

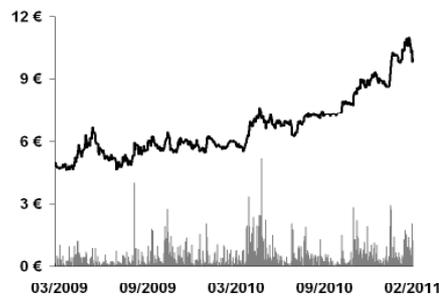
Akt. Kurs (28.02.2011, 10:47, Xetra): 10,06 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **11,00 (8,00) EUR**

**Branche:** Technologie (Halbleiter)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0007201907  
**Reuters:** SISG.DE  
**Bloomberg:** SIS:GR

## Kurzbeschreibung

Die Silicon Sensor International AG (SIS) entwickelt und produziert hochwertige optische Sensoren, MEMS Sensoren und kundenspezifische Hybridschaltungen für vielfältige Anwendungsbereiche.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	11,18	5,53
<b>Aktueller Kurs:</b>	10,06	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	6.625.899	
<b>Streubesitz:</b>	63,9 %	
<b>Marktkapitalis.:</b>	66,7 Mio. €	



## Anlagekriterien

### Vorläufige Geschäftszahlen 2010 über unseren Erwartungen

Silicon Sensor veröffentlichte in der letzten Woche vorläufige Geschäftszahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010. Diese lagen sowohl über der im November 2010 angehobenen Unternehmensprognose als auch über unseren eigenen Schätzungen.

Zuletzt ging Silicon Sensor selbst von einem Jahresumsatz von 42 Mio. Euro sowie einem operativen Ergebnis (EBIT) von über 3 Mio. Euro aus. Die jetzt berichteten Daten zeigen einen Umsatz von 45,2 Mio. Euro und ein EBIT von 3,5 Mio. Euro. In unserem letzten Update waren wir hier lediglich von 2,5 Mio. Euro ausgegangen.

Der Jahresüberschuss beträgt nach Angaben des Unternehmens mindestens 2,0 Mio. Euro, so dass der Gewinn je Aktie über 30 Cent erreichen sollte. Der Auftragsbestand liegt mit 21,2 Mio. Euro zwar leicht unter dem Niveau des dritten Quartals 2010 von 22,2 Mio. Euro. Gegenüber dem Vorjahreswert erhöhte sich der Orderbestand jedoch um beeindruckende 40 Prozent.

## Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	38,5	30,2	45,2	52,0
<i>bisher</i>	---	---	38,2	47,0
<b>EBIT</b>	-10,9	-1,1	3,5	6,5
<i>bisher</i>	---	---	2,5	6,9
<b>Jahresüb.</b>	-11,3	-1,7	2,2	4,5
<i>bisher</i>	---	---	1,0	4,0
<b>Erg./Aktie</b>	-2,90	-0,36	0,33	0,68
<i>bisher</i>	---	---	0,16	0,60
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,05	0,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	neg.	neg.	30,1	14,8
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,5%	2,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 21

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

Neben der Fixkostendegression aufgrund des deutlich ausgeweiteten Umsatzvolumens zeigen die vorläufigen Daten unseres Erachtens deutlich, dass die Investitionen in Produktion und Vertrieb, aber auch die Restrukturierungsmaßnahmen der letzten Jahre nun auf der Ergebnisseite Früchte tragen.

## Ausblick 2011 noch wenig konkret

Im Rahmen der vorläufigen Zahlen 2010 hat das Management lediglich einen qualitativen Ausblick für das angelaufene Geschäftsjahr 2011 vorgenommen. Demnach soll die Skalierbarkeit des Geschäfts in den kommenden Jahren weiter gesteigert und durch die Zusammenlegung von Produktionsprozessen und Zentralisierungen noch weiter ausgebaut werden.

Im Rahmen des Neun-Monats-Berichts hatte das Unternehmen darüber hinaus bereits ein durchschnittliches Wachstum in Höhe von 20 Prozent p.a. für die nächsten Jahre in Aussicht gestellt, wobei die Umsatzrendite spätestens ab 2012 über 10 Prozent betragen soll.

Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft mit Vorlage des Jahresabschlusses am 30.3. eine konkrete Guidance für 2011 geben wird, wobei diese wie im Vorjahr zunächst einen konservativen Charakter haben dürfte.

## Ausbau der Vertriebskraft durch Partnerschaft mit BFi OPTILAS

Mitte Februar hat Silicon Sensor einen weiteren Baustein für das zukünftige Wachstum veröffentlicht. Die Gesellschaft konnte eine Vertriebspartnerschaft

mit BFi OPTiLAS vermelden, einem der führenden paneuropäischen Spezialdistributoren für elektronische und optoelektronische Komponenten. Bfi OPTiLAS fokussiert sich klar auf Nischenmärkte und -produkte und erzielte damit in 2010 einen Jahresumsatz von rund 100 Mio. Euro,.

BFi OPTiLAS wird in zahlreichen europäischen Ländern den Vertrieb von Silicon Sensor-Produkten übernehmen. Die Marktpräsenz der Gesellschaft erhöht sich dadurch deutlich. Wir gehen davon aus, dass diese Partnerschaft für Silicon Sensor ein erhebliches Umsatzpotenzial beinhaltet, auch wenn die Marge hier insgesamt etwas unterdurchschnittlich ausfallen sollte. Dafür halten wir aber die notwendigen Investitionen für diese Partnerschaft und damit auch das immanente Risiko für gering.

### **GSC-Schätzungen an vorläufige Daten angepasst**

Nach Vorlage der vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr haben wir unsere Gewinnschätzungen für 2010 sowie die Folgejahre überarbeitet. Wir gehen nun davon aus, dass Silicon Sensor in 2010 einen Jahresüberschuss von 2,2 Mio. Euro bzw. 0,33 Cent je Aktie erwirtschaftet hat. Wir liegen damit rund 10 Prozent über der Mindestprognose der Gesellschaft.

Für das laufende Geschäftsjahr heben wir unsere Umsatzschätzung von 47 auf 52 Mio. Euro an, was einem Plus von etwa 15 Prozent entspricht. Wir bleiben hier unter der Unternehmensprognose für die kommenden Jahre von durchschnittlich 20 Prozent Wachstum, was wir mit dem leicht rückläufigen Auftragsbestand vom dritten auf das vierten Quartal 2010 begründen.

Bei einem Umsatz von knapp 13 Mio. Euro sollte der Auftragseingang im Abschlussquartal 2010 bei rund 12 Mio. Euro gelegen haben. Sofern die Quartalszahlen zum 31.3. ein größeres Wachstum als bislang angenommen andeuten, würden wir entsprechend unsere Prognose nach oben anpassen.

Auf der Ergebnisseite waren wir zuletzt mit einer EBIT-Marge von 14,2 Prozent sehr optimistisch. Wir gehen nun davon aus, dass ausgehend von einer Marge von 7,5 Prozent diese in 2011 nun auf 12,2 Prozent gesteigert werden sollte. In Bezug auf das Finanzergebnis sowie die Steuerquote gehen wir hingegen von geringeren Belastungen aus

In absoluten Zahlen reduziert sich unsere Prognose für das operative Ergebnis dadurch leicht von 6,9 auf 6,5 Mio. Euro, während unsere Jahresüberschusschätzung von 4,0 auf 4,5 Mio. Euro steigt. Auf Basis des Gewinn je Aktie errechnet sich eine Erhöhung von 0,60 auf 0,68 Euro.

Für 2012 sehen unsere Änderungen ähnlich aus. Wir passen unsere EBIT-Margen-Schätzung von 16,0 auf 15,8 Prozent an. Aufgrund des besseren Finanzergebnisses sowie der tieferen Steuerquote erhöht sich unsere Gewinnschätzung von 5,3 auf 6,3 Mio. Euro bzw. von 0,80 auf 0,95 Euro je Aktie.

### **Bewertung und Fazit**

Einen hundertprozentig passenden börsennotierten Mitbewerber für die Silicon Sensor International AG gibt es unserer Meinung nach nicht. Deshalb stützen wir uns weiterhin auf eine Peer Group aus einer umfassenden Auswahl internationaler Unternehmen aus dem Bereich Halbleiter.

Aufgrund der gegenüber den meisten Vergleichsaktien geringeren Größe der Silicon Sensor International AG rechnen wir unverändert mit einem Größenabschlag von 10 Prozent. Auf Basis unserer Ergebnisschätzung für 2011 von 0,68 Euro je Silicon Sensor-Aktie und des um den vorgenannten Größenabschlag bereinigten Peer Group-KGV von 13,2 ergibt sich ein erstes Zwischenergebnis von rund 8,97 Euro je Aktie.

Zu beachten ist hierbei, dass die börsennotierte AUGUSTA Technologie, die ebenfalls eine Sensorik-Sparte besitzt und mit der Silicon Sensor vor einiger Zeit Kooperationsgespräche geführt hatte, derzeit mit einem KGV von lediglich knapp 11 für 2011 gehandelt wird. Auf dieses Niveau wird die Bewertung von Silicon Sensor nach unserer Schätzung erst in 2012 sinken.

Aus unserem DCF-Modell (normalisierter Durchschnitts-Cash Flow 5,9 Mio. €, Abzinsungszinssatz 7,32%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 12,96 Euro je Aktie.

Als Durchschnitt aus dem Peer Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich ein Wert von 10,96 Euro je Aktie.

Wir erhöhen unser Kursziel deshalb von 8,00 auf 11,00 Euro. Nach den deutlichen Kurszuwächsen der letzten Monate ist das weitere Kurspotenzial bei Silicon Sensor damit zunächst begrenzt. Wir halten daher an unserer Einstufung der Aktie als gute Halteposition fest.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Silicon Sensor</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>38,5</b>	<b>96,5%</b>	<b>30,2</b>	<b>101,7%</b>	<b>45,2</b>	<b>97,8%</b>	<b>52,0</b>	<b>97,2%</b>	<b>58,0</b>	<b>97,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-21,6%		49,7%		15,0%		11,5%	
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	1,4	3,5%	-0,5	-1,7%	1,0	2,2%	1,5	2,8%	1,5	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			-135,7%		-300,0%		50,0%		0,0%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>39,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>29,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>46,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>53,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>59,5</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-25,6%		55,6%		15,8%		11,2%	
Materialaufwand	12,7	31,8%	11,5	38,6%	17,3	37,4%	19,4	36,2%	20,9	35,2%
Veränderung zum Vorjahr			-9,8%		50,8%		12,1%		8,1%	
Personalaufwand	14,7	36,8%	11,9	40,0%	16,5	35,8%	18,2	34,0%	19,3	32,5%
Veränderung zum Vorjahr			-19,3%		39,4%		10,0%		6,3%	
Sonstiges Ergebnis	-5,7	-14,3%	-4,3	-14,3%	-5,3	-11,5%	-5,8	-10,8%	-6,2	-10,4%
Veränderung zum Vorjahr			-25,3%		24,4%		9,4%		6,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>6,8</b>	<b>17,0%</b>	<b>2,1</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1</b>	<b>15,3%</b>	<b>10,1</b>	<b>19,0%</b>	<b>13,0</b>	<b>21,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-69,0%		235,5%		43,2%		28,3%	
Abschreibungen	17,7	44,4%	3,2	10,8%	3,6	7,8%	3,6	6,7%	3,6	6,1%
Veränderung zum Vorjahr			-81,9%		12,5%		0,0%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>-10,9</b>	<b>-27,3%</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,7%</b>	<b>3,5</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,5</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,4</b>	<b>15,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-90,0%		-419,7%		87,9%		43,9%	
Finanzergebnis	-0,6	-1,5%	-0,8	-2,7%	-0,8	-1,7%	-0,9	-1,7%	-1,0	-1,7%
Veränderung zum Vorjahr			-33,3%		0,0%		-12,5%		-11,1%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-11,5</b>	<b>-28,8%</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6,4%</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,6</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,4</b>	<b>14,1%</b>
Steuerquote	2,2%		10,6%		17,5%		20,0%		25,0%	
Ertragssteuern	-0,3	-0,6%	-0,2	-0,7%	0,5	1,0%	1,1	2,1%	2,1	3,5%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-11,3</b>	<b>-28,2%</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,7%</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,3</b>	<b>10,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-85,0%		-231,0%		104,1%		39,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0 <sup>^</sup>		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>-11,3</b>	<b>-28,3%</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,7%</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,3</b>	<b>10,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-85,0%		-231,0%		104,1%		39,9%	
Anzahl der Aktien	3,896		4,661		6,626		6,626		6,626	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>-2,90</b>		<b>-0,36</b>		<b>0,33</b>		<b>0,68</b>		<b>0,95</b>	

## **Aktionärsstruktur**

DAH Beteiligungs GmbH (Daniel Hopp)	29,90%
Upolu Holding, British Virgin Islands	3,15%
Voit Foundation, Liechtenstein	3,03%
Streubesitz	63,92%

## **Termine**

30. März 2011	Veröffentlichung Konzern-Jahresfinanzbericht 2010
26. Mai 2011	Veröffentlichung Quartalsfinanzbericht 2011
9. Juni 2011	Hauptversammlung, Berlin
25. August 2011	Veröffentlichung Halbjahresfinanzbericht 2011
18. November 2011	Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2011

## **Kontaktadresse**

Silicon Sensor International AG  
Wilhelminenhofstr. 76/77  
D-12459 Berlin

E-Mail: [ir@silicon-sensor.de](mailto:ir@silicon-sensor.de)  
Internet: [www.silicon-sensor.de](http://www.silicon-sensor.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Dr. Hans-Georg Giering

Tel.: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 710  
Fax: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 719  
Email: [giering@silicon-sensor.com](mailto:giering@silicon-sensor.com)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
28.09.2010	7,35 €	Halten	8,00 €
11.06.2010	6,80 €	Halten	7,60 €
05.03.2010	5,95 €	Halten	6,30 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,4%	58,3%
Halten	38,1%	41,7%
Verkaufen	15,5%	0,0%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Silicon Sensor International AG	1, 4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.