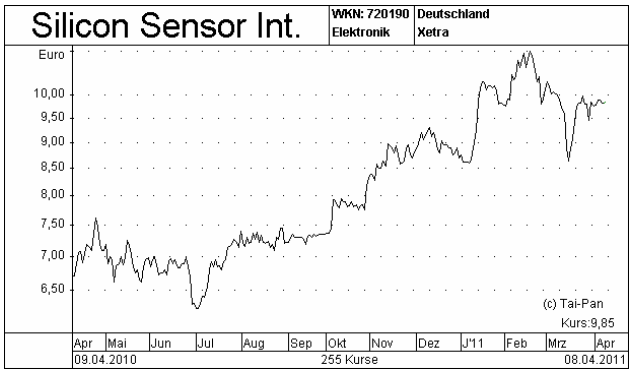
Silicon Sensor International AG

Kaufen *(unverändert)*

Kursziel **14,86 Euro**
Aktueller Kurs 9,81 Euro *(Xetra)*



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	10,26	11,18	11,18
Tief (Euro)	8,03	8,03	6,08
Performance	-2,1%	+14,9%	+41,3%
∅-Umsatz (Euro/Tag)	217.798	183.274	135.446

Stammdaten

ISIN / WKN	DE0007201907 / 720190
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.silicon-sensor.com
Ausstehende Aktien	6,63 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	65,0 Mio. Euro
Free Float	70,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Stärken und Chancen

- ***Neuer Umsatzrekord:*** Im letzen Geschäftsjahr hat der Berliner Sensorspezialist seinen Umsatz um fast 50 Prozent gesteigert und damit nur ein Jahr nach der tiefen Krise einen neuen Rekord markiert. Auch für 2011 ist mit einer dynamischen Erlössteigerung zu rechnen.

- ***Zweistellige Rendite als Ziel:*** Nachdem 2010 ergebnisseitig die Rückkehr in die Gewinnzone brachte, soll 2011 bereits eine zweistellige EBIT-Rendite erwirtschaftet werden. Mittelfristig peilen die Berliner wieder 15 Prozent an – ein Niveau, das bis 2007 regelmäßig erreicht oder übertroffen wurde.

- ***Aussichtsreiche Vertriebskooperation:*** Der Expansionskurs wird durch eine Kooperationsvereinbarung mit BFI OPTiLAS gestützt. Die Franzosen wollen die Silicon-Sensor-Produkte in elf europäischen Ländern in ihr Sortiment aufnehmen und damit deren Marktdurchdringung maßgeblich erhöhen.

Schwächen und Risiken

- ***Hoher Innovationsdruck:*** Die hohe Innovationsdynamik des Zielmarkts birgt ein erhöhtes Risiko von technischen Fehlschlägen.

- ***Lange Vorlaufzeiten:*** Die Fokussierung auf kundenindividuelle Lösungen bedingt lange Entwicklungszeiten und hohen Vorfinanzierungsbedarf.

Geschäftsjahr	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	30,2	45,2	55,0	63,3	CAGR Umsatz 09-12 (e)	27,9%
Umsatzwachstum	-21,5%	49,7%	21,6%	15,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-1,1	3,6	6,0	8,5	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-3,7%	8,0%	10,9%	13,5%		
EpS	-0,24	0,34	0,63	0,82	Enterprise Value (Mio. Euro)	63,7
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,16	0,21	Buchwert (Mio. Euro)	37,9
KUV	2,15	1,44	1,18	1,03	EV / Umsatz 11 (e)	1,2
KGV	-	29,2	15,6	11,9	EV / EBIT 11 (e)	10,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,6%	2,1%	Kurs / Buchwert	1,7

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
+49 (0)89 447716-0 • kontakt@performaxx.de

Unternehmensprofil

Führender Sensorhersteller

Bei der Silicon Sensor International AG aus Berlin handelt es sich um einen der führenden Entwickler und Hersteller von hochwertigen kundenspezifischen Sensorlösungen. 1991 gegründet und seit 1999 börsennotiert, hat sich das Unternehmen zunächst auf optoelektronische Sensoren spezialisiert, mit denen sowohl sichtbares Licht und UV-Licht als auch Alpha-, Beta-, Gamma- und Röntgenstrahlung erkannt und gemessen werden können. Inzwischen sind die Berliner aber auch auf dem Gebiet der MEMS-Sensorik (Micro Electronic Mechanical Systems) aktiv und bieten hier insbesondere Produkte zur Erfassung von Druck, Neigungswinkel und Beschleunigung an. Darüber hinaus umfasst das Leistungsspektrum hochwertige Hybridschaltungen (bestehend aus digitalen und analogen Komponenten) sowie Lösungen aus dem Bereich der Aufbau- und Verbindungstechnik (engl. Packaging).

Sensorkomponenten

Mit dieser Aufstellung ist Silicon Sensor in der Lage, die gesamte Wertschöpfungskette abzudecken und – je nach Bedarf – entweder einzelne Sensorbauteile, Sensormodule oder sogar komplette Sensorsysteme zu entwickeln und zu vermarkten. Ob als Chips oder Wafer, als gehäuste Bauelemente, als Module auf Keramik oder Leiterplatte oder gar als vollständige Subkomponenten für seine Produkte – der Kunde kann sich aussuchen, welchen Teil der Wertschöpfung er von den Berlinern beziehen möchte. Dabei sind einzelne Unternehmen des Konzerns für die jeweiligen Wertschöpfungsstufen verantwortlich (vgl. Tabelle). So ist die Produktion der optischen Sensorbauteile bei der Konzernmutter angesiedelt, die hierfür erst vor drei Jahren einen Fabrikneubau in Berlin bezogen hat. MEMS-Bauteile liefert hingegen die seit einem Jahr zum Konzern gehörige First Sensor Technology (FST), ebenfalls aus Berlin. Diese wurde 1999 als eine Ausgründung der TU Berlin formiert und konnte sich seitdem als einer der führenden Anbieter von MEMS-Sensorik (es handelt sich hierbei um miniaturisierte mechanische Sensorsysteme, deren Komponenten im Mikrometerbereich liegen) etablieren. Zum ihrem Angebotsspektrum zählen hauptsächlich Drucksensoren sowie Neigungs- und Beschleunigungssensoren.

Name	Sitz	Anteil	Schwerpunkt
Silicon Sensor Internat. AG	Berlin	100%	Optosensoren, Gammasonden
Lewicki microelectronic GmbH	Oberdischingen	100%	Packaging, Hybridschaltungen
MPD GmbH	Dresden	100%	Packaging
Pacific Silicon Sensor Inc.	Westlake Village, USA	100%	Vertrieb, Packaging
Silicon Micro Sensors GmbH	Dresden	85%	Sensorprodukte und -systeme
Silicon Projects GmbH	Berlin	100%	IT (intern)
First Sensor Technology GmbH	Berlin	100%	MEMS-Sensoren
Vereta GmbH	Einbeck	25%	Sensorprodukte (Feinstaub)

Unternehmen des Silicon Sensor Konzerns; Quelle: Unternehmen

Flexible Packaging-Kapazitäten

Die Weiterverarbeitung der Sensorkomponenten zu Modulen übernimmt insbesondere die Dresdner Tochter Microelectronic Packaging Dresden GmbH (MPD), die seit über 30 Jahren als Spezialist für Aufbau- und Verbindungstechnik aktiv ist und seit September 2005 zum Konzern gehört. Im Auftrag und nach spezifischer Vorgabe der Kunden setzt sie aus Halbleiterchips und Sensoren elektronische Komponenten und Module zusammen, die anschließend 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. Weitere Packaging-Kapazitäten bestehen darüber hinaus bei der bereits im Jahr 2000 akquirierten Lewicki microelectronic GmbH sowie bei der Pacific Silicon Sensor Inc. (PSS), die neben ihrem Haupttätigkeitschwerpunkt, dem Amerika-Vertrieb, auch spezifische Modullösungen für den amerikanischen Markt entwickelt und vertreibt.

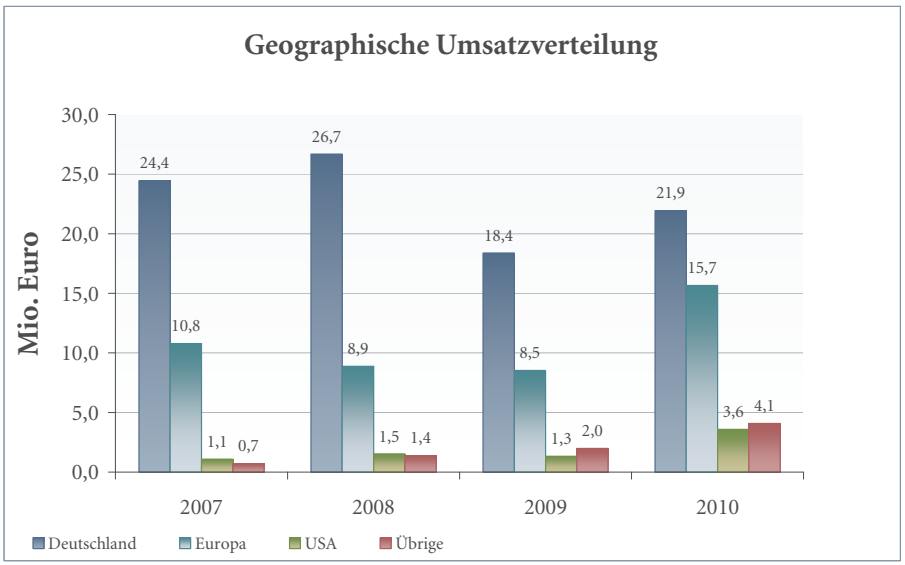
Sensorprodukte

Auch die dritte Stufe, die Entwicklung und Produktion von fertigen Endprodukten oder Sensorsystemen, die als komplette Bausätze an die Kunden geliefert werden, ist auf mehrere Konzerngesellschaften verteilt. Das älteste Produkt sind Gammasonden, die im Auftrag der ebenfalls börsennotierten World of Medicine AG entwickelt worden sind und die von der Konzernmutter hergestellt werden. Während hiervon im laufenden Jahr bereits die dritte Generation am Markt eingeführt werden soll, handelt es sich bei dem von der Minderheitsbeteiligung Vereta GmbH entwickelten mobilen Feinstaubmessgerät um eine Neuentwicklung, deren Vermarktung dieses Jahr starten soll. Die großen Erwartungen hinsichtlich dieses Produkts beruhen auf der 2013 einsetzenden gesetzlichen Regelung, nach der allein in Deutschland rund 11 Mio. private Haushalte alle drei Jahre eine Messung ihrer Feinstaubemissionen vornehmen lassen müssen. Weiter ist bereits die Dresdner Tochter Silicon Micro Sensors GmbH, die aktuell den Großteil des Produktgeschäfts des Konzerns verantwortet. Ihr Sortiment umfasst hauptsächlich Drucksensoren und Kamerasysteme für die Automobilindustrie.

Breite Kundenbasis

Durch die Flexibilität des Angebots und die kundenindividuelle Ausrichtung der Entwicklung rekrutieren sich die Kunden der Berliner aus einer Vielzahl von Branchen. Zu den Einsatzfeldern gehören beispielsweise die Fahrerassistenzsysteme in Fahrzeugen, elektronische Zollstöcke, Klimaanlagen, Gepäckkontrolle, die raumfahrtgestützte Erdvermessung, Maschinensteuerung, Überwachung der LKW-Maut sowie die Onkologie. Dementsprechend zählen Branchen wie die Automobilindustrie, die Medizin- und Umwelttechnik, der Werkzeugmaschinenbau und die Raumfahrt zu den Abnehmern. Die größte Einzelposition stellt derzeit der Fahrzeugbau dar, dessen Umsatzanteil Unternehmensangaben zufolge dieses oder nächstes Jahr die 30-Prozent-Grenze überschreiten könnte. Auch bezogen auf Einzelkunden ist die Umsatzherkunft relativ ausgewogen, der größte

Abnehmer sorgte im vergangenen Jahr für einen Umsatz von 4,8 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Anteil von 11 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Asien mit steigender Bedeutung

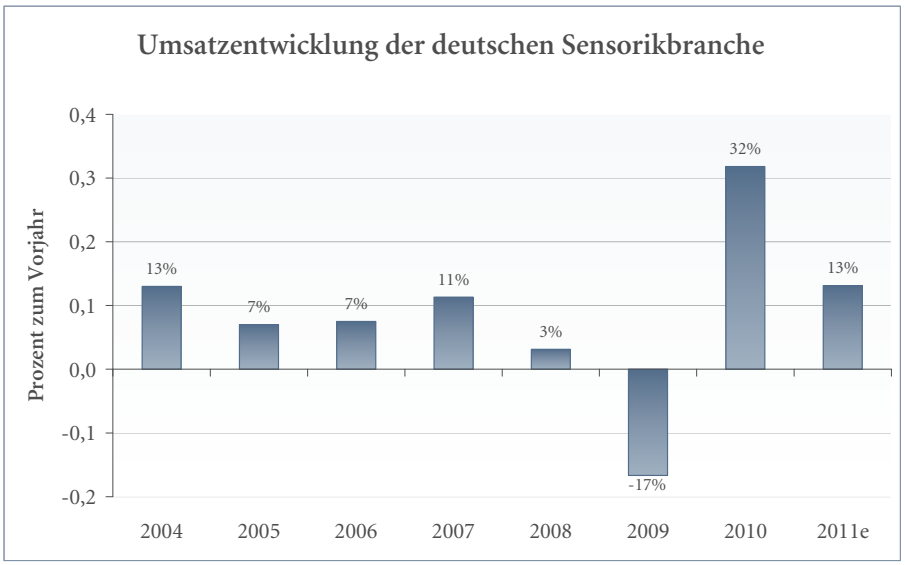
Demgegenüber wird die geographische Umsatzverteilung nach wie vor vom Inland dominiert, auf das letztes Jahr fast die Hälfte der Konzernerlöse entfiel. Verglichen mit dem Zustand vor vier Jahren, als dieser Anteil noch bei 66 Prozent lag, hat sich die Verteilung allerdings bereits etwas ausdifferenziert. So haben die Inlandsumsätze als einzige Region noch nicht das Vorkrisenniveau erreicht, während die drei anderen Segmente bereits neue Rekordwerte vermelden konnten. Besonders dynamisch haben sich in dem hier dargestellten Zeitraum die Verkäufe außerhalb von Europa und den USA entwickelt, wobei hierunter insbesondere die asiatischen Länder subsumiert werden. Von lediglich 0,7 Mio. Euro im Jahr 2007 sind die Erlöse hier kontinuierlich, auch während der Krisenjahre, gestiegen und machten 2010 mit 4,1 Mio. Euro bereits 9 Prozent des Konzernumsatzes aus.

Markt und Strategie

Neue Anwendungen treiben Sensornachfrage

Bedingt durch die stetig steigende Anzahl von Anwendungsgebieten für Sensoren aller Art gehört der globale Markt für Sensoren zu den wachstumsstärksten Sektoren der Wirtschaft. Nach Angaben des deutschen Branchenverbandes AMA Fachverband für Sensorik liegt das globale Marktvolumen je nach Schätzung und Abgrenzung zwischen 70 und 120 Mrd. US-Dollar, womit sich das Geschäft mit Sensoren innerhalb von einer Dekade verdoppelt hätte. Ein prägnantes Beispiel für die für dieses Wachstum verantwortlichen Antriebskräfte ist die Entwicklung

des Automobilsektors und dessen rasch steigenden Bedarfs an Messtechnik. Ob aufgrund der zunehmenden Anforderungen an die Sicherheit und die Umweltfreundlichkeit oder schlicht zur Erfüllung der immer höheren Komfortwünsche der Kundschaft – fast jede Innovation im Autosektor geht mit Nachfrage nach neuen Sensoren einher. So schätzen die Experten von Strategy Analytics, dass die Sensornachfrage der Automobilindustrie 2010 bei 11,3 Mrd. US-Dollar und damit um 15 Prozent höher als im Krisenjahr 2009 gelegen haben dürfte. Bis 2017 soll die Anzahl der weltweit jährlich in Autos verbauten Sensoren auf 4 Mrd. Stück zulegen, deren Wert sich dann auf 17,6 Mrd. US-Dollar belaufen würde.



Quelle: AMA Fachverband für Sensorik e.V.

Rasante Erholung

Auch in Deutschland gehört die Sensorikbranche, die mit ihrem letztjährigen Umsatz von ca. 35 Mrd. Euro (Quelle: AMA Fachverband für Sensorik e.V.) einen Großteil des Weltmarktes bestimmt, zu den dynamischsten Sektoren der Volkswirtschaft. Die jährlichen Zuwächse lagen vor der Krise zwischen 7 und 13 Prozent, die Zahl der Arbeitsplätze stieg in den zehn Jahren seit 1998 um 35 Prozent (verglichen mit -5 Prozent im Durchschnitt des verarbeitenden Gewerbes). Aufgrund der hohen Bedeutung von konjunktursensiblen Abnehmerbranchen bedingte der drastische wirtschaftliche Einbruch im Herbst 2008 einen massiven Rückgang der Aufträge und der Umsätze in der Sensorikbranche, der sich am Tiefpunkt der Bewegung, im zweiten Quartal 2009, auf -25 Prozent belief. Doch genauso dynamisch wie der Verfall vollzog sich auch die Erholung. Nach starken Zuwächsen seit der Jahresmitte 2009 brachte das letzte Jahr eine explosionsartige Aufwärtsbewegung mit einem Zuwachs um sage und schreibe 32 Prozent, womit der Branchenumsatz nach nur einjähriger Pause wieder einen Rekordwert markierte. Und aktuelle Umfragen legen eine Fortsetzung dieses

Kurses nahe, der AMA Fachverband für Sensorik geht für 2011 von einem weiteren Wachstum um 13 Prozent aus.

Fokussierung auf Hochpreissegment

Von dem Sensorik-Gesamtmarkt entfällt der größte Teil allerdings auf standardisierte Produkte, die sich ähnlich wie die Speicherchips durch niedrige Margen auszeichnen. Demgegenüber hat sich Silicon Sensor auf höherwertigere, kundenindividuell optimierte Lösungen bis zum High-End-Segment fokussiert, in dem die Entwicklungsexpertise eine entscheidende Rolle spielt. Dadurch, dass die Kunden hier von einer an ihre spezifischen Anforderungen angepassten Funktionalität und damit auch einer wesentlich höheren Zuverlässigkeit profitieren, lassen sich andererseits auch höhere Margen realisieren. Gleichzeitig aber erfordert dieses Konzept lange, oft mehrjährige, Vorlaufzeiten, die entsprechend vorfinanziert werden müssen. Da sich die Auftraggeber durch die individuelle Entwicklung in eine gewisse Abhängigkeit begeben, gehören nicht nur die Qualität und das entsprechende Renommee zu den zentralen Entscheidungskriterien, sondern auch die finanzielle Potenz, um etwaige Durststrecken zu überstehen. Mit einer Eigenkapitalquote von 56 Prozent und einer Barmittelreserve von 14,6 Mio. Euro (entspricht 21 Prozent der Bilanzsumme) kann Silicon Sensor auch solchen Anforderungen entsprechen, die in Kombination mit dem spezifischen Know-how und der Entwicklungskompetenz relativ hohe Hürden für potenzielle Konkurrenten darstellen.

Investitionen in Technologie

Naturgemäß erfordert die Positionierung abseits des Massenmarktes kontinuierlich hohe Aufwendungen in den Erhalt des technologischen Vorsprungs. Dies betrifft nicht nur interne oder kundenbezogene Entwicklungsprojekte, sondern auch die Akquisition von komplementären Technologien. Nachdem bereits letztes Jahr mit der Übernahme von FST und der Minderheitsbeteiligung an Vereta solche Schritte vollzogen wurden, stellt das Management weitere Zukäufe in Aussicht.

Stärkung des Vertriebs

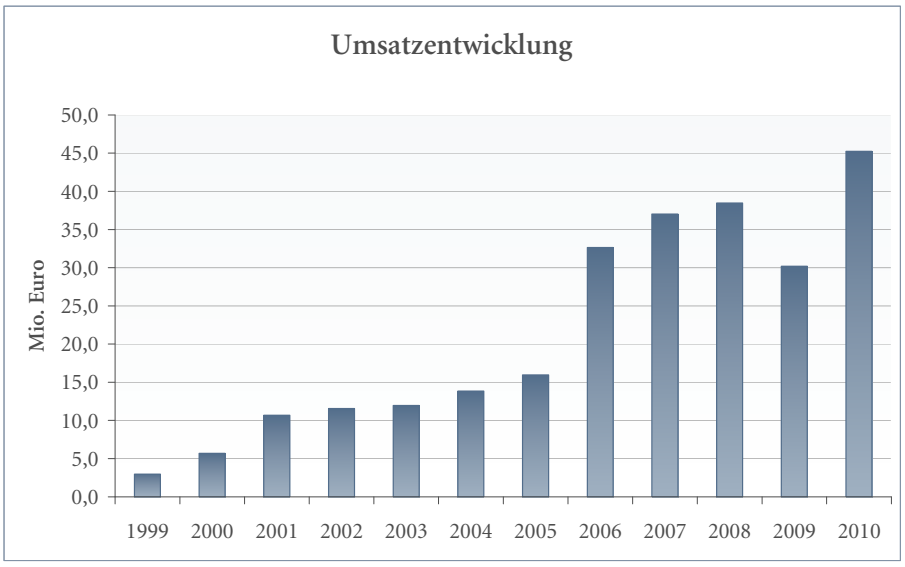
Als weitere Maßnahme zur Stärkung der eigenen Expansionskräfte hat Silicon Sensor 2009, also während der Krise, damit begonnen, den Vertrieb personell auszubauen. Speziell im Hinblick auf den wachstumsstarken asiatischen Wirtschaftsraum haben die Hauptstädter zudem im Januar 2010 eine Vertriebskooperation mit Quantum Semiconductor International aus Korea, einem führenden Anbieter von hochqualitativen kundenspezifischen Laserdioden, vereinbart. In deren Rahmen wollen die beiden Partner gegenseitig ihre Produkte vertreiben und gemeinsam neue Laser- und Fotodioden entwickeln. Erste Früchte dieser Zusammenarbeit wurden bereits letztes Jahr sichtbar, als gerade die Neuaufträge aus Asien für ein überproportionales Umsatzwachstum der Berichtsregion „Übrige Welt“ sorgten. Ein weiterer Abschluss solcher Art folgte Mitte Februar. Diesmal konnten die Berliner BFI OPTiLAS, den größten europäischen Spezialdistributor für optoelektronische Komponenten, als Partner vorstellen, der zukünftig

den Vertrieb der Silicon Sensor-Produkte in elf west- und nordeuropäischen Ländern übernehmen wird.

Geschäftsentwicklung

Wachstumstrend von Krise nur kurzfristig unterbrochen

Silicon Sensor gehört zu den wenigen Stars des ehemaligen Neuen Marktes, die ihr Wachstumsversprechen halten konnten. So haben die Berliner ihren Umsatz seit dem Börsengang im Jahr 1999 jedes Jahr gesteigert, in Summe dieser Dekade von knapp 3 Mio. Euro auf 38,5 Mio. Euro. Erst der Konjunkturabsturz infolge der Finanzkrise unterbrach die Expansion und brachte einen Umsatzrückgang um 21,5 Prozent. Doch wie das letzte Jahr eindrucksvoll gezeigt hat, handelte es sich dabei nur um eine vorübergehende Unterbrechung eines durch und durch intakten Trends. Mit einem Wachstum um 49,7 Prozent wurde nicht nur der vorangegangene Einbruch kompensiert, sondern klar ein neuer Umsatzrekord markiert, der mit 45,2 Mio. Euro um 17,5 Prozent über dem bisherigen Höchststand aus 2008 liegt. Dies gilt selbst nach Korrektur um den Konsolidierungseffekt aus der Übernahme von FST. Ohne diesen Zukauf hätte sich das Wachstum auf 39 Prozent belaufen und der Umsatz hätte mit 42 Mio. Euro ebenfalls einen neuen Rekord markiert.



Quelle: Silicon Sensor International AG

Turnaround vollzogen

Auch ergebnisseitig konnte 2010 die Krise überwunden werden. Hier lag der Tiefpunkt bereits im Jahresabschluss 2008, der in Antizipation der Krise durch hohe außerordentliche Abschreibungen auf Firmenwerte und aktivierte Entwicklungen belastet wurde. Dementsprechend brachte die Geschäftsperiode 2009 mit einem EBIT-Fehlbetrag von -1,1 Mio. Euro bereits einen signifikanten Fort-

schritt, wenn auch die Rückkehr in die Gewinnzone erst letztes Jahr vollzogen werden konnte. Dank der kräftigen Erlössteigerung konnte Silicon Sensor 2010 vor Steuern und Zinsen nach einer zweijährigen Pause wieder einen Überschuss ausweisen (3,6 Mio. Euro), auch das Periodenergebnis war mit 2,2, Mio. Euro wieder positiv.

Geschäftszahlen	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Umsatz	13,8	16,0	32,6	37,0	38,5	30,2	45,2
EBIT	2,1	2,0	5,2	6,2	-10,9	-1,1	3,6
EBIT-Marge	15,1%	12,5%	15,9%	16,8%	-28,5%	-3,7%	8,0%
Jahresüberschuss	1,4	1,3	3,0	3,8	-11,3	-1,6	2,2
Nettomarge	9,9%	8,4%	9,2%	10,4%	-29,3%	-5,3%	4,9%

Angaben in Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Margen noch unter Vorkrisen-Niveau

Anders als beim Umsatz konnten beim Ergebnis die Vorkrisen-Werte allerdings noch nicht wieder erreicht, geschweige denn übertroffen werden. So lag die letztjährige EBIT-Rendite trotz der deutlich höheren aktivierten Eigenleistungen bei 8 Prozent – etwa der Hälfte des Niveaus von 2006 und 2007. In ungefähr gleichem Verhältnis blieb auch die Nettomarge unterhalb der früheren Werte. Teilweise ist diese Diskrepanz dem etwas in Richtung weniger renditeträchtiger Produkte verschobenen Umsatzmix geschuldet, teilweise werden hier aber auch die Kosten des zwischenzeitlich aufgestockten Vertriebs sichtbar. Um die Profitabilität wieder in Richtung der alten Niveaus zu bewegen, soll der Reorganisationsprozess, der bereits 2009 eingeleitet wurde, konsequent weitergeführt werden. Zu den Maßnahmen mit dem größten Effizienzsteigerungspotenzial gehört die geplante Zusammenführung der Produktion von optischen und MEMS-Sensoren in der modernen Fabrik in Berlin-Oberschöneweide sowie die weitere Modernisierung des dortigen Maschinenparks. Für diese Zwecke sollen in den nächsten Jahren Rationalisierungs- und Erweiterungsinvestitionen in Höhe von 140 Prozent der Abschreibungen vorgenommen werden.

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 10,0 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,2 Prozent 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 hat sich das Geschäft der Sensorbranche im Verlauf der Krise als ausgesprochen konjunktursensitiv erwiesen. Ingesamt halten wir deswegen einen Betafaktor von 1,3 für angemessen, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,0 Prozent ergibt.

Prognose durch Auftragsbestand untermauert

Anlässlich der Vorlage des Geschäftsberichts 2010 hat das Management seine Prognose für das laufende Jahr aktualisiert und die schon früher kommunizierte Zielsetzung, bis 2015 ein Umsatzniveau von über 100 Mio. Euro erreichen zu wollen, bekräftigt. 2011 sollen die Erlöse zwischen 51 und 55 Mio. Euro liegen und damit um bis zu 22 Prozent über dem letztjährigen Stand. Angesichts eines Auftragsbestandes, der mit 21,8 Mio. Euro zum 31.12.2010 um 43 Prozent über dem Vorjahresniveau lag, erscheint diese Zielsetzung nicht unrealistisch. Dasselbe gilt für die angestrebte Erhöhung der EBIT-Marge auf mindestens 10 Prozent im laufenden Jahr. Ob hingegen die mittelfristig angepeilte Rückkehr zu der hohen Profitabilität der Vergangenheit (15 Prozent EBIT-Marge) gelingt, wird nicht nur vom Ergebnis der internen Effizienzsteigerungsmaßnahmen abhängen, sondern auch vom Markterfolg mehrerer Produktneueinführungen, die im Verlauf der nächsten zwei Jahre lanciert werden sollen. Dazu gehören unter anderem die neue Version der Gammasonde sowie das weltweit erste mobile Feinstaubmessgerät.

Umsatzschätzung angehoben

In Reaktion auf die zu diesem Zeitpunkt für uns überraschend starke Wachstumsdynamik haben auch wir unsere Schätzungen überarbeitet. Aufwärts korrigiert wurde dabei vor allem die Umsatzreihe. So liegt unserer Wertermittlung nun die Annahme zugrunde, dass Silicon Sensor dieses Jahr 55 Mio. Euro erlösen und diesen Wert bis 2017 auf knapp 108 Mio. Euro steigern wird. Unsere alte Schätzung ging demgegenüber von 49,6 Mio. Euro Umsatz in 2011 und einem Anstieg auf 95,9 Mio. Euro aus. Dass wir trotz dieser Anhebung noch unterhalb der unternehmensseitig angestrebten Erreichung der 100-Mio. Euro-Grenze in 2015 bleiben, ist auch der Tatsache geschuldet, dass die vom Management angekündigten Zukäufe noch keine Berücksichtigung in unserem Modell finden. Auf der Ergebnisseite sehen wir hingegen keinen größeren Anpassungsbedarf, weswegen unsere bisherigen Gewinnschätzungen, die wir bereits im Rahmen unseres letzten Updates modifiziert hatten, nun weitgehend unverändert geblieben sind. In Summe gehen wir für die nächsten acht Jahre somit von dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf aus:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse (Mio. Euro)	55,0	63,3	72,1	81,5	90,4	98,6	107,5	117,1
Erlöswachstum		15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Nettorendite	7,6%	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,5%
Gewinn (Mio. Euro)	**4,18**	**5,46**	**6,31**	**7,20**	**8,00**	**8,71**	**9,49**	**9,96**
Gewinnwachstum		30,8%	15,5%	14,1%	11,1%	8,9%	8,9%	5,0%

Fairer Wert jetzt 14,86 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen resultiert ein Ertragswert von 98,44 Mio. Euro bzw. 14,86 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir auf dieser Basis somit trotz der erfreulichen Entwicklung der Aktie immer noch ein Potenzial von rund 50 Prozent. Als „ewige" Ertragswachstumsrate im Anschluss an den detaillierten Prognosezeitraum haben wir dabei wie schon bisher 2 Prozent p.a. angenommen. Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter für den Diskontierungszins und das „ewige" Wachstum ergeben würden, zeigt die nachfolgende Tabelle.

		„ewiges" Wachstum				
		1,0 %	**1,5 %**	**2,0 %**	**2,5 %**	**3,0 %**
Diskontierungszins	**9,0%**	15,75 EUR	16,45 EUR	17,25 EUR	18,18 EUR	19,25 EUR
	9,5%	14,74 EUR	15,34 EUR	16,02 EUR	16,79 EUR	17,69 EUR
	10,0%	13,77 EUR	14,28 EUR	**14,86 EUR**	15,51 EUR	16,25 EUR
	10,5%	13,04 EUR	13,49 EUR	13,99 EUR	14,55 EUR	15,19 EUR
	11,0%	12,32 EUR	12,71 EUR	13,15 EUR	13,63 EUR	14,18 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen"

Als hätte es keine Krise gegeben, hat der Berliner Technologiekonzern im letzten Jahr sein Wachstum wieder fortgesetzt und den bisherigen Umsatzrekord von 2008 deutlich übertroffen. Der hohe Auftragsbestand, der anstehende Vertriebsstart neuer Produkte und der Abschluss zweier aussichtsreicher Vertriebskooperationen lassen erwarten, dass dieser Trend auch in Zukunft Bestand haben wird. Der Sensorspezialist selbst hat sich bis 2015 das Ziel einer Umsatzverdoppelung bei einer EBIT-Marge von 15 Prozent gesetzt – eine anspruchsvolle, aber keineswegs unrealistische Vorgabe. Da unser Bewertungsmodell schon auf Basis von Schätzungen, die teilweise deutlich unterhalb dieser unternehmensseitigen Guidance liegen, ein Kurspotenzial von ca. 50 Prozent signalisiert, bestätigen auch wir unser bisheriges Urteil und empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirke den Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.

2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.

3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.

4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.

5) Die Performaxx-Anegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief".

6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

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. 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
02.12.2010	**8,85 Euro**	**Kaufen**
03.09.2010	**7,22 Euro**	**Kaufen**
22.06.2010	**6,95 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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ 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.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinsten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrage-

schwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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 Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. 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 Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

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