

Akt. Kurs (05.08.08, 11:28, Xetra): 7,06 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **14,00 (15,00) 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
Kurs 12 Mon.:	22,33 €	5,11 €
Aktueller Kurs:	7,06 €	
Aktienzahl ges.:	3.879.650	
Streubesitz:	83,5%	
Marktkapitalis.:	27,4 Mio. €	

Vorläufige Halbjahreszahlen überraschen positiv

Silicon Sensor veröffentlichte am 29. Juli seine vorläufigen Zahlen für das erste Halbjahr 2008. Demnach steigerte das Berliner Unternehmen seinen Umsatz um rund 10 Prozent auf 20,6 (Vj. 18,8) Mio. Euro. Der Auftragsbestand sank um 13,0 Prozent auf 18,0 (20,7) Mio. Euro, was im Zusammenhang mit dem Übergangs-Charakter des laufenden Geschäftsjahres unseres Erachtens in seiner Bedeutung aber nicht überinterpretiert werden sollte.

Auf der Kostenseite machten sich die zugenommenen Materialkosten und die im Vorgriff auf zukünftiges Wachstum gestiegenen Personalkosten stark bemerkbar, so dass sich der operative Gewinn (EBIT) um fast ein Fünftel auf 3,8 (4,5) Mio. Euro zurückbildete. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter profitierte hingegen von einer geringeren Steuerlast und hielt mit 2,5 (2,6) Mio. Euro nahezu das Vorjahresniveau.

Insgesamt bewegten sich die jetzt gemeldeten vorläufigen Zahlen für das erste Halbjahr im Rahmen unserer Ende März reduzierten Erwartungen.



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	32,6	37,0	39,5	45,0
<i>bisher</i>	---	37,2	39,0	---
EBIT	5,5	6,6	5,1	7,8
<i>bisher</i>	---	6,5	6,7	9,4
Jahresüb.	3,0	4,3	3,1	5,0
<i>bisher</i>	---	---	4,2	6,1
Erg./Aktie	0,87	1,15	0,80	1,29
<i>bisher</i>	---	1,18	1,09	1,57
Dividende	0,10	0,10	0,10	0,15
<i>bisher</i>	---	0,15	0,20	0,25
KGV	8,1	6,1	8,8	5,5
Div.rendite	1,4%	1,4%	1,4%	2,1%

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

Konkretisierter Ausblick für das zweite Halbjahr

Vor dem Hintergrund des anstehenden Umzugs in neue Produktionsanlagen in Berlin war für uns die Konkretisierung des Unternehmensausblicks für das zweite Halbjahr wesentlich interessanter. Demnach erhöhte Silicon Sensor seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr auf 39,4 (bisher 38,0) Mio. Euro und bestätigt damit unsere bisherige etwas optimistischere Schätzung von 39 Mio. Euro.

Der durch den im August anstehende Produktionsausfall wird laut Unternehmensangaben durch einen Lagerabbau im zweiten Halbjahr ausgeglichen. Somit sind die Zahlen des ersten Halbjahres in einigen GuV-Positionen um bis zu 1,5 Mio. Euro verzerrt. Wie bereits auf der Hauptversammlung kommuniziert, konkretisierte Vorstand Dr. Giering im Gespräch mit GSC die unternehmenseigene Guidance für das EBIT im laufenden Geschäftsjahr in einer Spannbreite von 4,7 bis 5,5 (bisher 4,5-6,5) Mio. Euro.

Insgesamt bewerten wir die begleitenden Ausführungen zu den vorläufigen Halbjahreszahlen als positiv, da sie uns eine verlässlichere Quantifizierung der Sondereffekte im Übergangsjahr 2008 ermöglichen, wenngleich sich abzeichnet, dass unsere Erwartungen auf Ergebnisebene nicht erreicht werden.

Überarbeitung unserer Schätzungen nach konkretisierter Prognose

In Anlehnung an die zitierten Ausführungen von Silicon Sensor haben wir unsere Prognose für den Umsatz auf 39,5 (bisher 39,0) Mio. Euro leicht heraufgesetzt, da wir davon ausgehen, dass Silicon Sensor das selbst gesteckte Ziel bezüglich dieser Kennzahl eher noch übertreffen wird.

Unsere Schätzung für das EBIT haben wir dagegen auf 5,1 (bisher 6,7) Mio. Euro und somit auf die Mitte des vom Unternehmen kommunizierten Prognoseintervalls herabgesetzt. Ausschlaggebend für die Reduktion ist der im Vorgriff auf die weitere Expansion des Unternehmens erhöhte Ansatz der Personalaufwendungen, dem noch nicht die entsprechenden ergebniswirksamen Umsätze entgegen stehen. Hingegen haben wir unsere Schätzung für den Materialaufwand gesenkt, da der Effekt hier von einem erhöhten Lageraufbau in der GuV-Position „Bestandsveränderungen“ kompensiert wird.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nunmehr bei 3,1 (4,2) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,80 (1,09) Euro nach sich ziehen würde. Demzufolge gehen wir nur noch von einer mit 0,10 Euro unveränderten Dividendenzahlung aus.

In 2009 rechnen wir mit einer Wiederaufnahme des Wachstumskurses bei Silicon Sensor und erwarten eine Umsatzzunahme um 14,4 Prozent auf unverändert 45,0 Mio. Euro, die sich auch nach dem sukzessiven Auslaufen der zusätzlichen Belastungen auf der Kostenseite in einem um über 60 Prozent auf 5,0 (bisher 6,1) Mio. Euro anwachsenden Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bemerkbar machen sollte. Die Prognoserevision ergibt sich aus höher als bislang angesetzten Material- und Personalkosten.

Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf einen Wert von 1,29 (1,57) Euro belaufen. Unsere Dividendenschätzung haben wir in Anpassung an die geschilderte Entwicklung auf 0,15 (0,25) Euro reduziert.

Insgesamt sehen die Zahlen nach unseren Schätzungsänderungen jetzt als belastbarer an, da sich die Auswirkungen des Umzugs der Fertigung konkretisieren. Diese mit kurzfristig höheren Kosten verbundene Maßnahmen sollte sich jedoch langfristig auszahlen, so dass wir der Überzeugung sind, dass die Equity-Story von Silicon Sensor weiterhin Wachstumscharakter besitzt.

Bewertung

Einen hundertprozentig 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.

Die japanische Firma Hamamatsu Photonics (Umsatz 2007: 616 Mio. €) ist auf das Massengeschäft fokussiert, während der US-Konzern 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 und bewegt sich in der gleichen Größenliga, 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. In Anbetracht des Übergangscharakters des diesjährigen Geschäftsjahres haben wir als Basis den Mittelwert unserer Schätzungen für den Gewinn je Aktie von 1,04 für 2008 in Höhe von 0,80 und für 2009 von 1,29 Euro verwendet. Damit wollen wir den in diesem Jahr unterzeichneten Gewinnverlauf etwas glätten, ohne die Bewertungsrelevanz der aktuellen Entwicklung bei Silicon Sensor vollständig aus unserem Modell auszublenden.

Auf Basis des durchschnittlichen KGV der Peer Group von 12,2 (bisher 12,2) ergibt sich somit ein erstes Zwischenergebnis von 12,78 (13,20) Euro je Silicon-Sensor-Aktie.

Aus unserem DCF-Modell (Ausgangs-Cash Flow 0,9 Mio., Abzinsungszinssatz 7,62%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 15,02 (bisher 16,62) Euro je Aktie. Als Durchschnitt aus dem Peer-Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich somit ein Wert von 13,90 (14,91) Euro je Aktie, den wir auf unser neues Kursziel von 14,00 (15,00) Euro runden.

Das leicht reduzierte Kursziel resultiert neben dem marginal gestiegenen Zinsniveau vor allem auf den von uns nochmals etwas zurückgenommenen Prognosen für die Gewinnreihe von Silicon Sensor.

Fazit

Der Kurs der Silicon Sensor-Aktie geriet in den letzten Monaten von mehreren Seiten unter Druck. Neben der vor allem Wachstumswerten treffenden allgemeinen Börsenentwicklung belastete die Reduzierung des Anteilsbesitzes des ehemals größten Aktionär Kairos Investment von 13,6 auf nur noch 2,2 Prozent den Kurs. Zudem belasten die mit dem Umzug in neue Produktionsanlagen zusammenhängenden Aufwendungen die GuV und damit auch die auf die Anlageentscheidungen einwirkenden Bewertungsmodelle der Analysten.

Insgesamt denken wir, dass die Börse in ihrer Reaktion derzeit ein Ende der Wachstumsstory von Silicon Sensor im Kurs berücksichtigt, was sich in einem KGV von unter 6 für das nächste Geschäftsjahr widerspiegelt. Wir möchten an dieser Stelle hingegen nochmals den Übergangscharakter des laufenden Geschäftsjahres betonen und sehen daher im derzeitigen Kursniveau eine gute Einstiegs Gelegenheit für langfristig denkende Investoren.

Auch wenn es noch eine gewisse Zeit brauchen wird, um wieder an die alten Wachstumsraten anzuknüpfen, birgt selbst eine Kursnormalisierung unserer Meinung nach ein ausreichendes Kurspotenzial. Wir erneuern somit unsere Kaufempfehlung mit einem leicht reduzierten Kursziel von 14 Euro.

Aktionärsstruktur

DWS	5,87%
Highclere International Investors Ltd., London	3,86%
Deutsche Bank (FPM Funds, Sicav, Luxemb.)	2,82%
Kairos Investment, London	2,20%
Universal Investment Gesellschaft mbH	1,73%
Streubesitz	83,52%

Termine

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
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

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
27.03.2008	8,41 €	Kaufen	15,00 €
26.11.2007	17,79 €	Kaufen	26,00 €
06.08.2007	19,68 €	Kaufen	25,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,2%	65,4%
Halten	25,8%	26,9%
Verkaufen	9,1%	7,7%

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.