

Akt. Kurs (09.07.09, 10:29, Xetra): 4,62 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **6,50 (9,00) EUR**

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

Kurzbeschreibung

Die Silicon Sensor International AG entwickelt und produziert hochwertige optische Sensoren und kundenspezifische Hybridschaltungen für vielfältige Anwendungsbereiche.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	8,50	3,46
Aktueller Kurs:	4,62	
Aktienzahl ges.:	3.903.150	
Streubesitz:	89,1%	
Marktkapitalis.:	18,0 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

Anlagekriterien

Erwartet schwieriger Start in das Geschäftsjahr 2009

Silicon Sensor startete, wie vom Management bereits Anfang des Jahres angekündigt, sehr durchwachsen in das laufende Geschäftsjahr. So schrumpfte im ersten Quartal 2009 der Umsatz um fast ein Drittel auf 6,9 (Vj. 10,2) Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) brach wegen der negativen Fixkostendegression überproportional um 85 Prozent auf 0,3 (1,7) Mio. Euro ein. Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bewegte sich mit 57 Tausend (1,1 Mio.) Euro nur noch auf dem Niveau einer „schwarzen Null“.

Die Gesellschaft begründete die auch aus ihrer Sicht schlechten Zahlen mit den „krisenbedingten Unsicherheiten und Verwerfungen des Marktes“, was wir als glaubwürdig erachten. Insofern werten wir es als positiv, dass es dem Unternehmen trotz des deutlichen Umsatzeinbruches in diesem schwierigen ersten Quartal gelang, ein positives operatives Ergebnis zu erzielen und einen Verlustausweis zu vermeiden.

Silicon Sensor geht für das Gesamtjahr 2009 nicht mehr von einer tiefgreifenden Änderung des Geschäftsverlaufes aus. So brach der Auftragsbestand zum 31.3. um 39 Prozent auf 12,5 (20,7) Mio. Euro ein. Die bislang gültige Unternehmensprognose, die von 32,5 bis 43 Mio. Euro Umsatz ausging, wurde im Quartalsbericht nicht erneuert. Insgesamt rechnet die Gesellschaft nur noch damit, auf operativer Ebene (EBIT) ein positives Ergebnis erwirtschaften zu können.

Mittel- bis langfristige Perspektiven trotz Konjunkturunbruch intakt

Mit liquiden Mitteln von 5,4 Mio. Euro per 31.3. sieht sich Silicon Sensor nach eigenem Bekunden gut gerüstet, die derzeitige schlechte wirtschaftliche Situation gut zu überstehen. Zwar weist das Unternehmen im Gegensatz zu früheren Jahren nach den hohen Investitionen in das neue Gebäude per Ende März eine Bruttoverschuldung von 16,3 Mio. Euro aus. Dieser stehen jedoch verbesserte Produktionsmöglichkeiten entgegen, was sich unseres Erachtens langfristig auszahlen sollte. Dass Silicon Sensor kurzfristig nicht von diesen noch in Boomzeiten beschlossenen Investitionen profitieren kann, gehört zu den Unwägbarkeiten unternehmerischen Handelns.

Mit einer Aufhellung der wirtschaftlichen Begleitumstände rechnet die Gesellschaft erst gegen Ende des dritten Quartals 2009. Insofern setzt das Berliner Unternehmen darauf, die bis dahin zu bewältigende Durststrecke mit einem rigiden Kostenmanagement zu meistern. Zuversicht schöpft das Management nach eigenem Bekunden aus einer stark angestiegenen Zahl vielversprechender Entwicklungsprojekte. Darüber hinaus hätten zwar viele Kunden Aufträge verschoben, halten aber grundsätzlich an einer Wiederaufnahme des Bezugs von Silicon-Sensor-Bauteilen im dritten Quartal fest.

Kennzahlen

	2008	2009e	2010e	
Umsatz	37,0	38,5	29,2	36,0
<i>bisher</i>	---	---	34,0	40,0
EBIT	6,6	-10,9	0,4	4,1
<i>bisher</i>	---	---	1,7	6,1
Jahresüb.	4,3	-11,3	-0,4	2,1
<i>bisher</i>	---	---	0,3	3,5
Erg./Aktie	1,15	-2,90	-0,12	0,55
<i>bisher</i>	---	---	0,09	0,88
Dividende	0,10	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	4,0	neg.	neg.	8,5
Div.rendite	2,2%	0,0%	0,0%	2,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Schätzungen noch einmal leicht nach unten korrigiert

In Anlehnung an die Ausführungen von Silicon Sensor haben wir unsere Umsatzschätzung für 2009 noch einmal leicht auf 29,2 (bisher 34,0) Mio. Euro reduziert. Gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr würde dies einen Rückgang von rund einem Viertel bedeuten. Unter Einbeziehung der Entwicklung im ersten Quartal impliziert unsere Schätzung ein Aufhellen der Branchenkonjunktur spätestens im Abschlussquartal.

Auf der Ergebnisseite macht sich die hohe Hebelwirkung der momentan fehlenden Umsätze weiterhin negativ bemerkbar. Wir rechnen somit beim operativen Ergebnis (EBIT) jetzt mit einem Wert von 0,4 (1,7) Mio. Euro. Etwas verbessert haben wir nach den Quartalszahlen jedoch unseren Ansatz für das Finanzergebnis, welchen wir leicht nach oben auf minus 0,9 (-1,2) Mio. Euro korrigiert haben. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nunmehr leicht im negativen Terrain bei minus 0,4 (+ 0,3) Mio. Euro.

In 2010 rechnen wir mit einer deutlichen Belebung des Geschäftes von Silicon Sensor, haben jedoch unsere Schätzungen an den Basiseffekt aus 2009 angeglichen. Wir gehen hier von einer Umsatzsteigerung von knapp einem Viertel auf 36 (40) Mio. Euro aus. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei 2,1 (3,5) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,55 (0,88) Euro zur Folge hätte. Wir rechnen weiterhin für 2010 mit einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung und bekräftigen unsere Ausschüttungsprognose mit 0,10 Euro.

Die vom Vorstand weiterhin bekräftigte Vision, im Jahr 2015 einen Umsatz von über 100 Mio. Euro zu erzielen, ist derzeit schwer einem Belastungstest zu unterziehen. Bei einer Wiederaufnahme des Wachstumskurses in 2010 und dem Ausbleiben neuerlicher Konjunkturerbrüche ist die geäußerte Kennziffer unseres Erachtens zwar auf den ersten Blick ambitioniert, aber nicht utopisch.

Bewertung

Einen hundertprozentig passenden börsennotierten Mitbewerber für Silicon Sensor gibt es unserer Meinung nach nicht. Für die Peer Group hatten wir deshalb Unternehmen gewählt, die trotz teilweise deutlich abweichender Firmengrößen und strategischer Ausrichtung zumindest eingeschränkt mit dem Berliner Sensor-Spezialisten vergleichbar sind.

Die japanische Hamamatsu Photonics (Umsatz 2009e: 616 Mio. €) ist auf das Massengeschäft fokussiert, während der US-Konzern PerkinElmer (1,8 Mrd. €) die von Silicon Sensor als Kernkompetenz angebotenen Leistungen nur als Randaktivität zur Bindung strategischer Kunden bereit hält. Lediglich die ebenfalls US-amerikanische Advanced Photonix (17,7 Mio. €) ist relativ ähnlich wie Silicon Sensor ausgerichtet und bewegt sich in der gleichen Größenliga, schreibt allerdings seit einiger Zeit rote Zahlen, weswegen diese Gesellschaft momentan nicht in unsere Bewertung einfließt.

Zudem sind in unserer Peer Group auch Harvatek (Taiwan), Kitron (Norwegen), Luna Innovations (USA) und Kyocera Mita (J) enthalten. Diese Unternehmen weisen mindestens in Teilbereichen Berührungspunkte mit dem Geschäftsgebiet von Silicon Sensor auf. Luna Innovations bleibt jedoch ebenfalls im Augenblick unberücksichtigt, da das Unternehmen derzeit noch Verluste ausweist.

Aufgrund der gegenüber fast allen Firmen – außer Luna Innovations – deutlich geringeren Unternehmensgröße von Silicon Sensor haben wir auf das Durchschnitts-KGV der Peer Group von 25,0 einen Abschlag von 30 Prozent vorgenommen. Auf Basis des Mittelwertes unserer Schätzungen für 2009 und 2010 für Silicon Sensor von minus 0,12 (bisher + 0,09) Euro bzw. 0,55 (0,88) Euro je Aktie und des bereinigten durchschnittlichen Peer Group-KGV von 17,5 (13,7) ergibt sich ein erstes Zwischenergebnis von 3,77 (6,88) Euro je Aktie. Der Rückgang erklärt sich aus der Tatsache, dass unsere zurück genommenen Gewinnschätzungen das gestiegene Bewertungsniveau der Vergleichsaktien überkompensiert haben.

Aus unserem DCF-Modell (Ausgangs-Cash Flow 3,4 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,58%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 9,15 (bisher 11,60) Euro je Aktie, welches die von vielen Analysten momentan ausgeblendete Langfristperspektive des Unternehmens widerspiegelt. Der ebenfalls niedrigere Ansatz resultiert aus dem wertmindernden Einfluss unserer reduzierten Schätzungen.

Als Durchschnitt aus dem Peer Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich somit ein Wert von 6,46 (9,14) Euro je Aktie, den wir auf unser nach unten korrigiertes Kursziel von 6,50 (9,00) Euro runden.

Fazit

Die Silicon Sensor International AG meldete für das erste Quartal 2009 die von uns und vom Unternehmen selbst erwarteten durchwachsenen Zahlen. Positiv werten wir, dass das Berliner Unternehmen unter den krisenbedingt widrigen Umständen einen Verlust vermeiden konnte.

Nichtsdestotrotz haben wir unsere Schätzungen für 2009 jetzt auf eine wirtschaftliche Erholung erst gegen Ende des dritten Quartals abgestellt und folgerichtig nochmals nach unten korrigiert. Für 2010 rechnen wir mit einer deutlichen Geschäftsbelebung, haben unsere Prognosen jedoch an den Basiseffekt aus 2009 angeglichen.

Insgesamt sehen wir Silicon Sensor zwar momentan in schwierigem Fahrwasser, stellen aber die Wachstumsstory nicht per se in Frage. Vielmehr halten wir das derzeitige Kursniveau für eine gute Einstiegsgemeinschaft für den spekulativen Investor. Mit Aufhellung der Konjunktur sollten sich die Investitionen und damit einhergehenden besseren Produktionsbedingungen im Ergebnis auszahlen, wovon dann auch der Aktienkurs profitieren sollte.

Selbst eine kurz- bis mittelfristige „Kursnormalisierung“ auf ein Niveau um 6 Euro eröffnet unseres Erachtens dem Anleger Perspektiven. Wir erneuern daher unsere Kaufempfehlung für spekulative Investoren mit einem aufgrund der aktuellen Belastungsfaktoren auf 6,50 Euro reduzierten Kursziel.

Gewinn- und Verlustrechnung

Silicon Sensor		2007		2008		2009e		2010e		2011e	
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.											
Umsatzerlöse	37,0	96,6%	38,5	96,5%	29,2	97,3%	36,0	97,3%	44,0	96,7%	
Veränderung zum Vorjahr			4,1%		-24,2%		23,3%		22,2%		
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	1,3	3,4%	1,4	3,5%	0,8	2,7%	1,0	2,7%	1,5	3,3%	
Veränderung zum Vorjahr			7,7%		-42,9%		25,0%		50,0%		
Gesamtleistung	38,3	100,0%	39,9	100,0%	30,0	100,0%	37,0	100,0%	45,5	100,0%	
Veränderung zum Vorjahr			4,2%		-24,8%		23,3%		23,0%		
Materialaufwand	12,1	31,6%	12,7	31,8%	10,8	36,0%	13,0	35,0%	15,5	34,0%	
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-15,0%		19,9%		19,5%		
Personalaufwand	13,3	34,7%	14,7	36,8%	11,7	39,0%	12,5	33,8%	13,7	30,0%	
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		-20,4%		6,9%		9,1%		
Sonstiges Ergebnis	-3,4	-8,9%	-5,7	-14,3%	-3,5	-11,7%	-3,8	-10,3%	-4,2	-9,2%	
Veränderung zum Vorjahr			67,6%		-38,6%		8,6%		10,5%		
EBITDA	9,5	24,8%	6,8	17,0%	4,0	13,3%	7,7	20,9%	12,2	26,8%	
Veränderung zum Vorjahr			-28,4%		-41,2%		93,6%		57,3%		
Abschreibungen	2,9	7,6%	17,7	44,4%	3,6	12,0%	3,6	9,7%	3,6	7,9%	
Veränderung zum Vorjahr			510,3%		-79,7%		0,0%		0,0%		
EBIT	6,6	17,2%	-10,9	-27,3%	0,4	1,3%	4,1	11,2%	8,6	18,9%	
Veränderung zum Vorjahr			-265,2%		-103,7%		936,0%		107,0%		
Finanzergebnis	-0,4	-1,0%	-0,6	-1,5%	-0,9	-3,0%	-1,1	-3,0%	-1,2	-2,6%	
Veränderung zum Vorjahr			-50,0%		-50,0%		-22,2%		-9,1%		
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
Ergebnis vor Steuern	6,2	16,2%	-11,5	-28,8%	-0,5	-1,7%	3,0	8,2%	7,4	16,2%	
Steuerquote	30,6%		2,2%		10,0%		30,0%		30,0%		
Ertragssteuern	1,9	5,0%	-0,3	-0,6%	0,0	-0,2%	0,9	2,5%	2,2	4,9%	
Jahresüberschuss	4,3	11,2%	-11,3	-28,2%	-0,4	-1,5%	2,1	5,8%	5,2	11,4%	
Veränderung zum Vorjahr			-361,6%		-96,0%		-573,5%		142,4%		
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
Anteile Dritter	0,0 [*]		0,0 [*]		0,0 [*]		0,0 [*]		0,0 [*]		
Bereinigter Jahresüberschuss	4,3	11,2%	-11,3	-28,3%	-0,4	-1,5%	2,1	5,8%	5,2	11,4%	
Veränderung zum Vorjahr			-362,3%		-96,0%		-573,5%		142,4%		
Anzahl der Aktien	3,707		3,896		3,903		3,903		3,903		
Gewinn je Aktie	1,15		-2,90		-0,12		0,55		1,32		

* vorhanden, aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio. Euro

Aktionärsstruktur

Daniel Hopp	13,65%
Highclere International Investors Ltd., London	4,71%
Lupus alpha Investment S.A.	3,22%
Deutsche Bank	2,98%
Universal Investment Gesellschaft mbH	1,73%
Streubesitz	87,71%

Termine

27. August 2009	Veröffentlichung 6-Monatsbericht 2008
26. November 2009	Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2008

Kontaktadresse

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

E-Mail: ir@silicon-sensor.de
Internet: <http://www.silicon-sensor.com>

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

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 „Kaufem“ 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
29.04.2009	..5,46 €	Kaufen	9,00 €
07.01.2009	5,50 €	Kaufen	11,40 €
05.08.2008	7,06 €	Kaufen	14,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.09):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,2%	55,6%
Halten	27,8%	29,6%
Verkaufen	19,0%	14,8%

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 Info und Beteiligungen 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 Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe 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, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.