

## Silicon Sensor International AG

### Zusammenfassung

- **Starkes Umsatzwachstum:** Zwischen Oktober und Dezember hat der Berliner Sensorspezialist 9,3 Mio. Euro Erlöst und damit den Wert aus dem dritten Quartal um 19 Prozent übertroffen. Dank dieser überraschend starken Dynamik konnte auch die Erwartung für das Gesamtjahr übertroffen werden, mit 30,2 Mio. Euro reduzierte sich die Einbuße gegenüber 2008 auf „versöhnliche“ 21,5 Prozent.
- **Turnaround gelungen:** Dank der wieder höheren Einnahmen hat sich die Ergebnissituation ebenfalls verbessert. Wenn auch das Gesamtjahr noch mit einem Fehlbetrag endete, konnte auf Quartalsbasis zuletzt ein positives EBIT (0,4 Mio. Euro) und ein geringer Periodenüberschuss (0,2 Mio. Euro) ausgewiesen werden.
- **Wachstum durch Übernahme:** Bereits im neuen Geschäftsjahr wurde mit FST ein Konkurrent übernommen. Damit stärkt Silicon Sensor die eigene Marktposition insbesondere bei Drucksensoren und sichert sich erfahrene Entwicklungskompetenzen wie auch etablierte Kundenkontakte.
- **Solide Bilanzkennzahlen:** Dank zweier Kapitalerhöhungen hat sich die Eigenkapitalquote im Krisenjahr 2009 auf 58 Prozent erhöht, auch die Finanzmittelausstattung ist mit über 17 Mio. Euro (Stand 31.12.) mehr als komfortabel.

## Kaufen (unverändert)

### Kursziel

**10,88 Euro**

Aktueller Kurs

6,10 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	6,10	6,25	6,67
Tief (Euro)	5,55	5,50	4,68
Performance	1,7%	7,4%	31,4%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	55.592	58.600	59.251

### 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	40,4 Mio. Euro
Free Float	ca. 70 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	38,5	30,2	38,8	45,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	5,9%
Umsatzwachstum	4,1%	-21,6%	28,5%	18,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-10,9	-1,1	1,4	5,8	CAGR EpS 07-10 (e)	-
EBIT-Marge	-28,4%	-3,7%	3,6%	12,7%		
EpS	-1,70	-0,25	0,06	0,53	Enterprise Value (Mio. Euro)	36,8
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	Buchwert (Mio. Euro)	35,4
KUV	1,05	1,34	1,04	0,88	EV / Umsatz 10 (e)	0,9
KGV	-	-	96,4	11,6	EV / EBIT 10 (e)	26,3
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	1,1

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Erfreuliche Belebung zum Jahresende*

Bei dem Berliner Sensorspezialisten hat sich im vierten Quartal der seit der Jahresmitte zu beobachtende Trend einer zunehmenden Geschäftsbelebung fortgesetzt. Der Dreimonatsumsatz erreichte 9,3 Mio. Euro und lag damit rund 19 Prozent über dem Wert des vorangegangenen Vierteljahres. Für das Gesamtjahr ergab sich damit ein Umsatz von 30,2 Mio. Euro, womit das Unternehmen sowohl die eigene Prognose (28 Mio. Euro) als auch unsere Erwartung (29 Mio. Euro) übertraf. Auch beim Ergebnis konnte eine sukzessive Besserung vermeldet werden. Nachdem die Gesellschaft bereits kurz vor Weihnachten in einer Pressemitteilung auf das Erreichen der Gewinnzone auf Monatsbasis (im November) hingewiesen hatte, konnte dies nun auch für das gesamte Abschlussquartal bestätigt werden: Demnach lag das Dreimonats-EBIT bei 0,4 Mio. Euro, das Nettoergebnis erreichte 0,2 Mio. Euro. Über die vollen zwölf Monate blieb unter dem Strich aber noch ein Fehlbetrag von 1,7 Mio. Euro, womit die Berliner zwar besser als angekündigt, doch schwächer als von uns erhofft abschnitten.

Mio. Euro	GJ 2008	GJ 2009	Änderung
Umsatz	38,5	30,2	-21,6%
EBIT	-10,9	-1,1	-
Periodenergebnis	-11,3	-1,7	-

*Umsatz- und Gewinnentwicklung von Silicon Sensor; Quelle: Unternehmensangaben*

### *Bilanzrelationen deutlich gestärkt*

Zu der Ergebnisverbesserung beigetragen haben auch massive Kostensenkungsmaßnahmen wie beispielsweise die Verschmelzung der Berliner Töchter auf die AG und ein moderater Personalabbau. In Summe konnten dadurch im Vergleich mit dem Vorjahr der Personalaufwand um 2,8 Mio. Euro und der sonstige betriebliche Aufwand um 1,0 Mio. Euro reduziert werden. Da gleichzeitig das Eigenkapital zweimal erhöht wurde, geht das Unternehmen schlanker und bilanziell gefestigt aus der Krise hervor. Bei der zweiten Kapitalerhöhung, die Anfang November abgeschlossen wurde, konnten insgesamt 2,2 Mio. Aktien zum Stückpreis von 5,5 Euro platziert werden. Die Eigenkapitalquote lag infolgedessen zum Jahresende bei 58 Prozent, die liquiden Mittel beliefen sich zum Bilanzstichtag auf 17,1 Mio. Euro und damit auf über 40 Prozent der aktuellen Marktkapitalisierung. Hierbei wirkten sich nicht nur die beiden Kapitalerhöhungen positiv auf den Finanzmittelbestand aus, sondern auch der operative Cashflow, der trotz des Periodenfehlbetrages mit 1,1 Mio. Euro im Plus blieb.

### *Übernahme stärkt Marktposition*

Inzwischen dürfte sich die Cash-Position allerdings wieder etwas reduziert haben. Denn das Unternehmen hat der Ankündigung, einen Teil der Emissionserlöse für Zukäufe nutzen zu wollen, relativ rasch Taten folgen lassen und im März die komplette Übernahme der First Sensor Technology GmbH (FST) aus Berlin bekannt gegeben. Die neue Tochtergesellschaft wurde 1999 als eine Ausgrün-

derung der TU Berlin formiert und konnte sich seitdem als einer der führenden Anbieter von MEMS-Sensorik (es handelt sich hierbei um miniaturisierte Sensorsysteme, deren Komponenten im Mikrometerbereich liegen) etablieren. Im vergangenen Jahr hat FST – nach Unternehmensangaben bis zur Übernahme der letzte konzernunabhängige deutsche Anbieter von Drucksensoren – einen Umsatz von 4 Mio. Euro und ein positives Ergebnis erzielt.

## Ausblick

### *Ausblick angehoben*

Dank dieser Übernahme, die ab dem zweiten Quartal konsolidiert werden soll, rechnet Silicon Sensor nun damit, im laufenden Jahr einen Umsatz zwischen 38 und 40 Mio. Euro zu erzielen und damit ein Wachstum von bis zu 33 Prozent zu erreichen. Dazu beitragen sollte aber auch die Belebung des angestammten Geschäfts, die sich Unternehmensangaben zufolge auch im ersten Quartal fortgesetzt hat. Der Auftragsbestand lag bereits zum Jahreswechsel mit 15,2 Mio. Euro rund 15 Prozent über dem Niveau von Ende September. Gegenüber dem letztjährigen Stichtag betrug der Rückgang nur noch 4,9 Prozent, womit der dramatische Einbruch von Anfang 2009 weitgehend aufgeholt werden konnte. Da zudem ab 2012 der neue Auftrag über 2 Mio. Drucksensoren für einen Automobilhersteller (siehe unser Update vom 7. September 2009) ebenso zum Tragen kommt wie mehrere in jüngster Vergangenheit lancierte Entwicklungsprojekte, rechnen die Berliner mit einer Fortsetzung des Expansionskurses. Demnach soll das organische Wachstum in den nächsten drei Jahren jeweils mindestens 20 Prozent betragen, für 2015 wird unverändert ein Jahresumsatz von 100 Mio. Euro angestrebt. Dabei soll die Umsatzrendite bereits ab dem übernächsten Jahr im zweistelligen Bereich liegen.

### *Akquisition berücksichtigt*

Wie schon bisher, bleiben unsere Schätzungen weiterhin deutlich unter dieser Marke. Stattdessen rechnen wir auch nach der Erhöhung unserer Umsatzreihe durch die FST-Akquisition für das Jahr 2015 lediglich mit Erlösen von 75 Mio. Euro. Auch in punkto Rentabilität bleiben wir zunächst abwartend. Die postulierten Werte erscheinen zwar durchaus realistisch und wurden bereits in der Vergangenheit von Silicon Sensor erreicht, doch liegt dies schon mehrere Jahre zurück. Seit der Übernahme der Dresdner MPD hingegen blieb die Ergebnisentwicklung hinter unseren Erwartungen (zugegebenermaßen auch durch Sondereffekte wie den Fabrikneubau und den Umzug), so dass wir noch skeptisch sind, ob der vergrößerte Konzern mit einem höheren Anteil von Großserienprodukten seine alte Profitabilität wieder erreichen kann. Aus diesem Grund kalkulieren wir mit einer – immer noch sehr ordentlichen – Zielrendite von 9,5 Prozent, die wir zudem aus Vorsichtsüberlegungen ab 2015 wieder abschmelzen lassen. Insgesamt basiert unsere Bewertung somit auf dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>38,8</b>	<b>45,8</b>	<b>52,7</b>	<b>60,0</b>	<b>67,8</b>	<b>75,3</b>	<b>82,1</b>	<b>88,6</b>
Erlöswachstum		18,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	9,0%	8,0%
Nettorendite	1,1%	7,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>0,42</b>	<b>3,50</b>	<b>5,00</b>	<b>5,70</b>	<b>6,44</b>	<b>6,78</b>	<b>6,98</b>	<b>7,09</b>
Gewinnwachstum		735%	43%	14%	13%	5%	3%	2%

**Fairer Wert 10,88 Euro je  
Aktie**

Hieraus resultiert ein Ertragswert von 72,1 Mio. Euro. Die Erhöhung gegenüber dem letzten Update (59,4 Mio. Euro) resultiert dabei aus einem geringeren Diskontierungssatz (9,7 Prozent, bestehend aus einer Umlaufrendite von 2,8 Prozent, einem Aktienpremium von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,3) und der Integration von FST in das Schätzgerüst. Je Aktie ergibt sich hingegen mit 10,88 Euro ein geringerer Wert als zuletzt, worin sich die starke Verwässerung der Aktienbasis im Zuge der letzten Kapitalerhöhung widerspiegelt. Nichtsdestotrotz sehen wir den fairen Wert nach wie vor rund 80 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs.

**Fazit**

**Unser Anlageurteil:  
„Kaufen“**

Silicon Sensor hat die Krise überwunden und geht dank mehrerer zukunftsgerichteter Weichenstellungen gestärkt ins neue Jahr. Nachdem der Umsatztrend bereits zum dritten Quartal gedreht hatte, konnte der Berliner Sensorspezialist auch zwischen Oktober und Dezember zulegen und diese Dynamik nach eigenen Angaben auch in die ersten drei Monate 2010 übertragen. Auch beim Ergebnis wurde im Spätherbst der Turnaround vollzogen, in der laufenden Periode dürfte nun ebenfalls auf Jahresbasis wieder ein deutlicher Gewinn ausgewiesen werden. Da zudem sowohl die Bilanz als auch die Liquidität dank zweier Kapitalerhöhungen deutlich gestärkt und die Kosten durch die Krisenabwehrmaßnahmen spürbar gesenkt werden konnten, hat sich das Unternehmen den Spielraum verschafft, um wieder auf Wachstumskurs zu gehen. Mit der Übernahme eines ebenfalls in Berlin ansässigen Konkurrenten wurde bereits ein erstes Ausrufezeichen gesetzt, angesichts der vollen Kassen dürften noch weitere Zukäufe zu erwarten sein. Doch auch ohne weitere Akquisitionen bietet die Aktie nach unserer Einschätzung ausreichend Potenzial. Das Unternehmen gehört auf seinem Gebiet zu den Technologieführern, ist im Markt etabliert, weist solide Bilanzkennzahlen auf und ist nach unseren Berechnungen deutlich unterbewertet. Wir bekräftigen daher unser bisheriges Urteil und stufen die Aktie weiterhin mit „Kaufen“ ein.

## 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)

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher 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. **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.**

## Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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 Dipl.-Volkswirt Dr. A. 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. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** 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>
07.09.2009	5,60 Euro	Kaufen
16.06.2009	5,31 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“ eine 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 und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet 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.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen 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 entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: (keine)**

## 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 Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.