

Akt. Kurs (07.01.09, 11:57, Xetra): 5,50 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **11,40 (14,00) EUR**

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

Kurzbeschreibung

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

Anlagekriterien

Neunmonatszahlen im Zeichen des Umzugs in die neuen Gebäude

Das Geschäftsjahr 2008 steht bei Silicon Sensor im Zeichen des inzwischen vollzogenen Umzuges in die neuen Räumlichkeiten in Berlin-Köpenick. Dieser wurde im vierten Quartal vollzogen. Um die Umsatzausfälle während der mehrwöchigen Produktionspause in Grenzen zu halten, wurde soweit es möglich war bereits in den ersten drei Quartalen mit der Spitze in Q3 vorproduziert, was sich in der GuV in einem atypisch hohen Lageraufbau äußerte. Insofern verzichten wir mangels alleiniger Aussagekraft auf eine isolierte Kommentierung der Zahlen für das dritte Quartal und konzentrieren uns an dieser Stelle auf die Neunmonatszahlen.

Der Umsatz legte nach neun Monaten um 7,3 Prozent auf 29,5 (Vj. 27,5) Mio. Euro zu. Das Betriebsergebnis bildete sich plangemäß um 9,6 Prozent auf 5,2 (5,8) Mio. Euro zurück. Die Ursache lag vor allem in dem mit dem Umzug zusammenhängenden überproportionalen Zunahme der Sonstigen betrieblichen Aufwänden um 12,8 Prozent auf 4,4 (3,9) Mio. Euro.

Zudem wuchs auch der Personalaufwand mit 14,4 Prozent auf 10,5 (9,2) Mio. Euro, was zwei Ursachen hatte. Zum einen nutzte Silicon Sensor eine laut Vorstand Dr. Giering günstige Situation auf dem Arbeitsmarkt für Ingenieure zur Rekrutierung von qualifizierten neuen Mitarbeitern, um das geplante Wachstum in den nächsten Jahren stemmen zu können, zum anderen erbrachten eigene Mitarbeiter auch erhebliche Planungsleistungen im Hinblick auf den Umzug. Der Materialaufwand wuchs mit 7,9 Prozent auf 10,3 (9,5) Mio. Euro weitgehend proportional zum Umsatz.

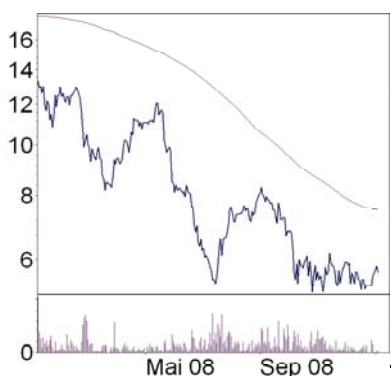
Der Jahresüberschuss nach Steuern reduzierte sich entgegen des Umsatz-trends um fast ein Viertel auf 3,0 (3,9) Mio. Euro. Die Ursache dafür lag in einer aufgrund von Sondereffekten auf 38 (28) Prozent erhöhten Steuerquote. Das Ergebnis je Aktie belief sich nach neun Monaten somit auf 0,76 (1,08). Bis auf die überraschend hohe Steuerquote bewegten sich die gemeldeten Zahlen in unserem Erwartungskorridor. Das Unternehmen hatte frühzeitig die Auswirkungen des Umzuges kommuniziert, so dass sich alle Kapitalmarktteilnehmer darauf einstellen konnten.

Ausblick für das Gesamtjahr in Teilen leicht modifiziert

Bei der 2. GSC Small- and Microcap-Konferenz am 3. Dezember bestätigte Vorstand Dr. Giering seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr 2008 in Höhe von 39,4 Mio. Euro.

Eine kleine Abweichung gegenüber dem unteren Ende des bei Vorlage der Halbjahreszahlen kommunizierten Bandbreite gab es hingegen beim EBIT. Dieses sollte sich bislang in einer Spannweite von 4,7 bis 5,5 Mio. Euro bewegen, was jetzt von Silicon Sensor auf 4,2 Mio. Euro nach unten korrigiert wurde. Die Abweichung von 0,5 Mio. Euro erklären wir uns neben den Un-

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	14,93 €	4,98 €
Aktueller Kurs:	5,50 €	
Aktienzahl ges.:	3.901.150	
Streubesitz:	89,1%	
Marktkapitalis.:	21,5 Mio. €	



Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	32,6	37,0	39,5	43,0
<i>bisher</i>	---	---	---	45,0
EBIT	5,5	6,6	4,2	5,5
<i>bisher</i>	---	---	5,1	7,8
Jahresüb.	3,0	4,3	2,4	3,4
<i>bisher</i>	---	---	3,1	5,0
Erg./Aktie	0,87	1,15	0,62	0,86
<i>bisher</i>	---	---	0,80	1,29
Dividende	0,10	0,10	0,10	0,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	6,3	4,8	8,9	6,4
Div.rendite	1,8%	1,8%	1,8%	2,7%

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

wägbarkeiten einer exakten Schätzung der Umzugskosten auch mit möglichen Abfindungszahlungen an den ehemaligen Vorstand Dr. Kriegel, der Mitte September 2008 Silicon Sensor verlassen hat.

Anpassung unserer Schätzungen an Prognose und Umfeld

In Anlehnung an die zitierten Ausführungen von Silicon Sensor haben wir unsere Prognose für den Umsatz in 2008 mit 39,5 Mio. Euro unverändert gelassen. Auf der Ergebnisseite haben wir jedoch unsere Schätzungen an die aktualisierte Prognose von Silicon Sensor angepasst. Unsere Schätzung für das EBIT haben wir somit auf 4,2 (bisher 5,1) Mio. Euro herab gesetzt.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nunmehr bei 2,4 (4,2) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 0,60 (0,80) Euro nach sich ziehen würde. Auf der GSC-Veranstaltung am 3. Dezember in Düsseldorf führte Dr. Giering aus, dass die operative Ertragsstärke seiner Meinung nach ungefähr auf dem Niveau von 0,80 Euro gelegen hätte, was unserer bisherigen Schätzung entspräche. Die zahlreichen gegen Ende des Jahres in den Fokus geratenen in- wie externen Sondereffekte ließen jedoch eine Aufrechterhaltung dieser Prognose nicht mehr zu. Demzufolge gehen wir jetzt nur noch von einer mit 0,10 Euro unveränderten Dividendenzahlung aus.

In 2009 rechnen wir trotz der durchwachsenen Konjunkturaussichten mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses bei Silicon Sensor. Wir teilen nicht die Einschätzung einiger Beobachter der Silicon Sensor-Aktie, die den Wert momentan als „Automobilzulieferer“ mit den damit einher gehenden Konsequenzen für das eigene Geschäft einstufen. Für 2008 rechnet das Unternehmen hier mit einem Umsatzanteil von ungefähr einem Fünftel. Wir gehen jedoch davon aus, dass das auch Silicon Sensor sich nicht gänzlich immun gegen die allgemeine Konjunkturlage ist. Dies könnte sich z.B. Wünschen nach Lieferverschiebungen in das zweite Halbjahr äußern.

Wir reduzieren daher unsere Schätzung für das Umsatzwachstum auf 9,4 (14,4) Prozent, was in absoluten Zahlen ein Volumen von 43,0 (45,0) Mio. Euro bedeuten würde. In Zeiten in denen einige Firmen mit Umsatzeinbußen rechnen würden wir das immer noch für ein sehr gutes Resultat halten. Gegebenfalls müssen wir unsere Schätzungen überarbeiten, da eine genaue Quantifizierung der Effekte für 2009 aufgrund des breiten Branchen- und Kundenmix der Silicon Sensor AG aktuell schwierig ist.

Auf der Ergebnisseite sollten Impulse vor allem durch den Rückgang der Sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach dem Umzug stammen. Wir rechnen hier mit einem operativen Ergebnis (EBIT) von 5,5 (7,8) Mio. Euro. Diese niedrigere Gewinnausweis resultiert hauptsächlich aus der Hebelwirkung des von uns konjunkturbedingt leicht zurückgenommenen Umsatzschätzung.

Den Jahreüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir im kommenden Geschäftsjahr aufgrund einer mit 30 Prozent um vier Punkte niedrigeren Steuerquote als in diesem Jahr bei 3,3 (5,0) Mio. Euro. Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf einen Wert von 0,85 (1,29) Euro belaufen. Unsere Dividendenschätzung haben wir mit 0,15 Euro jedoch unverändert gelassen.

Nach zwei besonderen Jahren mit dem Umzug in 2008 und einem für Silicon Sensor eher niedrigeren Wachstum in 2009, gehen wir davon aus, dass das Berliner Unternehmen mit einem Aufhellen des Konjunkturrhimmels in 2010 wieder mit Wachstumsraten von mindestens 10 bis 20 Prozent in den in der strategischen Planung fest gehaltenen Wachstumskorridor zurückkehren wird.

Bewertung

Einen hundertprozentig passenden börsennotierten Mitbewerber gibt es unserer Meinung nach für Silicon Sensor nicht. Für die Peer Group hatten 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.

Um unsere Bewertung auf eine breitere Basis zu stellen und die allgemeine Börsentendenz besser abzubilden haben wir die Peer Group jetzt um vier weitere Unternehmen erweitert. Harvatek (Taiwan), Kitron (Norwegen), Luna Innovations (USA) und Kyocera Mita (Japan) weisen mindestens in Teilbereichen Berührungspunkte mit dem Geschäftsgebiet von Silicon Sensor auf. Die Aktie von Luna Innovations bleibt jedoch im Augenblick außen vor, da das Unternehmen derzeit noch Verluste ausweist.

Aufgrund der gegenüber fast allen – außer Luna Innovations - deutlich geringeren Unternehmensgröße haben wir auf deren Bewertung einen Abschlag von 30 Prozent vorgenommen. Auf Basis unserer Schätzungen für 2009 für Silicon Sensor in Höhe von 0,85 (bisher 1,29) und des durchschnittlichen KGV der Peer Group von 6,1 (bisher 12,2 für 2008) ergibt sich somit ein erstes Zwischenergebnis von 5,25 (13,20) Euro je Silicon-Sensor-Aktie. Dieser deutlich niedrigere und ungefähr auf dem Niveau des aktuellen Börsenkurses liegende Wert unterstreicht den momentan extrem kurzfristigen Betrachtungshorizont der Börsenteilnehmer.

Aus unserem DCF-Modell (Ausgangs-Cash Flow 1,1 Mio., Abzinsungszinssatz 6,56%, Wachstum der ewigen Rente 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 17,54 (bisher 15,02) Euro je Aktie, welches die von vielen Analysten im Moment ausgeblendete Langfristperspektive des Unternehmens widerspiegelt. Der wertmindernde Einfluss unserer niedrigeren Schätzungen wird hier durch das seit unserer letzten Analyse deutlich gesunkene Zinsniveau in Verbindung mit denen jetzt nicht mehr zu berücksichtigenden Investitionen für die neuen Produktionsanlagen überkompensiert.

Als Durchschnitt aus dem Peer-Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich somit ein Wert von 11,40 (13,90) Euro je Aktie, der auch unser neues Kursziel von 11,40 (14,00) Euro darstellt.

Fazit

Nach einem wegen des Umzugs in die neuen Gebäude geplanten „Übergangsjahr“ wollte die Silicon Sensor AG eigentlich in 2009 an die hohen Wachstumsraten der Vergangenheit anknüpfen. Wir gehen vor dem Hintergrund der konjunkturellen Eintrübung davon aus, dass der Umsatz von Silicon Sensor zwar auch in 2009 wachsen wird, im Vergleich zur Vergangenheit aber „nur“ mit bescheidenen 9,4 Prozent.

Insofern ist es nicht vermessen nach dem firmenbedingten Übergangsjahr 2008 in 2009 von einer konjunkturbedingten Pause für die unseres Erachtens nach wie vor intakte Wachstumsstory des Berliner Unternehmens zu sprechen. Insofern halten wir Bewertungsmodelle, die Silicon Sensor auf den Status eines Automobilzulieferers reduzieren, für nicht sachgerecht.

Wir erneuern unsere Kaufempfehlung, da unseres Erachtens die Silicon Sensor-Aktie selbst bei vorsichtiger Wahl der Bewertungsparameter ein ausreichendes Kurspotenzial von über der Hälfte des aktuellen Börsenkurses besitzt. Wir weisen jedoch vorsorglich darauf hin, dass sich die geschilderten langfristigen Perspektiven im Kurs erst gegen Ende 2009 im Zuge einer allgemeinen Aufhellung der wirtschaftlichen Situation bemerkbar machen sollten.

Gewinn- und Verlustrechnung

Silicon Sensor										
in Mio. €	2006		2007		2008e		2009e		2010e	
Umsatzerlöse	32,6	99,4%	37,0	96,6%	39,5	94,5%	43,0	99,5%	49,0	99,6%
Veränderung zum Vorjahr			17,5%		13,0%		9,4%		14,4%	
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	0,2	0,6%	1,3	3,4%	2,3	5,5%	0,2	0,5%	0,2	0,4%
Gesamtleistung	32,8	100,0%	38,3	100,0%	41,8	100,0%	43,2	100,0%	49,2	100,0%
Materialaufwand	11,1	33,8%	12,1	31,6%	15,0	35,8%	15,6	36,0%	17,8	36,2%
Veränderung zum Vorjahr			9,0%		23,7%		3,9%		14,5%	
Personalaufwand	10,9	33,2%	13,3	34,7%	15,1	36,2%	15,6	36,0%	15,8	32,1%
Veränderung zum Vorjahr			22,0%		13,8%		2,8%		1,6%	
Sonstiges Ergebnis	-3,0	-9,1%	-3,4	-8,9%	-4,5	-10,6%	-3,4	-7,9%	-3,8	-7,7%
EBITDA	7,8	23,8%	9,5	24,8%	7,3	17,4%	8,7	20,1%	11,8	24,0%
Abschreibungen	2,3	7,0%	2,9	6,8%	3,0	7,2%	3,2	7,4%	3,2	6,5%
EBIT	5,5	16,8%	6,6	17,2%	4,2	10,2%	5,5	12,7%	8,6	17,5%
Veränderung zum Vorjahr			20,0%		-35,7%		29,6%		56,4%	
Finanzergebnis	-0,5	-1,5%	-0,4	-1,0%	-0,6	-1,4%	-0,7	-1,6%	-0,7	-1,4%
Veränderung zum Vorjahr			20,0%		-50,0%		-16,7%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	
Ergebnis vor Steuern	5,0	15,2%	6,2	16,2%	3,6	8,7%	4,8	11,1%	7,9	16,1%
Steuerquote	40,0%		30,6%		34,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	2,0	6,1%	1,9	5,0%	1,2	3,0%	1,4	3,3%	2,4	4,8%
Jahresüberschuss	3,0	9,1%	4,3	11,2%	2,4	5,8%	3,4	7,8%	5,5	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			43,3%		-44,1%		39,7%		64,6%	
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	3,0	9,1%	4,3	11,2%	2,4	5,8%	3,4	7,8%	5,5	11,2%
Veränderung zum Vorjahr			43,3%		-44,1%		39,7%		64,6%	
Anzahl der Aktien	3,458		3,707		3,896		3,896		3,896	
Gewinn je Aktie	0,87		1,15		0,62		0,86		1,42	

Aktionärsstruktur

DWS	2,98%
Highclere International Investors Ltd., London	5,36%
Deutsche Bank (FPM Funds, Sicav, Luxemb.)	4,68%
Kairos Invesment, London	2,20%
Universal Investment Gesellschaft mbH	3,42%
Streubesitz	89,14%

Termine

Ende März 2009	Veröffentlichung Jahresabschluss 2008 und Bilanzpressekonferenz
Ende Mai 2009	Veröffentlichung 3-Monatsbericht 2008
Mitte Juni 2009	Hauptversammlung
Ende August 2009	Veröffentlichung 6-Monatsbericht 2008
Ende November 2009	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
05.08.2008	7,06 €	Kaufen	14,00 €
27.03.2008	8,41 €	Kaufen	15,00 €
26.11.2007	17,79 €	Kaufen	26,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

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.