amerika und Asien**

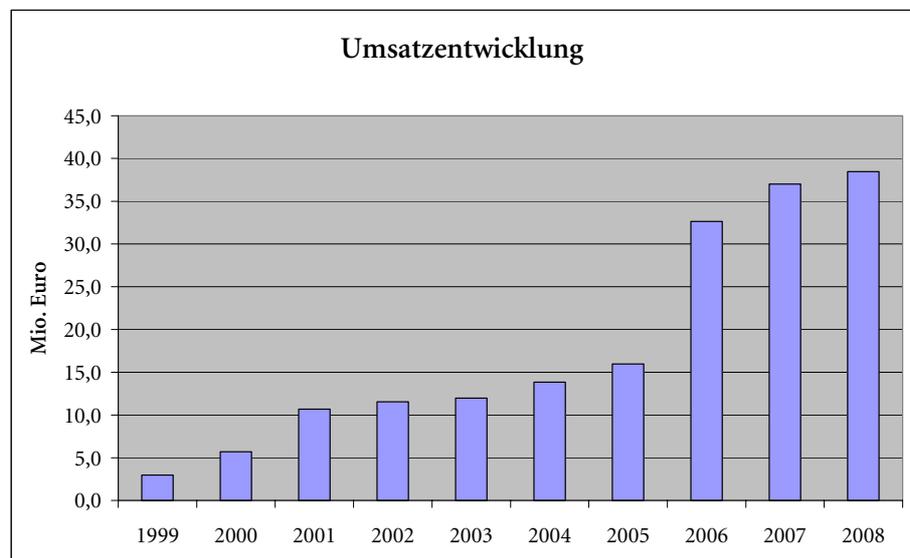
Unverändert als eine zentrale strategische Stoßrichtung gilt demgegenüber nach wie vor die Expansion ins Ausland, vor allem nach Nordamerika und Asien. Auch wenn der Beitrag des amerikanischen Marktes im letzten Jahr trotz einer

deutlichen Steigerung mit 4 Prozent noch sehr gering (siehe voran stehende Grafik) und im ersten Quartal krisenbedingt sogar rückläufig war (allerdings bei einem weiterhin positiven Ergebnis), setzt Silicon Sensor weiterhin konsequent auf diese Karte. Bedenkt man, dass zuletzt immer noch knapp 70 Prozent der Einnahmen im Inland und weitere 23 Prozent in Europa erwirtschaftet wurden, ist das Wachstumspotenzial in Übersee beträchtlich. Um dieses zu aktivieren, soll die kalifornische Tochter nun stärker als zentrale amerikanische Vertriebs-einheit für den gesamten Konzern ausgerichtet werden und insbesondere die Vermarktung von Drucksensoren und Kamerasystemen von der SMS übernehmen. In Asien arbeitet Silicon Sensor zudem verstärkt mit lokalen Vertriebspartnern.

## Geschäftsentwicklung

### Ein Jahrzehnt Umsatz-wachstum

Als börsennotiertes Unternehmen kann Silicon Sensor auf eine volle Dekade ununterbrochenen Wachstums zurückblicken. Selbst im letzten Jahr, in dem die Produktion am Standort Berlin im Zuge eines Fabrikumzugs für mehrere Wochen stillstand und in dem die Wirtschaftskrise bereits deutliche Spuren hinterließ, stiegen die Erlöse erneut um 3,9 Prozent auf 38,5 Mio. Euro. Insgesamt konnten die Berliner in den letzten zehn Jahren die Einnahmen mehr als verzehnfachen, wobei dazu auch mehrere Übernahmen wie die von Lewicki microe-tronic im Jahr 2000 oder von MPD vor vier Jahren beigetragen haben.



Quelle: Silicon Sensor International AG

### Hohe operative Profitabili-tät

Gleichzeitig hat Silicon Sensor seit 2001 positive Ergebnisse erwirtschaftet, die EBIT-Marge lag 2007 bei fast 17 Prozent. Erst im letzten Jahr musste erstmalig

wieder ein Verlust ausgewiesen werden, der aber fast ausschließlich durch nicht liquiditätswirksame Abschreibungen bedingt war. Diese beliefen sich im vierten Quartal auf ca. 16 Mio. Euro und betrafen hauptsächlich den Firmenwert der Dresdner Tochter MPD (9,3 Mio. Euro) sowie deren aktivierte Entwicklungsleistungen (rund 5 Mio. Euro). Sie spiegeln die reduzierten Wachstumserwartungen hinsichtlich des sächsischen Ablegers wider, die sich aus den zahlreichen Auftragsstornierungen ergeben haben. Bereinigt um diese Effekte hat Silicon Sensor auch letztes Jahr trotz der Belastungen im Zusammenhang mit dem Umzug profitabel gearbeitet, das EBITDA lag dementsprechend bei 6,7 Mio. Euro oder 17,5 Prozent des Umsatzes. Das bereinigte EBIT gibt das Unternehmen mit rund 5 Mio. Euro an, womit die Marge bei 13 Prozent gelegen hätte.

Geschäftszahlen	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatz	13,8	16,0	32,6	37,0	38,5
EBIT	2,1	2,0	5,2	6,2	-10,9
EBIT-Marge	15,1%	12,5%	15,9%	16,8%	-28,5%
Jahresüberschuss	1,4	1,3	3,0	3,8	-11,3
Nettomarge	9,9%	8,4%	9,2%	10,4%	-29,3%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### Spürbare Krisenauswirkungen

Separat betrachtet hat allerdings das vierte Quartal auch operativ einen Verlust und einen Umsatzrückgang gebracht. Beim Erlös setzte sich der Trend in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres sogar verstärkt fort, zwischen Januar und März wurden 6,9 Mio. Euro umgesetzt, fast ein Drittel weniger als im Vorjahr. Dementsprechend gingen auch die Ergebniskennzahlen im Vorjahresvergleich zurück, der Periodenüberschuss reduzierte sich sogar um über 90 Prozent auf nur noch 0,06 Mio. Euro. Angesichts der äußerst widrigen Rahmenbedingungen mit verschobenen bzw. gar stornierten Aufträgen ist es allerdings noch als ein Erfolg zu werten, dass überhaupt ein positives Ergebnis erwirtschaftet werden konnte.

Geschäftszahlen	Q1 2008	Q1 2009	Änderung
Umsatz	10,2	6,9	-31,8%
EBITDA	2,4	1,2	-51,7%
EBIT	1,7	0,3	-84,7%
Periodenergebnis	1,05	0,06	-94,3%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### Solide Reserven

Für das Gesamtjahr rechnet der Vorstand ebenfalls damit, trotz der tiefen Krise zumindest operativ ein positives Ergebnis erreichen zu können. Hierzu wurde bereits zu Jahresanfang ein Maßnahmenpaket beschlossen, das u.a. Kurzarbeit und inzwischen auch betriebsbedingte Kündigungen (vor allem bei der MPD in Dresden) umfasst. Gleichzeitig haben die Berliner eine Kapitalerhöhung durch-

geführt, in deren Rahmen rund 0,5 Mio. neue Aktien platziert wurden und die dem Unternehmen frische Mittel im Volumen von 2,5 Mio. Euro bescherte. Dadurch hat sich der Finanzmittelbestand zum Ende des ersten Quartals trotz eines negativen operativen Cashflows und trotz weiterer Investitionen um 0,9 Mio. Euro auf über 5 Mio. Euro erhöht. Auch die Eigenkapitalquote beläuft sich infolgedessen auf immer noch 47 Prozent, absolut entspricht das Eigenkapital in etwa der aktuellen Marktkapitalisierung. Dass dies offenbar als ausreichend eingestuft wird, um nicht nur die aktuelle Krise zu überstehen, sondern auch, um künftig wieder auf den Wachstumspfad zurückzukehren, verdeutlichen die verstärkten Engagements institutioneller Investoren, von denen zwei im März die meldepflichtige Grenze von jeweils 10 Prozent überschritten haben.

## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von Silicon Sensor ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,2 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,3 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation der Silicon Sensor-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Als einen wichtigen Aspekt sehen wir in diesem Zusammenhang die hohe Innovationsdynamik der Branche, die für ein Unternehmen dieser Größe eine große Herausforderung darstellt. Insbesondere steigt dadurch das Risiko technologischer Rückschläge, die sich angesichts der exponierten Bedeutung des Entwicklungsbudgets spürbar auf die Ertragssituation auswirken können. Darüber hinaus haben gerade die vergangenen 12 Monate verdeutlicht, welche zusätzlichen Risiken mit dem Einstieg in das Großseriengeschäft verbunden sind. War die Gruppe früher nahezu ausschließlich als ein hochspezialisierter Nischenanbieter positioniert, bedingt die Erweiterung des Geschäftsmodells nun eine deutlich stärkere Abhängigkeit von konjunkturellen Zyklen. In Summe halten wir deswegen einen Risikozuschlag für gerechtfertigt, den wir mit einem Betafaktor von 1,3 in unser Bewertungsmodell einfließen lassen. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 10,2 Prozent.

### *Unternehmensprognose*

Zeitgleich mit der Bekanntgabe der vorläufigen Geschäftszahlen für 2008 im Februar hat der Vorstand eine breite Prognosespanne für 2009 veröffentlicht, die von einem in etwa 17-prozentigen Umsatzrückgang auf 32 Mio. Euro bis zu

einer in Übereinstimmung mit den bisherigen Planungen liegenden Erlössteigerung auf 43 Mio. Euro (+11 Prozent) reicht. Die damit korrespondierende EBIT-Spanne erstreckte sich zwischen 1 und 6 Mio. Euro. Nach dem ersten Quartal hat sich die Tendenz nun stark in Richtung der unteren, seinerzeit als Worst-Case-Szenario bezeichneten, Werte verschoben. Auch der zuletzt auf 12,5 Mio. Euro geschrumpfte Auftragsbestand (nach 20,7 Mio. im Vorjahr) deutet darauf hin, dass dieses Jahr weiterhin außerordentlich schwierig sein wird. Nichtsdestotrotz rechnet das Management – und verweist in diesem Zusammenhang auf das zuletzt wieder erwachende Kundeninteresse insbesondere an neuen Entwicklungsprojekten – mit einer Belebung ab dem dritten Quartal. Mittelfristig will der Konzern wieder mit ca. 15 Prozent p.a. wachsen und 2015 die Umsatzgrenze von 100 Mio. Euro erreichen. Basis für diese positive Mittelfristprognose stellen nicht zuletzt die sich nach Unternehmensangaben derzeit wieder belebenden Entwicklungsanfragen seitens potenzieller Kunden dar. Auch habe Silicon Sensor aktuell Angebote im Markt platziert, die im Erfolgsfall kumuliert bereits in drei Jahren für einen Umsatz in Höhe von 75 Mio. Euro sorgen könnten.

**Modellhafter Geschäftsverlauf**

Die zum Jahreswechsel sichtbar gewordenen kurzfristigen Krisenfolgen wie auch die deutlich schwerer wiegende Neubewertung der Zukunftspotenziale der Dresdner Tochter MPD haben wir bereits im Februar zum Anlass genommen, unser Bewertungsmodell auf modifizierte Annahmen zu stellen. Allerdings hat uns das Ausmaß des Rückgangs von Umsatz und Ergebnis im ersten Quartal tatsächlich noch überrascht. Besonders schwach haben sich zuletzt die Erlöse mit der Halbleiterindustrie entwickelt, aber auch die Verkäufe des in den Vorjahren lancierten elektronischen Zollstock gingen nach Unternehmensangaben um rund 90 Prozent zurück. Vor diesem Hintergrund haben wir aus Vorsichtsüberlegungen die für dieses Jahr unterstellten Werte nun weiter abgesenkt. Da wir aber für den Herbst von einer Belebung ausgehen und von den mittelfristigen Chancen des Berliner Sensorspezialisten nach wie vor überzeugt sind, bleiben die Schätzwerte für die Folgejahre weitgehend unverändert. Für 2010 haben wir sogar die angenommene Wachstumsrate erhöht, um damit den Basiseffekt der geringen diesjährigen Bezugsgröße zu berücksichtigen. Unsere Schätzreihe liegt dennoch deutlich unterhalb der Unternehmensplanung, für 2015 beträgt die Differenz beim Umsatz gut 30 Mio. Euro. In Summe ergeben unsere modifizierten Annahmen den folgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten 8 Jahre:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	30,0	36,0	42,5	48,9	55,7	62,9	69,9	76,1
Erlöswachstum		20,0%	18,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	9,0%
Nettorendite	0,0%	5,7%	9,0%	9,1%	8,9%	8,9%	8,6%	8,3%
Gewinn (Mio. Euro)	0,00	2,05	3,82	4,45	4,96	5,60	6,01	6,32
Gewinnwachstum			86%	16%	11%	13%	7%	5%

**Fairer Wert 13,15 Euro je  
Aktie**

Auf dieser Grundlage und unter Annahme eines sich ab 2017 anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2,0 Prozent sehen wir den fairen Unternehmenswert bei 58,1 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 13,15 Euro, wobei der Rückgang gegenüber dem Februarwert teilweise auch durch die inzwischen erhöhte Aktienzahl bedingt ist. Nichtsdestotrotz liegt unser Kursziel fast 150 Prozent über dem aktuellen Börsenwert.

**Fazit**

**Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“**

Die Silicon Sensor International AG gehört zu Europas führenden Anbietern von hochwertigen Sensoren und hat damit in den zehn Jahren der Börsenpräsenz eine beachtliche Wachstumsgeschichte geschrieben. Allerdings hat der seit 2005 verfolgte Einstieg in das Großseriengeschäft bislang noch nicht den erhofften Durchbruch erzielt, insbesondere die tiefe Krise der Automobilwirtschaft brachte schmerzhaftes Rückschläge, die sich letztes Jahr in hohen Firmenwertabschreibungen für die verantwortliche Tochtergesellschaft niederschlugen. Für die Zukunft will sich der Konzern nun auf die Bereiche Photosensoren, Drucksensoren und Kamerasysteme konzentrieren und dabei wieder stärker auf die kundenindividuelle Fertigung beschränken. Diese Rückbesinnung auf die alten Stärken haben wir entsprechend auch in unserem Bewertungsmodell nachvollzogen, das trotz der Korrekturen immer noch einen fairen Wert signalisiert, der rund 150 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Silicon Sensor verfügt nach wie vor über ein potenzialträchtiges Geschäftsmodell und über ausreichende Reserven, um das schwierige Krisenjahr zu überstehen. Mittelfristig sind wir von einer Rückkehr auf den Wachstumspfad überzeugt und bestätigen deswegen unsere Beurteilung mit „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](mailto: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 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 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
10.02.2009	5,10 Euro	Kaufen
27.11.2008	5,46 Euro	Kaufen
12.08.2008	7,34 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](http://www.market-maker.de)) erstellt.