

Akt. Kurs (27.03.08, 15:30, Xetra): 8,41 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **15,00 (26,00) EUR**

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

## Kurzbeschreibung

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

## Anlagekriterien

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	22,33 €	7,77 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	8,41 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	3.879.650	
<b>Streubesitz:</b>	63,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	32,6 Mio. €	

## Vorläufige Zahlen unter unseren Erwartungen

Silicon Sensor meldete Ende Februar die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007. Demnach steigerte das Berliner Unternehmen seinen Umsatz um rund 13 Prozent auf über 37 (Vj. 32,6) Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) verbesserte sich mit einer Zuwachsrate von 19 Prozent auf 6,5 (5,5) Mio. Euro überproportional. Der für eine Einschätzung des zukünftigen Geschäftsverlaufes wichtige Auftragsbestand verbesserte sich zum Stichtag 31.12.2007 um 11 Prozent auf 22,8 (20,5) Mio. Euro.



Quelle: Market-Maker

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter legte mit einem Plus von 44 Prozent aufgrund eines Steuereffektes noch deutlicher auf 4,3 (3,0) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 1,18 (0,87) Euro einher geht. In diesem Zusammenhang haben wir unsere Dividendenprognose um 5 Cent auf 0,15 Euro je Anteilsschein gesenkt.

Insgesamt lagen die Zahlen deutlich unter unseren Schätzungen, fielen jedoch nach unserem Eindruck besser aus, als es viele Marktteilnehmer im Zuge der nebulösen Nachrichtenlage nach Bekanntgabe von Verzögerungen bei wichtigen Investitionsvorhaben erwartet hatten.

## Kennzahlen

	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	32,6	37,2	39,0	45,0
<i>bisher</i>	---	39,0	47,5	---
<b>EBIT</b>	5,5	6,5	6,7	9,4
<i>bisher</i>	---	7,8	11,1	---
<b>Jahresüb.</b>	3,0	4,3	4,2	6,1
<i>bisher</i>	---	4,9	7,2	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,87	1,18	1,09	1,57
<i>bisher</i>	---	1,34	1,85	---
<b>Dividende</b>	0,10	0,15	0,20	0,25
<i>bisher</i>	---	0,20	0,30	---
<b>KGV</b>	9,7	7,1	7,7	5,4
<b>Div.rendite</b>	1,2%	1,8%	2,4%	3,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Deutliche Reduzierung unserer Schätzungen wegen Wachstumspause

In 2008 werden Verzögerungen bei der Inbetriebnahme der neuen Produktionsanlagen am Standort Berlin zu Umsatzausfällen führen, da die Anlagen erst ungefähr ab August anstatt schon zu Jahresanfang von den derzeitigen gemieteten Flächen in den Neubau umgesetzt werden können. In diesem Zusammenhang entstehen höhere Mietkosten, die sich im sonstigen Ergebnis negativ bemerkbar machen, da die Räumlichkeiten für die momentane Produktion länger als geplant angemietet werden müssen. Insgesamt stellt das laufende Geschäftsjahr nach Unternehmensangaben ein Übergangsjahr dar, das die notwendige Basis für weiteres Wachstum schaffen sollte.

Wir haben diese Entwicklung, die Finanzvorstand Dr. Giering in einem Interview mit GSC Research bereits Ende Januar umriss, jetzt auch in unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2008 eingearbeitet. In Anlehnung an die von 43 auf 38 Mio. Euro herab gesetzte neue Prognose des Unternehmens rechnen wir jetzt mit einem Umsatz von 39,0 (bisher 47,5) Mio. Euro, was nach wie vor leicht über der „Guidance“ des Unternehmens liegt.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auf Ertragsebene rechnen wir wegen der angesprochenen Mehraufwendungen im Zuge der verzögerten Aufnahme der Produktion in den neuen Fertigungslinie nur mit einem marginal höheren operativen Ergebnis (EBIT) von 6,7 (bisher 11,1) Mio. Euro. Das leicht verschlechterte Finanzergebnis und die in 2007 enthaltenen positiven Steuereffekte führen nach unseren Schätzungen zu einer Stagnation des Jahresüberschusses bei 4,2 (7,3) Mio. Euro, was

ein auf 1,09 (1,85) Euro sinkendes Ergebnis je Aktie zur Folge hätte. In diesem Zusammenhang haben wir auch unsere Dividendenprognose auf 0,20 (0,30) Euro nach unten korrigiert.

In 2009 rechnen wir mit einer Wiederaufnahme des Wachstumskurses bei Silicon Sensor und erwarten eine Umsatzzunahme um 16 Prozent auf 45 Mio. Euro, die sich auch nach dem sukzessiven Auslaufen der zusätzlichen Belastungen auf der Kostenseite in einem um über 40 Prozent auf 6,1 Mio. Euro anwachsenden Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bemerkbar machen sollte. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf einen Wert von 1,57 Euro einstellen.

Insgesamt entsprechen unsere reduzierten Prognosen einer zeitlichen Verschiebung des von uns eigentlich schon für das laufende Jahr erwarteten Umsatz- und Ergebnisschubs um rund 15 Monate nach hinten. Die langfristige Wachstumsstory von Silicon Sensor ist nach unserer Überzeugung aber nach wie vor intakt, wenngleich dies am Kapitalmarkt derzeit offenbar völlig anders gesehen wird.

### **Bewertung**

Einen 100-prozentig passenden börsennotierten Mitbewerber gibt es unserer Meinung nach für Silicon Sensor nicht. Für die Peer Group haben wir deshalb drei Unternehmen gewählt, die trotz teilweise deutlich abweichender Firmengröße und strategischer Ausrichtung zumindest eingeschränkt mit dem Berliner Sensor-Spezialisten vergleichbar sind.

Der japanische Konzern Hamamatsu Photonics (Umsatz 2007: 616 Mio. €) ist auf das Massengeschäft fokussiert, während das US-Unternehmen PerkinElmer (1,1 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, schreibt allerdings seit einiger Zeit rote Zahlen, weswegen diese Zahlen momentan nicht in unsere Bewertung einfließen.

Aufgrund der gegenüber PerkinElmer und Hamamatsu deutlich geringeren Unternehmensgröße haben wir auf deren Bewertung einen Abschlag von 30 Prozent vorgenommen und legen damit ein durchschnittliches KGV von 12,2 (bisher 15,0) zugrunde. Der Peer-Group-Vergleich liefert auf Basis der Konsensus-Gewinnschätzungen für das Jahr 2008 damit einen fairen Wert von 13,20 (27,88) Euro je Silicon-Sensor-Aktie.

Aus unserem DCF-Modell (Ausgangs-Cash Flow 0,9 Mio., Abzinsungszinssatz 7,28%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein Zwischenergebnis von 16,62 (24,21) Euro je Aktie. Als Durchschnitt aus dem Peer-Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich somit ein Wert von 14,91 (26,05) Euro je Aktie, den wir auf unser neues Kursziel von 15,00 Euro runden.

Das drastisch reduzierte Kursziel resultiert hauptsächlich aus unseren stark zurückgenommenen Gewinnschätzungen, die einen negativen Einfluss in beiden Modellen haben. Im DCF-Modell macht sich zudem der negative Basis-effekt der bewertungstechnisch entscheidenden Cash-Flow-Komponente in der Ewigkeit mit einer großen Hebelwirkung bemerkbar.

**Fazit**

Mit den vorgelegten unter den Erwartungen liegenden vorläufigen Zahlen und der angekündigten „Atempause“ in 2008 hat die bislang makellose Wachstumsstory von Silicon Sensor erstmals einen Kratzer abbekommen. Auf der anderen Seite haben wir mit nach den Verlautbarungen des Unternehmens mit deutlich schlechteren Werten für das vierte Quartal und einem noch zurückhaltenderen Ausblick auf das laufende Jahr gerechnet.

Nichtsdestotrotz sind die jetzt vorgenommenen Investitionen notwendig und sinnvoll und sollten Silicon Sensor mittelfristig wieder auf den Wachstumspfad zurück kehren lassen. Die Börse hat daher unseres Erachtens in ihrer Reaktion maßlos übertrieben, da das von uns geschätzte KGV für 2008 beim aktuellen Kursniveau lediglich 7,7 beträgt und im kommenden Jahr weiter sinken wird. Die unverändert vorhandenen Wachstumschancen von Silicon Sensor sind daher aktuell nicht einmal ansatzweise im Kurs enthalten.

Trotz unserer drastisch zurückgenommenen Prognosen erneuern wir daher das Anlageurteil „Kaufen“, allerdings bei einem von 26 auf 15 Euro stark reduzierten Kursziel.

## **Aktionärsstruktur**

Kairos Investment Management Ltd., London	13,59%
DWS	5,87%
KST Beteiligungs AG	5,10%
Lupus Alpha Investment S.A., Luxemburg	3,19%
Universal Investment Gesellschaft mbH	2,86%
Deutsche Bank (FPM Funds, Sicav, Luxemb.)	2,82%
Highclere International Investors Ltd., London	2,72%
Streubesitz	63,85%

## **Termine**

28.03.2008	Veröffentlichung Jahresabschluss 2007
31.03.2008	Bilanzpressekonferenz
29.05.2008	Veröffentlichung 3-Monatsbericht 2008
18.06.2008	Hauptversammlung
28.08.2008	Veröffentlichung 6-Monatsbericht 2008
27.11.2008	Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2008

## **Kontaktadresse**

Silicon Sensor International AG  
Charlottenstraße 57  
D-10117 Berlin

E-Mail: [ir@silicon-sensor.de](mailto:ir@silicon-sensor.de)  
Internet: <http://www.silicon-sensor.com>

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Dr. Hans-Georg Giering

Tel.: +49 (0) 30 / 209457 - 10  
Fax: +49 (0) 30 / 209457 - 19  
Email: [giering@silicon-sensor.com](mailto: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 „Kaufen“ 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
26.11.2007	17,79 €	Kaufen	26,00 €
06.08.2007	19,68 €	Kaufen	25,00 €
01.06.2007	17,10 €	Kaufen	23,00 €
30.03.2000	13,22 €	Kaufen-	20,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.07):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	66,7%	72,7%
Halten	28,1%	27,3%
Verkaufen	5,3%	0,0%

### 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](http://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.