

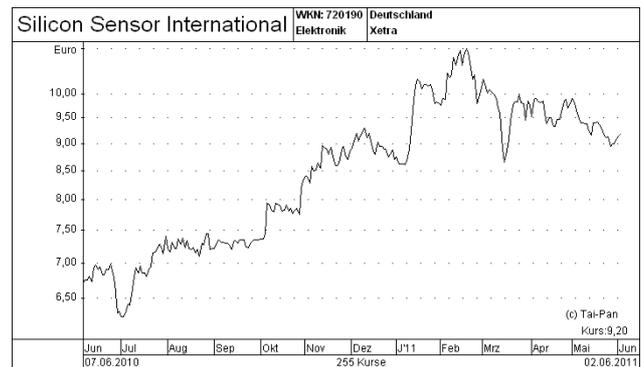
Silicon Sensor International AG

Zusammenfassung

- **Umsatz erneut gesteigert:** In den ersten drei Monaten 2011 erzielte Silicon Sensor einen Umsatz von 13,1 Mio. Euro und übertraf damit den Vorjahreswert um 47 Prozent. Das organische Wachstum dürfte sich dabei auf rund 30 Prozent belaufen haben.
- **Rückläufige operative Marge:** Das EBIT und das Nettoergebnis konnten dabei im Vorjahresvergleich überproportional gesteigert werden. Gegenüber dem zweiten Halbjahr 2010 musste allerdings ein Margenrückgang hingenommen werden, was neben den höheren F&E-Aufwendungen auch dem veränderten Umsatzmix geschuldet ist.
- **Hoher Auftragsbestand:** Per Ende März lagen die Bestellungen bei knapp 27 Mio. Euro und damit 70 Prozent über dem Vorjahreswert. Auch gegenüber dem Jahreswechsel konnte der Auftragsbestand damit um 24 Prozent erhöht werden. Für die kommenden Monate sind zudem weitere Produktions- und Vermarktungsstarts angekündigt.
- **Umfirmierung vorgeschlagen:** Um der breiteren Aufstellung auch im Unternehmensnamen zu entsprechen, hat der Vorstand vorgeschlagen, das Unternehmen in First Sensor AG umzubenennen. Die Hauptversammlung entscheidet am 9. Juni über den Vorschlag.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 15,85 Euro
Aktueller Kurs 9,19 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	9,869	10,11	11,18
Tief (Euro)	8,74	8,025	6,083
Performance	-6,2%	-8,2%	+31,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	98.016	173.536	127.389

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	60,9 Mio. Euro
Free Float	70,1 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	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)	59,8
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,16	0,21	Buchwert (Mio. Euro)	38,5
KUV	2,02	1,35	1,11	0,96	EV / Umsatz 11 (e)	1,1
KGV	-	27,4	14,6	11,1	EV / EBT 11 (e)	10,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	1,7%	2,2%	Kurs / Buchwert	1,6

Jüngste Geschäftsentwicklung

Starker Jahresauftakt

Nachdem der Berliner Sensorspezialist schon letztes Jahr mit einem dynamischen Wachstum und einem neuen Umsatzrekord überzeugen konnte, setzte sich der Aufwärtstrend auch im ersten Quartal der laufenden Finanzperiode fort: Mit einem Konzernumsatz von 13,1 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um 47,4 Prozent übertroffen. Der Zuwachs wird zwar durch die zum 1. April 2010 erfolgte Erstkonsolidierung der First Sensor Technology GmbH (FST) etwas überzeichnet, doch auch das rein organische Wachstum dürfte sich nach unseren Schätzungen auf rund 30 Prozent belaufen haben. Als Begründung für die beachtliche Dynamik nennt das Unternehmen sowohl gestiegene Abrufzahlen aus laufenden Kundenbeziehungen als auch den Start neuer Projekte.

Geschäftszahlen	Q1 2010	Q1 2011	Änderung
Umsatz	8,9	13,1	47,4%
EBITDA	1,3	1,7	36,8%
EBIT	0,5	0,9	78,4%
EBIT-Rendite	5,5%	6,7%	
Periodenergebnis	0,2	0,6	218,9%
Netto-Marge	2,1%	4,6%	

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Ergebnis durchwachsen

Noch stärker entwickelten sich im Vorjahresvergleich das EBIT und der Nettoüberschuss, die um 78 resp. 219 Prozent zulegten. Im Vergleich mit dem dritten und vierten Quartal des letzten Jahres war das EBIT hingegen trotz des höheren Umsatzes rückläufig, weswegen die EBIT- und die Nettomarge unter den jeweiligen Durchschnittswerten des Geschäftsjahres 2010 blieben (8 bzw. 4,9 Prozent). Eine wichtige Ursache liegt in den F&E-Aufwendungen, die im ersten Quartal 2011 fast 9 Prozent der Erlöse erreichten und damit anteilmäßig deutlich stärker ins Gewicht fielen als im Durchschnitt des zweiten Halbjahrs 2010 (6 Prozent). Darüber hinaus verweist das Unternehmen auf eine veränderte Umsatzzusammensetzung, die eine niedrigere Rohmarge zur Folge hatte. In Summe der beiden Effekte lag die EBITDA-Marge mit 13,3 Prozent auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang 2010.

Umfirmierung geplant

Der Wandel des Konzerns von einem Spezialanbieter siliziumbasierter Sensorteile zu einem breit aufgestellten Entwickler und Hersteller von Sensorlösungen und -systemen unterschiedlicher Bauarten (vor allem nun auch MEMS) soll zukünftig auch in dem Konzernnamen zum Ausdruck kommen. Aus diesem Grund hat der Vorstand der am 9. Juni stattfindenden Hauptversammlung vorgeschlagen, die Konzernmutter in First Sensor AG umzubenennen.

Ausblick

Auftragsbestand gestiegen

Mit der Vorlage der Quartalszahlen hat der Vorstand auch die bisherige Prognose bekräftigt und dies unter anderem mit den im weiteren Jahresverlauf anstehenden Produktions- bzw. Vermarktungsstarts begründet. So etwa soll noch 2011 die Fertigung von Kamerasystemen für Fahrerassistenzsysteme sowie von Sensoren zur Steuerung von Bremskraftverstärkern anlaufen. Auch sollten ab dem zweiten Halbjahr erste Erlöse mit dem Feinstaubgerät generiert werden, für das sich der Vorstand aufgrund der künftigen gesetzlichen Verpflichtung aller Hauseigentümer zur regelmäßigen Prüfung der Feinstaubemissionen ein hohes Potenzial verspricht. Doch auch abseits der Produktneueinführungen stehen die Ampeln auf grün. Der Auftragsbestand zum 30. März lag mit 26,9 Mio. Euro nicht nur um 70 Prozent über dem Vorjahreswert, sondern auch um fast 24 Prozent über dem Niveau vom Ende 2010.

Schätzung unverändert

Insofern fühlen wir uns mit unserer bisherigen Umsatzschätzung von 55 Mio. Euro weiterhin gut aufgehoben und sehen keine Veranlassung, diese anzupassen. Dies gilt für die Ergebnisschätzung nur noch bedingt, denn die EBIT-Marge des ersten Quartals lag nicht nur deutlich unterhalb der unternehmensseitigen Gesamtjahrzielmarke (mindestens 10 Prozent) und unserer Schätzung (10,6 Prozent), sondern zeigte vor allem im Trend in die falsche Richtung. Da dieses Jahr zudem noch umfangreiche Investitionen anstehen (unter anderem die Zusammenlegung der Produktion der optischen und der MEMS-Sensoren), stellt die Erreichung der Renditeziele gerade im laufenden Jahr eine anspruchsvolle Herausforderung dar. Da sich das Unternehmen aber diesbezüglich optimistisch zeigt, lassen wir auch unsere Margenschätzung zunächst unverändert und warten noch den Verlauf des zweiten Quartals ab. Der modellhafte Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre, auf dem unsere Wertermittlung basiert, bleibt deshalb gegenüber unserer letzten Studie unverändert:

	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	0,0%	30,8%	15,5%	14,1%	11,1%	8,9%	8,9%	5,0%

Fairer Wert: 15,85 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 9,7 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,8 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,3) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 105,0 Mio. Euro oder 15,85 Euro je Aktie. Der Anstieg gegenüber unserer letzten Studie (14,86 Euro) ist dabei vor allem dem zwischenzeitlichen Rückgang der Umlaufrendite geschuldet. In Relation zum

aktuellen Börsenkurs sehen wir demnach ein Aufwärtspotenzial von über 70 Prozent. Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, bleibt die von uns konstatierte Unterbewertung auch dann bestehen, wenn für den Diskontierungsfaktor und das ewige Wachstum restriktivere Werte angenommen werden.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,7%	16,70 EUR	17,49 EUR	18,39 EUR	19,45 EUR	20,68 EUR
	9,2%	15,60 EUR	16,27 EUR	17,03 EUR	17,91 EUR	18,94 EUR
	9,7%	14,63 EUR	15,20 EUR	15,85 EUR	16,60 EUR	17,45 EUR
	10,2%	13,76 EUR	14,26 EUR	14,82 EUR	15,45 EUR	16,17 EUR
	10,7%	12,99 EUR	13,42 EUR	13,91 EUR	14,45 EUR	15,06 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Im ersten Quartal hat Silicon Sensor das starke Wachstum des letzten Jahres fortgesetzt und liegt damit im Rahmen unserer Erwartungen. Der hohe Auftragsbestand und die anstehenden Produktions- und Vermarktungsstarts sprechen zudem für weiter dynamisch steigende Erlöse. Ergebnisseitig ist das Bild hingegen nicht so eindeutig. Im Vergleich mit dem Vorjahresquartal legten zwar das EBIT und der Nettoüberschuss deutlich überproportional zu, doch die damit erreichten Margen blieben unter den im zweiten Halbjahr 2010 erzielten Werten. Damit wird sich das vom Unternehmen erklärte und von uns in unsere Schätzungen integrierte Ziel, die diesjährige EBIT-Marge auf über 10 Prozent zu erhöhen, etwas anspruchsvoller gestalten als von uns bisher angenommen. Noch halten wir es allerdings für erreichbar, weswegen wir unsere Schätzungen unverändert gelassen haben. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert bei 15,85 Euro und bekräftigen deswegen unser Kaufurteil.

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 mitwirkenden 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-Anlegermedien 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
11.04.2011	9,81 Euro	Kaufen
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.

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 Nachfrageschwankungen 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 Meinungsäußerungen 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.

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