

## First Sensor AG

### Zusammenfassung

- **Hohes Umsatzwachstum:** Im ersten Halbjahr hat First Sensor den Umsatz mehr als verdoppelt, auf 56,2 Mio. Euro. Den größten Anteil hieran hatte die im letzten Jahr vollzogene Übernahme der Sensortechnics-Gruppe, doch auch organisch konnte der Sensorspezialist nach eigenen Angaben deutlich zulegen.
- **Integration belastet:** Bedingt durch hohe Integrationsaufwendungen und überproportionale Kostensteigerungen konnte das EBITDA mit dem Erlöswachstum nicht Schritt halten. Auf der EBIT-Ebene und beim Nettoergebnis musste First Sensor sogar einen Rückgang hinnehmen.
- **Konzernumbau schreitet voran:** Um die Konzernstrukturen wieder zu verschlanken und die Profitabilität zu erhöhen, hat First Sensor ein Konsolidierungsprogramm lanciert, in dessen Rahmen 4 Mio. Euro pro Jahr eingespart werden sollen. Die ersten Töchter sind bereits auf die Konzernmutter verschmolzen worden.
- **Hoher Auftragsbestand:** Angesichts des hohen Auftragsbestandes und des geplanten Starts einiger Großprojekte sind die Perspektiven für das zweite Halbjahr vielversprechend. Dies gilt auch für die kommenden Jahre, für die First Sensor gerade nach der Übernahme sehr gut positioniert ist.

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e		
Umsatz (Mio. Euro)	45,2	65,2	118,0	127,4	CAGR Umsatz 10-13 (e)	41,2%
Umsatzwachstum	49,7%	44,1%	81,0%	8,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)	37,2%
EBIT (Mio. Euro)	3,6	1,6	6,1	9,3	CAGR EpS 10-13 (e)	27,0%
EBIT-Marge	8,0%	2,4%	5,2%	7,3%		
EpS	0,23	0,05	0,25	0,46	Enterprise Value (Mio. Euro)	131,3
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	69,6
KUV	1,93	1,34	0,74	0,69	EV / Umsatz 12 (e)	1,1
KGV	39,2	196,2	35,3	19,2	EV / EBIT 12 (e)	21,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	1,3

## Kaufen (unverändert)

**Kursziel** 15,16 Euro  
**Aktueller Kurs** 8,87 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	9,45	9,811	11,43
Tief (Euro)	8,45	8,378	8,287
Performance	-0,3%	-8,6%	-4,4%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	128 Tsd.	143 Tsd.	207 Tsd.

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE0007201907 / 720190
Branche	Technologie
Sitz der Gesellschaft	Berlin
Internet	www.first-sensor.com
Ausstehende Aktien	9,8 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 1999
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	87,3 Mio. Euro
Free Float	45,5 %
Rechnungslegung	IFRS

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Umsatz verdoppelt

Die letztjährige Übernahme der Sensortech-nics-Gruppe hat in den Halbjahreszahlen des Sensorspezialisten deutliche Spuren hinterlassen – sowohl im positiven als auch im negativen Sinne. So konnte der Umsatz zwischen Januar und Juni um 107 Prozent, von 27,2 auf 56,2 Mio. Euro, gesteigert werden, auch der Rohertrag legte dreistellig, um 100 Prozent, zu. Demgegenüber blieb das EBITDA deutlich hinter dieser Entwicklung zurück und erhöhte sich lediglich um 65,2 Prozent auf 6,9 Mio. Euro. Neben den im Zuge der Übernahme überproportional gestiegenen Personal- und Materialkosten sorgten dafür auch hohe Integrationskosten, die sich im ersten Halbjahr auf etwas mehr als 0,4 Mio. Euro belaufen haben. Ohne diesen Posten, der unter anderem Beratungsleistungen enthielt und der vor allem im zweiten Quartal das Ergebnis belastete, hätte das EBITDA bei 7,3 Mio. Euro gelegen.

	Q2 2011	Q2 2012	Änderung	HJ 2011	HJ 2012	Änderung
Umsatz	14,05	27,73	97,3%	27,17	56,22	107,0%
EBITDA	2,43	3,07	26,4%	4,17	6,90	65,2%
EBITDA-Marge	17,3%	11,1%		15,4%	12,3%	
EBIT	1,52	0,75	-50,6%	2,40	2,39	-0,1%
EBIT-Marge	10,8%	2,7%		8,8%	4,3%	
Konzernergebnis	1,12	0,11	-90,1%	1,73	0,79	-54,5%
Netto-Marge	8,0%	0,4%		6,4%	1,4%	

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

### Abschreibungen belasten

Zusammen mit den im Zuge der Übernahme deutlich erhöhten Abschreibungen (größerer Anlagenbestand und Amortisation der Kaufpreisallokation) und den von 0,4 auf 1,3 Mio. Euro verdreifachten Zinsaufwendungen hatte die gesunkene operative Profitabilität im ersten Halbjahr ein stagnierendes EBIT und ein halbiertes Halbjahresergebnis zur Folge. Betrachtet man das zweite Quartal separat, so hat sich das Periodenergebnis sogar um 90 Prozent verringert, von 1,1 auf 0,1 Mio. Euro.

### Konzernstrukturen gestrafft

Um den nun deutlich größer gewordenen und inzwischen aus 17 Gesellschaften bestehenden Konzern wieder zu verschlanken und damit die bestehenden Potenziale besser zu nutzen, hat das Management mit der Straffung der Konzernstrukturen begonnen. Zum Start wurden die beiden Töchter Sensortech-nics GmbH und die Silicon Projects GmbH rückwirkend zum Jahresanfang auf die Konzernmutter First Sensor AG verschmolzen. Insbesondere von der Verschmelzung mit der Sensortech-nics GmbH, der Muttergesellschaft der Sensortech-nics-Gruppe, durch die eine Konzernebene abgeschafft wurde, erwartet das Management deutlich verbesserte Steuerungsmöglichkeiten. Nach aktuellen Plänen sollen noch weitere Verschmelzungen folgen, so dass im Ergebnis die Konzernmutter

in die Lage versetzt werden wird, alle Sensorlösungen unabhängig von der jeweiligen Technologie aus einer Hand anzubieten. Darüber hinaus sieht das Konsolidierungsprogramm, das dieses Jahr mit einem zusätzlichen Aufwand von 1 bis 1,5 Mio. Euro verbunden sein dürfte, die Harmonisierung der Aktivitäten im Vertrieb und im Marketing, die Vereinheitlichung der administrativen Tätigkeiten, bessere Abstimmung der Produktentwicklung sowie des Produktmanagements und den Abbau von Doppelstrukturen vor. Insgesamt will First Sensor damit in den nächsten zwölf Monaten die Kostenbasis um annualisiert 4 Mio. Euro absenken.

## Ausblick

### *Gute Auftragslage*

Um die Unruhe in der Belegschaft, die mit einem derart weitreichenden Umbau zwangsläufig einhergeht, möglichst gering zu halten, ist das Unternehmen bemüht, den Konsolidierungsprozess möglichst rasch abzuschließen. Wie belastend der Prozess wird, hängt zudem im hohen Maße von der weiteren Geschäftsentwicklung ab. Und diesbezüglich sind die Perspektiven durchaus vielversprechend. Auch wenn sich die erhoffte konjunkturelle Belebung etwas weiter in die Zukunft zu verschieben scheint, dürften bei First Sensor unternehmensindividuelle Entwicklungen für eine steigende Dynamik im zweiten Halbjahr sorgen. So lag der Auftragsbestand zum Halbjahresstichtag um 146 Prozent über dem Vorjahresvergleichswert, auch gegenüber Ende März konnte eine Steigerung verzeichnet werden. Darüber hinaus stehen in der zweiten Jahreshälfte einige langfristig geplante Kundenprojekte vor dem Start. Demgegenüber wird der im August gemeldete Großauftrag für Drucksensoren, aus dem First Sensor für die nächsten zehn Jahre ein Volumen von mindestens 10 Mio. Euro erwartet, erst im kommenden Jahr umsatzwirksam.

### *Schätzungen angepasst*

In Summe gehen auch wir davon aus, dass sich die Gewinnsituation im zweiten Halbjahr verbessert und dass sich First Sensor insgesamt auf einem guten Weg befindet. Doch die Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres und insbesondere des zweiten Quartals blieb unter unseren Erwartungen, was auch, aber nicht nur, an den Integrationskosten lag. Nachdem die Material- und die Personalaufwandsquote bereits zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal verbessert werden konnten, gehen wir auch für die kommenden Monate von einer Fortsetzung dieser Entwicklung aus. Doch angesichts der noch anstehenden Integrationsaufgaben und der schwachen Vorgabe aus dem ersten Halbjahr rechnen wir für das Gesamtjahr nur noch mit einem EBITDA von 15,1 Mio. Euro. Da wir zudem bisher auch mit einem zu niedrigen Ansatz für die Abschreibungen und die Amortisation gearbeitet haben, schlägt die Absenkung beim EBIT noch etwas stärker durch, hier erwarten wir dieses Jahr nur noch eine Marge von 5,2 Pro-

zent. Insgesamt resultiert aus unseren Annahmen der folgende modellhafte Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	118,0	127,4	137,6	148,6	160,5	173,4	187,3	202,2
Erlöswachstum		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nettorendite	2,1%	3,6%	4,9%	5,7%	6,2%	6,5%	6,8%	7,1%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>2,47</b>	<b>4,56</b>	<b>6,76</b>	<b>8,42</b>	<b>9,88</b>	<b>11,28</b>	<b>12,78</b>	<b>14,37</b>
Gewinnwachstum		84,4%	48,3%	24,5%	17,3%	14,2%	13,3%	12,5%

### Fairer Wert jetzt 15,16 Euro je Aktie

Im Anschluss an den hier dargestellten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einem ewigen Ertragswachstum von 2 Prozent. Unter Zugrundelegung eines Eigenkapitalkostensatzes von 9,4 Prozent (bestehend aus dem Mittelwert der Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere von 2,5 Prozent, der Risikoprämie für Aktien von 5,3 Prozent und dem Betafaktor von 1,3) resultiert hieraus ein fairer Unternehmenswert von 149,2 Mio. Euro oder 15,16 Euro je Aktie.

### Sensitivitätsanalyse

Das Ergebnis der Wertermittlung haben wir einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Bei einer Variation der Parameter „Diskontierungszins“ (von 8,4 bis 10,4 Prozent) und „ewiges Wachstum“ (von 1 bis 3 Prozent) schwankt das Kursziel zwischen 12,15 und 20,38 Euro je Aktie. Demnach bietet die Aktie selbst im restriktivsten Fall ein Aufwärtspotenzial von rund 37 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,4%	15,98 EUR	16,84 EUR	17,83 EUR	19,00 EUR	20,38 EUR
	8,9%	14,83 EUR	15,56 EUR	16,40 EUR	17,37 EUR	18,50 EUR
	9,4%	13,83 EUR	14,45 EUR	15,16 EUR	15,98 EUR	16,91 EUR
	9,9%	12,94 EUR	13,48 EUR	14,09 EUR	14,78 EUR	15,56 EUR
	10,4%	12,15 EUR	12,62 EUR	13,14 EUR	13,73 EUR	14,40 EUR

### Fazit

#### Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mit der letztjährigen Übernahme der Sensortechnics-Gruppe hat First Sensor einen großen Schritt auf dem Weg zu einem der führenden Anbieter von kundenindividuellen Sensoren vollzogen. Dass eine solche Akquisition nicht im Vorbeigehen zu stemmen ist, zeigt allerdings das aktuelle Geschäftsjahr, das von hohen Integrationsaufwendungen und einer rückläufigen Profitabilität geprägt ist. Auch wenn diesbezüglich bereits das zweite Halbjahr eine Verbesserung zeigen sollte, dürfte der Prozess auch noch im kommenden Jahr spürbar sein. Erst

danach werden die Vorteile der Übernahme und die Erfolge der aktuellen Konsolidierungsbemühungen zum Tragen kommen. Da wir bisher mit einem schnelleren und reibungsloseren Ablauf gerechnet hatten, haben wir unsere Schätzungen in Reaktion auf die Halbjahreszahlen etwas reduziert, sind aber immer noch vom Kurs des Unternehmens überzeugt. Trotz der Kurszielanpassung besteht immer noch ein hohes Aufwärtspotenzial für die First Sensor-Aktie, da auch die Notierung in Reaktion auf die Zahlen nachgegeben hat. Unser Urteil lautet deswegen unverändert „Kaufen“.

## Anhang

### 1. Offenlegung gemäß § 20a WpHG

Wir weisen darauf hin, dass der Auftraggeber dieser Studie oder ihm nahestehende Personen bzw. Unternehmen Aktien des besprochenen Unternehmens halten. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass unsere mittel- oder unmittelbaren Auftraggeber demnächst Aktien des besprochenen Unternehmens verkaufen wollen und daher an einer Kurs- oder Umsatzsteigerung interessiert sind.

### 2. Angaben gemäß § 34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung 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 Emittenten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse ist im Auftrag eines Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 3) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt.
- 4) Die Performaxx Research GmbH oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 5) An der Erstellung mitwirkende Personen oder Unternehmen halten Aktien bzw. Derivate an dem analysierten Unternehmen.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 7) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).
- 8) Sonstige potenzielle Interessenkonflikte: -

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 2), 3)**

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.

**Die vorliegende Studie wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung vorgelegt und danach geändert. 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
<b>11.04.2012</b>	<b>10,01 Euro</b>	<b>Kaufen</b>
<b>29.11.2011</b>	<b>8,90 Euro</b>	<b>Kaufen</b>

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. Allgemeine Hinweise zu den angewandten Bewertungsmethoden und zu deren Sensitivität finden Sie auf unserer Website unter folgendem Link:

[http://www.performaxx.de/unternehmen\\_haftungsausschluss.php](http://www.performaxx.de/unternehmen_haftungsausschluss.php)

### 3. 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.**

### 4. 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](http://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](mailto:kontakt@performaxx.de)