

First Sensor AG

Stärken und Chancen

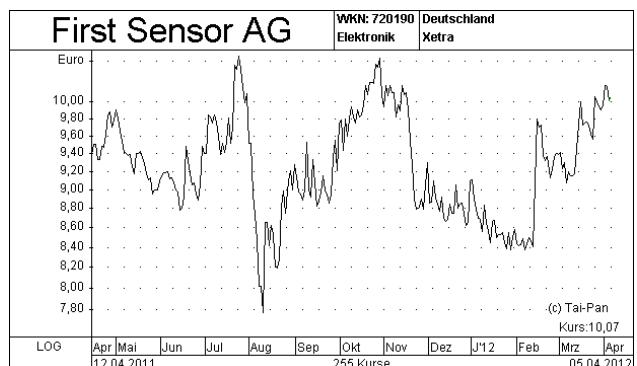
- **Aufstieg in die Top-Ten:** Mit der Übernahme der Sensortechnics-Gruppe ist First Sensor zu einem der weltweit führenden Spezialsensorhersteller aufgestiegen. Der Konzernumsatz, 2010 noch bei 45 Mio. Euro, dürfte dieses Jahr bei ca. 120 Mio. Euro liegen.
- **Hohe Synergien:** Die Kombination der beiden Unternehmen bietet hohe Synergien unter Produkt-, Technologie- und Kostenaspekten und dürfte vor allem die Schlagkraft im Vertrieb spürbar erhöhen.
- **Attraktiver Markt:** Der Bedarf an hochwertigen Hochleistungssensoren in zahlreichen Anwendungsbereichen wächst unaufhaltsam, dem Markt werden deswegen anhaltend hohe Wachstumsraten zugeschaut. Davon sollte First Sensor als einer der führenden Anbieter wie schon bisher überproportional profitieren.

Schwächen und Risiken

- **Große Integrationsaufgabe:** Die reibungslose Integration der gleichgroßen Sensortechnics-Gruppe stellt für das Management eine große Herausforderung dar.
- **Schwache operative Entwicklung zum Jahresende:** Im vierten Quartal blieben sowohl der Umsatz als auch das Ergebnis unter unseren Erwartungen.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **16,74 Euro**
Aktueller Kurs 10,01 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	10,39	10,50	10,945
Tief (Euro)	8,85	8,30	7,50
Performance	+8,3%	+13,8%	+1,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	192.865	226.224	241.158

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	98,5 Mio. Euro
Free Float	50,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr	2010	2011	2012e	2013e	
Umsatz (Mio. Euro)	45,2	65,2	118,0	127,4	CAGR Umsatz 10-13 (e)
Umsatzwachstum	49,7%	44,1%	81,0%	8,0%	CAGR EBIT 10-13 (e)
EBIT (Mio. Euro)	3,6	1,6	9,6	11,6	CAGR EpS 10-13 (e)
EBIT-Marge	8,0%	2,4%	8,1%	9,1%	
EpS	0,23	0,05	0,52	0,64	Enterprise Value (Mio. Euro)
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)
KUV	2,18	1,51	0,83	0,77	EV / Umsatz 12 (e)
KGV	44,3	221,4	19,2	15,7	EV / EBIT 12 (e)
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert
					1,4

Unternehmensprofil

Führender Sensorhersteller

Die First Sensor AG (früher Silicon Sensor International AG) aus Berlin hat sich seit ihrer Gründung vor über 20 Jahren auf die Entwicklung und Herstellung von hochwertigen kundenspezifischen Sensorlösungen spezialisiert und gehört heute weltweit zu den zehn größten Anbietern der Branche. Ursprünglich konzentrierte sich die seit 1999 börsennotierte Gesellschaft auf optoelektronische Sensoren, mit denen sowohl sichtbares Licht und UV-Licht als auch Alpha-, Beta-, Gamma- und Röntgenstrahlung 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, Füllstand, Feuchte 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).

Abdeckung der kompletten Wertschöpfungskette

Dabei ist First 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. Diese breite Aufstellung wurde im letzten Jahr entscheidend gestärkt, als die Berliner mit der Übernahme der aus acht Gesellschaften bestehenden Sensor-technics-Gruppe ihre Kompetenz hinsichtlich der Produktion von Sensormodulen und Sensorsystemen deutlich erweitert haben. Der vergrößerte Konzern verfügt seitdem über 14 Standorte in Europa, Amerika und Asien, an denen fast 750 Mitarbeiter tätig sind. Dabei sind einzelne Unternehmen des Konzerns für die jeweiligen Wertschöpfungsstufen und für unterschiedliche inhaltliche Schwerpunkte verantwortlich (vgl. Tabelle).

Name	Sitz	Anteil	Schwerpunkt
First Sensor AG	Berlin	100%	Optosensoren, Gammasonden
First Sensor Technology GmbH	Berlin	100%	MEMS-Sensoren
MPD GmbH	Dresden	100%	Packaging
Lewicki microelectronic GmbH	Oberdischingen	100%	Packaging, Hybridschaltungen
Elbau Elektronik Bauelemente	Berlin	100%	Sensormodule
Elbau Singapore Pte. Ltd.	Singapur	100%	Sensormodule
First Sensor Inc.	Westlake Village, USA	100%	Vertrieb, Packaging
Silicon Micro Sensors GmbH	Dresden	85%	Sensorprodukte und -systeme
Klay-Instruments BV	Dwingeloo, NL	100%	Sensorprodukte und -systeme
SensorTechnics GmbH	Puchheim	100%	Sensorsysteme und Vertrieb

Wichtigste Unternehmen des First Sensor Konzerns; Quelle: Unternehmen

Sensorkomponenten

Die Produktion der optischen Sensorbauteile, die Keimzelle des Unternehmens, ist bei der Konzernmutter angesiedelt, die hierfür erst vor vier Jahren einen Fabrikneubau in Berlin bezogen hat. Seit dem letzten Jahr ist dort auch die Herstellung der MEMS-Bauteile angesiedelt, für die die First Sensor Technology (FST) verantwortlich ist. Diese wurde 1999 als eine Ausgründung der TU Berlin formiert und hat sich seitdem als einer der führenden Anbieter von MEMS-Sensorik (es handelt sich hierbei um miniaturisierte mechanische Sensorsysteme, deren Komponenten im Mikrometerbereich liegen) etabliert. Sie gehört seit 2010 zum Konzern und konzentriert sich vor allem auf Druck-, Neigungs- und Beschleunigungssensoren.

Flexible Packaging-Kapazitäten

Die Weiterverarbeitung der Sensorkomponenten zu Modulen ist seit der Übernahme der SensorTechnics-Gruppe sogar auf fünf unterschiedliche Gesellschaften verteilt. Aus dem „Altkonzern“ sind dafür die Microelectronic Packaging Dresden GmbH (MPD), die Lewicki microelectronic GmbH und die First Sensor Inc. (ehemalige Pacific Silicon Sensor Inc.) verantwortlich. Während die letztere neben ihrer Haupttätigkeit, dem Amerika-Vertrieb, auch spezifische Modullösungen für den amerikanischen Markt entwickelt und vertreibt, ist insbesondere die seit September 2005 zum Konzern gehörige MPD für die Herstellung von Großserien mit einem Volumen von bis zu mehreren Millionen Stück zuständig, mit denen Massenproduzenten wie etwa die Automobilhersteller beliefert werden. Neu hinzugekommen sind in dem Bereich die Elbau Elektronik Bauelemente aus Berlin, die sich auf Druck-, Durchfluss- und optoelektronische Sensoren im mittleren Stückzahlenbereich spezialisiert hat und die Elbau Singapore, die niedrigpreisige Aufträge abarbeitet.

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 seit dem letzten Herbst bereits in der dritten Produktgeneration von der Konzernmutter hergestellt werden. In Großserie produziert bereits die Dresdner Tochter Silicon Micro Sensors GmbH, deren aktuelles Sortiment hauptsächlich Drucksensoren und Kamerasysteme für die Automobilindustrie umfasst. Seit dem letzten Jahr wird dieser Bereich zudem durch die niederländische Klay-Instruments, einem Spezialisten für Druck- und Füllstandssensorsysteme für die Lebensmittelherstellung und den Schiffsbau, sowie durch die SensorTechnics GmbH verstärkt, die Druck-, Füllstands- und Durchflusssysteme für den Life-Science-Sektor anbietet.

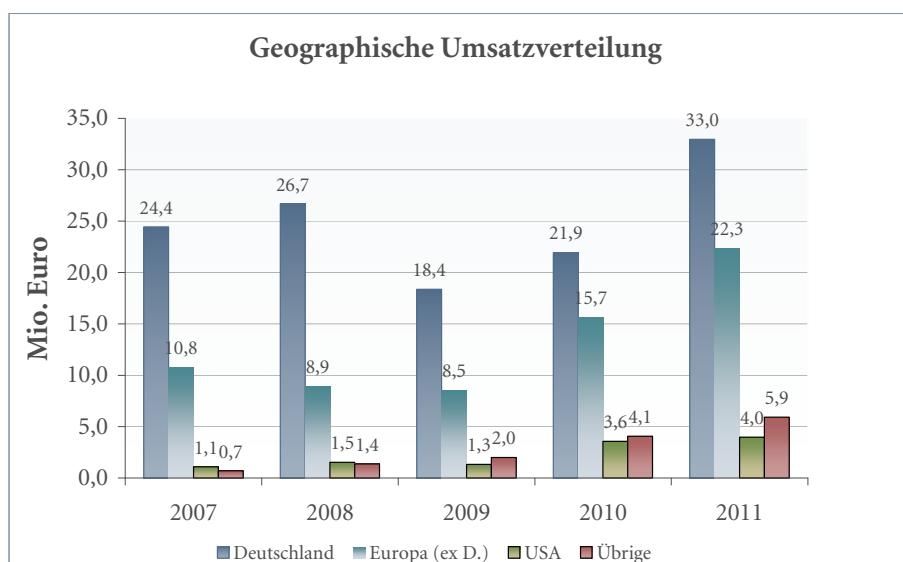
Breite Kundenbasis

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 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. Mit dem Erwerb der Sensortechnics-Gruppe konnte zudem die Positionierung in den Bereichen Lebensmittelproduktion und Schiffsbau aufgebaut und die auf dem Gebiet Life Science ausgebaut werden.

Deutschland dominiert

Die geographische Umsatzverteilung zeigt hingegen eine Dominanz des deutschen Marktes, auf dem aufgrund der starken Präsenz der wichtigsten Zielbranchen wie Automobil- oder Maschinenbau über die Hälfte der Erlöse erwirtschaftet wird. In den letzten Jahren hatte sich die Relation zwar trendmäßig zugunsten der Auslandsmärkte verschoben, doch durch die Sensortechnics-Übernahme hat sich der Anteil Deutschlands in 2011 wieder erhöht. Bedingt durch den Konsolidierungseffekt dürfte er auch 2012 noch etwas zulegen, bevor der alte übergeordnete Internationalisierungstrend wieder sichtbar wird.



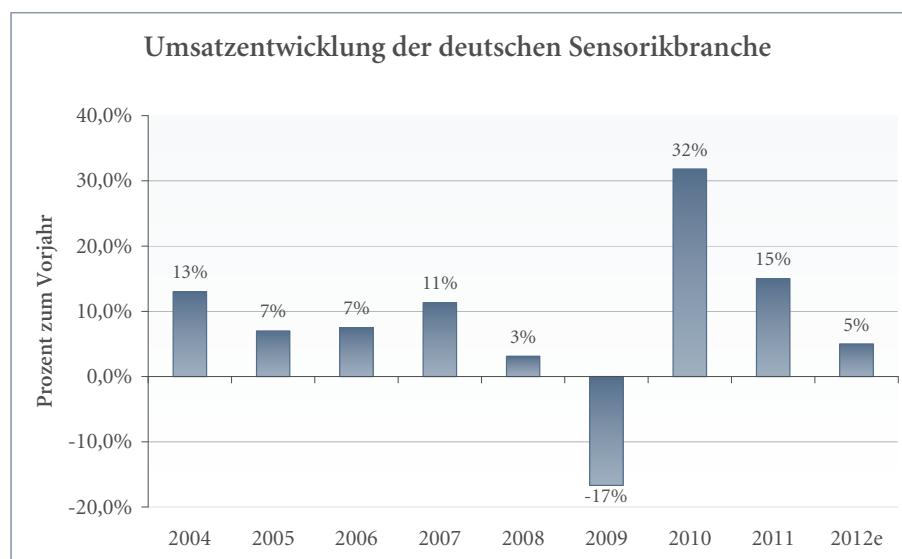
Quelle: Unternehmen

Markt und Strategie

Neue Anwendungen treiben Sensornachfrage

Bedingt durch die stetig steigende Anzahl von Anwendungsbereichen für Sensoren aller Art gehört der globale Markt für Sensoren zu den wachstumsstärksten Wirtschaftszweigen. 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 mindestens 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 der Nachfrage nach neuen Sensoren einher. So schätzen die Experten von Strategy Analytics, dass die Sensornachfrage der Automobilindustrie nach 9,8 Mrd. US-Dollar in 2009 und 12,9 Mrd. US-Dollar in 2010 letztes Jahr erneut um 17 Prozent auf 13,8 Mrd. US-Dollar zugelegt haben dürfte. Bis 2018 soll die Anzahl der weltweit jährlich in Autos verbauten Sensoren auf 5 Mrd. Stück steigen, deren Wert sich dann auf 21,9 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. 40 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 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 Jahr 2010 eine explosionsartige Aufwärtsbewegung mit einem Zuwachs um sage und schreibe 32 Pro-

zent. Damit markierte der Branchenumsatz nach nur einjähriger Pause wieder einen Rekordwert, der letztes Jahr dann um 15 Prozent übertroffen werden konnte. Ein noch besserer Wert wurde durch die konjunkturelle Abkühlung ab der Jahresmitte verhindert, die einer Branchenumfrage zufolge mit rückläufigen Umsätzen und Auftragseingängen einherging. Dennoch rechnet der AMA Fachverband für Sensorik auch für das laufende Jahr mit einem weiteren Wachstum, wenn auch die Expansionsdynamik mit 5 Prozent deutlich unter dem Wert der beiden Vorjahre bleiben dürfte.

Fokussierung auf das Hochpreissegment

Von dem Sensorik-Gesamtmarkt entfällt der größte Teil allerdings auf standariserte Produkte, die sich ähnlich wie die Speicherchips durch niedrige Margen auszeichnen. Demgegenüber hat sich First 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 43 Prozent und einer Barmittelreserve von 12,8 Mio. Euro kann First Sensor auch solchen Anforderungen genügen, die in Kombination mit dem spezifischen Know-how und der Entwicklungskompetenz relativ hohe Hürden für potenzielle Konkurrenten darstellen.

Größe und Flexibilität

Die mit der Übernahme von SensorTechnics inzwischen erreichte Unternehmensgröße stellt ebenfalls eine wichtige Voraussetzung dar, um die eigene Akquisitivfähigkeit von Großaufträgen sicherzustellen. Die Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette bietet zudem die Möglichkeit, den Kunden nach Wunsch entweder alle Leistungen aus einer Hand anzubieten oder nur die von ihm gewünschten Teilleistungen passgenau zu liefern. Und durch das Vorhalten von mehreren Standorten mit teils gleichem Leistungsspektrum kann First Sensor sehr flexibel auf die Kundenanforderungen reagieren und ein hohes Maß an Liefersicherheit garantieren.

Hohe Synergien

Darüber hinaus erschließt die Kombination mit der SensorTechnics-Gruppe auch Synergiepotenziale im Kosten- wie auch im Technologiebereich. Dies gilt zum Beispiel für das Produktsortiment und die Branchenschwerpunkte, die nur wenige Überschneidungen aufweisen und sich deswegen gut ergänzen. Kostenseitig sieht das Management die Synergien in zusätzlichen Skaleneffekten in der Fertigung, den verbesserten Einkaufskonditionen und in der Internalisierung

von Gewinnmargen für Vorleistungen, die bisher extern zugekauft wurden und die nun innerhalb des Konzerns erbracht werden können. Insgesamt rechnet First Sensor mit der Hebung von Synergieeffekten im siebenstelligen Bereich.

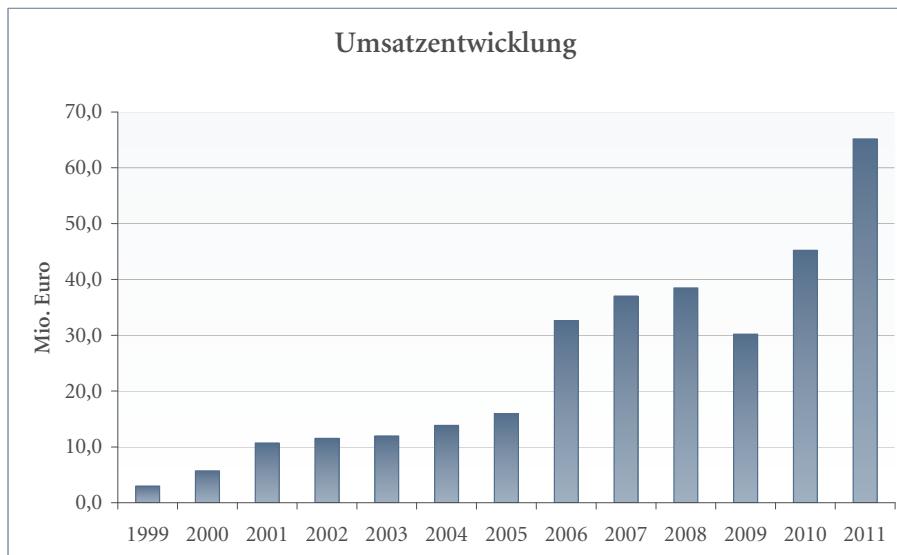
Stärkung des Vertriebs

Ein zentraler Beweggrund für die Übernahme war aber insbesondere die damit einhergehende Stärkung des Vertriebes. Durch die eigene Historie als Value-added-Distributor verfügt Sensortechnics über ein global weitverzweigtes Vertriebsnetz, das sich nach Unternehmensangaben gut mit den Distributionsstrukturen der bisherigen First-Sensor-Gruppe kombinieren lässt. Die gesamte Kundenbasis hat sich durch den Zukauf von 2.000 auf ca. 4.000 erhöht, was dem Unternehmen große Potenziale für das Cross-Selling und das Angebot von passgenau entwickelten Branchenlösungen eröffnet. Damit setzt First Sensor den bereits 2009 als zentrale strategische Stoßrichtung eingeschlagenen Weg des konsequenten Ausbaus der Vertriebsstärke fort, die in den letzten Jahren schon zu zwei weitreichenden Kooperationsvereinbarungen geführt hatte. Dazu gehört die Zusammenarbeit mit Quantum Semiconductor International aus Korea, einem führenden Anbieter von hochqualitativen kundenspezifischen Laserdioden, in deren Rahmen die beiden Partner gegenseitig ihre Produkte vertreiben und gemeinsam neue Laser- und Fotodioden entwickeln. Und im Februar 2011 konnten die Berliner BFI OPTiLAS, den größten europäischen Spezialdistributor für optoelektronische Komponenten, als Partner vorstellen, der seitdem den Vertrieb der First Sensor-Produkte in elf west- und nordeuropäischen Ländern verantwortet.

Geschäftsentwicklung

Langjähriger Wachstumstrend

First Sensor hat seit dem Börsengang im Jahr 1999 eine bemerkenswerte Wachstumsstory geschrieben und den Umsatz von damals knapp 3 Mio. Euro auf zuletzt 65,2 Mio. Euro erhöht. Selbst der tiefe Einbruch im Krisenjahr 2009 hat sich im Nachhinein nur als eine kurze Unterbrechung des Expansionstrends erwiesen. Mit einem Wachstum um 49,7 Prozent wurde bereits 2010 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 lag. 2011 wurde der Wachstumskurs weiter fortgesetzt und der Vorjahreswert mit 65,2 Mio. Euro um 44 Prozent übertroffen. Selbst nach Bereinigung um den Konsolidierungseffekt aus der Übernahme von Sensortechnics betrug der Zuwachs rund 16 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Viertes Quartal schwach

Allerdings wurde der Zuwachs in den ersten drei Quartalen erwirtschaftet, die letzten drei Monate brachten bei separater Betrachtung und korrigiert um die SensorTechnics-Umsätze sogar einen Erlösrückgang um ca. 8 Prozent. Auch das operative Quartalsergebnis blieb ohne Berücksichtigung des SensorTechnics-Beitrags sowie nach Korrektur um die Kosten der Übernahme und der Zusammenführung der Sensorproduktion in Berlin mit 0,8 Mio. Euro hinter dem Vorjahreswert von 1,1 Mio. Euro zurück. Unter Hinzurechnung aller Effekte rutschte das Quartals-EBIT mit -1,6 Mio. Euro sogar in den negativen Bereich.

Geschäftsahlen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Umsatz	16,0	32,6	37,0	38,5	30,2	45,2	65,2
EBIT	2,0	5,2	6,2	-10,9	-1,1	3,6	1,6
EBIT-Marge	12,5%	15,9%	16,8%	-28,5%	-3,7%	8,0%	2,4%
Jahresüberschuss	1,3	3,0	3,8	-11,3	-1,6	2,2	0,4
Nettomarge	8,4%	9,2%	10,4%	-29,3%	-5,3%	4,9%	0,7%

Angaben in Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Sonderposten belasten das Ergebnis

Dementsprechend waren auch die Jahreswerte rückläufig. Das EBIT reduzierte sich von 3,6 Mio. Euro in 2010 auf 1,6 Mio. Euro und der Nettoüberschuss von 2,2 Mio. Euro auf 0,4 Mio. Euro. Wie bereits ausgeführt sind darin aber einmalige Aufwendungen von rund 3 Mio. Euro enthalten, die für den Umzug des MEMS-Bereiches sowie für die Übernahme von SensorTechnics angefallen sind. Ohne diese Posten hätte sich somit die EBIT-Marge auf ca. 7 Prozent belaufen.

Bewertung

Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von First Sensor ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 9,4 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,5 Prozent (gemittelte Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) 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 First-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 und mit ihr das erhöhte 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. Insgesamt halten wir deswegen einen Betafaktor von 1,3 für angemessen, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 9,4 Prozent ergibt.

Umsatzverdopplung angekündigt

Nach dem starken Umsatzanstieg in 2011 hat das Management auch für das laufende Jahr einen kräftigen Umsatzanstieg auf 118 bis 122 Mio. Euro und somit ein Plus von bis zu 88 Prozent angekündigt. Der Löwenanteil hiervon entfällt allerdings auf die erstmalige Konsolidierung von SensorTechnics über volle zwölf Monate. Auf Basis einer Als-ob-Betrachtung wäre das Umsatzziel von 122 Mio. Euro gleichbedeutend mit einem organischen Wachstum von 10 Prozent. Auch für die Folgejahre stellt das Management ein Wachstum in dieser Größenordnung in Aussicht, so dass 2015 die Grenze von 150 Mio. Euro Umsatz geknackt werden könnte. Ergebnisseitig rechnet First Sensor für das laufende Jahr mit einem EBITA von 13 bis 15 Mio. Euro, das bis 2015 auf ca. 22,5 Mio. Euro bzw. 15 Prozent vom Umsatz steigen soll.

Schätzung moderat abgesenkt

Wir haben die SensorTechnics-Übernahme und die sich daraus ergebenden Implikationen für das Schätzgerüst bereits in unserem letzten Update vom 29.11.2011 berücksichtigt. Allerdings war der operative Geschäftsverlauf für uns überraschend schwach, weswegen First Sensor sowohl unsere Umsatz- als auch die Ergebnisschätzung verfehlt hat. Da zudem derzeit noch erhöhte Unsicherheit bezüglich der Kostenstrukturen des vergrößerten Konzerns wie auch hinsichtlich der Integrationserfolge besteht, haben wir dies zum Anlass genommen, sowohl unsere Umsatzschätzung als auch die Annahmen bezüglich der erzielbaren Margen etwas vorsichtiger auszugestalten. So rechnen wir für 2012 nun statt mit 120

mit 118 Mio. Euro Umsatz, auch die unterstellte Wachstumsdynamik in den Folgejahren haben wir abgesenkt, so dass die Grenze von 150 Mio. Euro Umsatz in unserem Modell erst 2016 geknackt wird. Einen langsameren Anpassungspfad haben wir nun auch für die Gewinnentwicklung angenommen, wo die ursprünglich schon für dieses Jahr erwartete Umsatzrendite von 5,5 Prozent nun erst in zwei Jahren erreicht wird. In Summe gehen wir für die nächsten acht Jahre somit von dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf aus:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Erlöse (Mio. Euro)	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%	8,0%
Nettorendite	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,2%	6,5%	8,0%	8,1%
Gewinn (Mio. Euro)	5,13	6,28	7,43	8,75	9,92	11,35	14,92	16,41
Gewinnwachstum	22,3%	18,4%	17,7%	13,4%	14,4%	31,5%	10,0%	

Fairer Wert jetzt 16,74 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen und unter Zugrundelegung eines sich ab 2020 anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent p.a. resultiert ein Ertragswert von 164,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das einem fairen Wert von 16,74 Euro, rund 67 Prozent mehr, als derzeit an der Börse für die Aktie bezahlt wird.

Sensitivitätsanalyse

Wie die Sensitivitätsanalyse zudem zeigt, ist dieses Resultat sehr robust gegen die Variation der Parameter Diskontierungszins und „ewiges“ Wachstum. Selbst im ungünstigsten Fall signalisiert unser Modell noch ein Kurspotenzial von 33,7 Prozent.

Diskontierungszins	„ewiges“ Wachstum				
	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
8,4%	17,70 EUR	18,65 EUR	19,75 EUR	21,04 EUR	22,56 EUR
8,9%	16,41 EUR	17,21 EUR	18,13 EUR	19,20 EUR	20,45 EUR
9,4%	15,28 EUR	15,96 EUR	16,74 EUR	17,64 EUR	18,67 EUR
9,9%	14,27 EUR	14,87 EUR	15,53 EUR	16,29 EUR	17,16 EUR
10,4%	13,38 EUR	13,90 EUR	14,47 EUR	15,12 EUR	15,85 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Mit der Vorlage des ersten Geschäftsberichts nach der Übernahme der Sensor-technics-Gruppe hat First Sensor den Wachstumskurs unterstrichen. Der Umsatz konnte dank, aber nicht nur wegen der Übernahme um 44 Prozent erhöht werden und dürfte sich auch im laufenden Jahr annähernd verdoppeln. Damit hat First Sensor eine Größe erreicht, die den Berlinern die problemlose Teilnahme an Ausschreibungen für die erste Liga der Branche ermöglicht. Die nun an-

stehende Aufgabe lautet, die sich hieraus ergebenden Potenziale möglichst bald in wieder steigende Profitabilität umzumünzen und an die Zeit vor 2008 anzuknüpfen, als First Sensor regelmäßig zweistellige EBIT-Margen ausweisen konnte. Im Hinblick darauf brachte das letzte Geschäftsjahr bedingt durch die schwache Entwicklung im vierten Quartal eine gewisse Enttäuschung, weswegen wir unsere Schätzungen nun etwas abgesenkt haben. Trotzdem sind wir von dem Unternehmen nach wie vor überzeugt und trauen der Aktie weiterhin ein hohes Potenzial zu. Unser Urteil lautet deswegen unverändert „Kaufen“.

Anhang

1. Angaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienherstellung 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: 1), 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 Studentext 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 Perfor-

maxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei 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
29.11.2011	8,90 Euro	Kaufen
06.06.2011	9,19 Euro	Kaufen
11.04.2011	9,81 Euro	Kaufen

Sofern im Studentext 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,
- „Spekulative 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 Täglichen 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.

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