

Akt. Kurs (09.12.09, 15:35, Xetra): 5,71 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **6,10 (6,30) EUR**

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

Kurzbeschreibung

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

Anlagekriterien

Neunmonatszahlen 2009 noch unter dem Einfluss der Rezession

Trotz zweifelsohne vorhandener erster Besserungstendenzen auf operativer Ebene (siehe zweiter Abschnitt) fielen die Neunmonatszahlen 2009 der Silicon Sensor International AG nochmals durchwachsen aus. Da das dritte Quartal dabei nahtlos an das erste Halbjahr anknüpfte (siehe auch unsere Research-Note vom 23.10.), verzichten wir an dieser Stelle auf eine gesonderte Kommentierung dieses Quartals.

Im Einzelnen erzielte die Silicon Sensor International AG im Berichtszeitraum einen gegenüber dem Vorjahr um ein Viertel niedrigeren Umsatz von 20,9 (Vj. 29,5) Mio. Euro. Das EBITDA brach zwar deutlich auf 1,1 (7,4) Mio. Euro ein, blieb aber immerhin noch im positiven Terrain. Dabei gelang es dem Unternehmen, die beiden größten Kostenblöcke Material- und Personalaufwand jeweils um ein Fünftel auf 8,4 (10,3) bzw. 8,7 (10,5) Mio. Euro zu senken.

Das operative Ergebnis (EBIT) brach als Folge der trotz der Sparanstrengungen nicht in gleichem Umfang wie die Erlösrückgänge abbaubaren Kosten auf minus 1,5 (+5,2) Mio. Euro ein. Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter (nur für 2008) reduzierte sich auf minus 1,9 (+3,0) Mio. Euro. Hier wirkte sich in 2009 eine positive Steuerbuchung von 0,3 Mio. Euro entlastend aus, nachdem im Vorjahr noch ein Steueraufwand von 3,0 Mio. Euro aufgelaufen war. Das Ergebnis je Aktie belief sich in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009 auf minus 0,45 (+0,76) Euro.

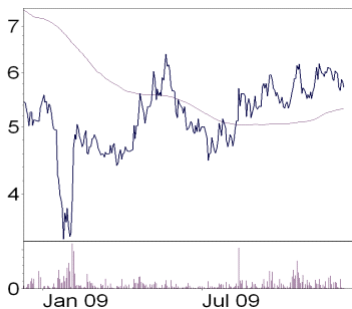
Trotz schlechter Zahlen wichtige Weichenstellungen für die Zukunft

Nachdem wir schon in unserer letzten Research-Note von einer wahrscheinlich „wohlwollenden Aufnahme“ der im Oktober angekündigten Kapitalerhöhung durch interessierte Investoren berichtet hatten, bestätigte die Silicon Sensor International AG dies auch im Neunmonatsbericht. Demgemäß sind dem Berliner Unternehmen hieraus circa 12,1 Mio. Euro an liquiden Mitteln zugeflossen, so dass sich das Eigenkapital nach Abschluss dieser Maßnahme auf 33,1 Mio. Euro beläuft.

Zudem hat die Gesellschaft nach eigenen Angaben die augenblicklich niedrige Kapazitätsauslastung in Verbindung mit dem jetzt endgültig abgeschlossenen Umzug dazu genutzt, die Produktionsprozesse zu verbessern. Damit ist das Unternehmen in Zukunft laut dem Vorstandsvorsitzenden Dr. Hans-Georg Giering in der Lage, die zunehmend komplexer werdenden Kundenanforderungen besser zu erfüllen.

Damit ging auch eine organisatorische Umstellung einher, die die Verschmelzung der operativen Einheiten in Berlin auf die AG zur Folge hatte. Insgesamt betrachtet Dr. Giering die Gesellschaft als für eine wirtschaftliche Erholung gut gerüstet. Wir sehen dies ähnlich und erwarten im nächsten Jahr trotz unserer Schätzungs-korrekturen eine deutliche Erholung des Geschäftes.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,99	3,46
Aktueller Kurs:	5,71	
Aktienzahl ges.:	6.625.899	
Streubesitz:	62,5 %	
Marktkapitalis.:	37,8 Mio. €	



Quelle: vw d Portfolio-Manager (vw d group)

Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	37,0	38,5	28,0	34,0
<i>bisher</i>	---	---	---	36,0
EBIT	6,6	-10,9	-1,7	2,5
<i>bisher</i>	---	---	-0,2	3,0
Jahresüb.	4,3	-11,3	-2,4	1,0
<i>bisher</i>	---	---	-1,0	1,4
Erg./Aktie	1,15	-2,90	-0,52	0,14
<i>bisher</i>	---	---	-0,21	0,20
Dividende	0,10	0,00	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	5,0	neg.	neg.	39,5
Div.rendite	1,8%	0,0%	0,0%	0,9%

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

Schätzungen an Neunmonatszahlen und Konjunktur angepasst

Nach übereinstimmender Einschätzung sowohl von der Silicon Sensor International AG als auch von Wirtschaftsforschungsinstituten ist eine konjunkturelle Erholung für 2010 wahrscheinlich. Der Neunmonatsbericht lässt jedoch vermuten, dass die Wende zum Besseren für das Unternehmen wohl nicht mehr im laufenden Geschäftsjahr kommen wird. Hier zeigt sich nach unserem Eindruck auch bei der Silicon Sensor International AG, dass die Hypothek der schwachen Wirtschaftsentwicklung bis zum Herbst zu hoch für ein noch befriedigendes Gesamtergebnis im laufenden Geschäftsjahr sein dürfte.

Im Einzelnen rechnen wir für 2009 weiterhin mit einem Umsatz von 28,0 Mio. Euro. Gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr würde dies einen Rückgang von über einem Viertel bedeuten. Mit unserer Schätzung liegen wir in etwa auf dem Niveau der offiziellen Unternehmensprognose, die von über 28 Mio. Euro Jahresumsatz spricht.

Auf der Ergebnisseite leidet die Silicon Sensor International AG weiterhin unter der negativen Fixkostendegression, da die Aufwendungen aus diversen Gründen nicht im gleichen Umfang wie die wegbrechenden Umsätze reduziert werden konnten. Aus diesem Grund haben wir unsere Erwartung für das operative Ergebnis (EBIT) nochmals reduziert und gehen jetzt von einem Wert von minus 1,7 (bisher -0,2) Mio. Euro aus. Damit liegen wir geringfügig über der Unternehmensprognose von minus 1,8 Mio. Euro. Die Gesellschaft rechnete im Halbjahresbericht noch mit einem knapp positiven operativen Ergebnis, stellte jedoch schon seinerzeit diese Aussage unter den Vorbehalt einer baldigen konjunkturellen Erholung.

Den Jahresüberschuss nach Steuern sehen wir im Zuge unserer Schätzungsrevisionen jetzt bei minus 2,4 (-1,0) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von minus 0,52 (-0,21) Euro bedeuten würde. Hier verwässert die nach den durchgeführten Kapitalmaßnahmen erhöhte Aktienzahl von circa 4,6 (3,9) Mio. Stück das Ergebnis zusätzlich.

Für 2010 erwarten wir weiterhin eine deutliche Geschäftsbelebung. Bedingt durch die hohen Entwicklungskosten der neuen Produkte und den zu erwartenden Preisdruck aufgrund der Versuche von Mitbewerbern, die Marktanteile nach der Krise neu zu verteilen, haben wir jedoch unsere Ergebnisschätzungen nochmals leicht nach unten korrigiert.

Wir halten daher eine Umsatzsteigerung nach wie vor für realistisch, nehmen unsere Erlösschätzung jedoch aus Vorsichtsgründen auf 34 (36) Mio. Euro zurück, was gegenüber dem Vorjahr einem Zuwachs von rund einem Fünftel entspräche. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir mit 2,5 (3,0) Mio. Euro nach aktuellem Erkenntnisstand immer noch deutlich im positiven Terrain. Den Jahresüberschuss nach Steuern erwarten wir als Folge der geschilderten Entwicklung nur noch bei 1,0 (1,4) Mio. Euro, was nach den Kapitalmaßnahmen ein Ergebnis je Aktie von 0,14 (0,20) Euro zur Folge hätte.

Trotz unserer insbesondere auf der Ergebnisseite reduzierten Schätzungen rechnen wir für 2010 mit einer Wiederaufnahme der Dividendenzahlung und bestätigen hier unsere Prognose von 5 Cent je Anteilsschein. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Giering wollte dies aus verständlichen Gründen nicht kommentieren. Erwartungsgemäß legte er sich „nur“ auf die nachvollziehbare Aussage fest, dass für 2009 eine Dividendenzahlung auszuschließen sei.

Bewertung

Einen hundertprozentig passenden börsennotierten Mitbewerber für die Silicon Sensor International AG gibt es unserer Meinung nach nicht. Deshalb stützen wir uns weiterhin auf eine Peer Group aus einer umfassenden Auswahl internationaler Unternehmen aus dem Bereich Halbleiter.

Aufgrund der gegenüber den meisten Vergleichsaktien geringeren Größe der Silicon Sensor International AG haben wir den Größenabschlag beibehalten, diesen aber wegen der langsam zu verzeichnenden Bewertungsnormalisierung der Wachstumsaktien an den Weltbörsen und dem damit einhergehenden Abbau der Risikoprämien nochmals auf 10 (bisher 25) Prozent reduziert. Auf Basis unserer Ergebnisschätzungen für 2010 je Silicon Sensor-Aktie von 0,14 (0,20) Euro und des um den vorgenannten Größenabschlag bereinigten Peer Group-KGV von 17,3 (bisher 21,6 auf Basis 2009) ergibt sich ein erstes Zwischenergebnis von 2,50 (4,40) Euro je Aktie. Der niedrigere Wert resultiert aus dem gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien in Verbindung mit unserer reduzierten Schätzung hinsichtlich des Silicon Sensor-Gewinns.

Aus unserem DCF-Modell (Ausgangs-Cash Flow 5,0 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,43%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,1 wegen des Risikos eines Wachstumswertes) ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 9,65 (8,19) Euro je Aktie, welches die von vielen Analysten momentan ausgeblendete Langfristspektiven des Unternehmens widerspiegelt. Der höhere Ansatz resultiert aus der im Zuge der Kapitalmaßnahme und aus jetzt zugeflossenen Investitionszuschüssen verbesserten Liquiditätsausstattung. Hier sind wir jedoch aufgrund der hohen Hebelwirkung derartiger Parameteränderungen in unserem DCF-Modell sehr behutsam vorgegangen.

Als Durchschnitt aus dem Peer Group-Vergleich und der DCF-Bewertung ergibt sich ein Wert von 6,08 (6,30) Euro je Aktie, den wir auf unser leicht reduziertes Kursziel von 6,10 (6,30) Euro aufrunden. Der Kurs der Silicon Sensor-Aktie hatte sich seit dem Tiefststand von rund 3,60 Euro im Frühjahr zwischenzeitlich fast verdoppelt. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass es eine gewisse Zeit braucht, den ergebnisverwässernden Einfluss der höheren Aktienzahl auszugleichen.

Zudem dürfte nach unserem Eindruck auch die wirtschaftliche Erholung etwas später als bisher von uns erwartet einsetzen, weshalb wir wie ausgeführt auch unsere Ergebnisschätzung für 2010 mit dem entsprechenden Bewertungseffekt gesenkt haben. Vor diesem Hintergrund behalten wir unser Anlageurteil „Halten“ bis zu einem nachhaltigen Niederschlag der Konjunkturbelebung in den Silicon Sensor-Zahlen zunächst weiter bei. Der Anleger sollte jedoch weiterhin Schwächephasen des Aktienkurses im Bereich knapp über der Marke von 5 Euro zu Nachkäufen nutzen.

Trotz der bestätigten Anlageempfehlung „Halten“ gehen wir von einer Fortsetzung der Wachstumsstory bei der Silicon Sensor International AG aus. Allerdings scheint die aktuelle Unterbrechung aufgrund des drastischen Konjunkturreinbruchs etwas länger zu dauern als ursprünglich von uns erwartet.

Fazit

Die Kernaussagen des wenig spektakulären Neunmonatsberichtes der Silicon Sensor International AG decken sich im Wesentlichen mit unseren Einschätzungen. Wir gehen davon aus, dass sich die wirtschaftliche Erholung zwar am Konjunkturhorizont abzeichnet, aber später und etwas schwächer kommt, als bislang von uns angenommen.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen für 2009 und 2010 insbesondere auf der Ergebnisseite nochmals leicht zurückgenommen. Trotzdem haben wir unser Kursziel nur leicht gesenkt, da sich die erfolgreich abgeschlossene Kapitalerhöhung sowie dem Unternehmen jetzt zugeflossene Investitionsbeihilfen trotz vorsichtiger Berücksichtigung positiv in unserem Bewertungsmodell ausgewirkt haben.

Insgesamt sehen wir die Silicon Sensor-Aktie deshalb bei einem um 20 Cent auf 6,10 Euro reduzierten Kursziel im Moment adäquat bewertet und folgerichtig weiterhin nur als Halteposition. Wir sind jedoch nach wie vor von der langfristigen Wachstumsstory überzeugt und raten Anlegern, Kursrücksetzer in den Bereich um 5 Euro unverändert zu Nach- bzw. Neukäufen zu nutzen. Bereits investierte Anleger sollten ihre Positionen halten.

Gewinn- und Verlustrechnung

Silicon Sensor										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse	37,0	96,6%	38,5	96,5%	28,0	97,2%	34,0	97,1%	42,0	96,6%
Veränderung zum Vorjahr			4,1%		-27,3%		21,4%		23,5%	
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	1,3	3,4%	1,4	3,5%	0,8	2,8%	1,0	2,9%	1,5	3,4%
Veränderung zum Vorjahr			7,7%		-42,9%		25,0%		50,0%	
Gesamtleistung	38,3	100,0%	39,9	100,0%	28,8	100,0%	35,0	100,0%	43,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			4,2%		-27,8%		21,5%		24,3%	
Materialaufwand	12,1	31,6%	12,7	31,8%	11,2	38,9%	12,5	35,8%	15,3	35,2%
Veränderung zum Vorjahr			5,0%		-11,8%		11,8%		22,2%	
Personalaufwand	13,3	34,7%	14,7	36,8%	11,9	41,4%	12,6	36,0%	14,1	32,4%
Veränderung zum Vorjahr			10,5%		-19,0%		5,8%		11,9%	
Sonstiges Ergebnis	-3,4	-8,9%	-5,7	-14,3%	-3,8	-13,2%	-3,8	-10,9%	-4,2	-9,7%
Veränderung zum Vorjahr			67,6%		-33,3%		0,0%		10,5%	
EBITDA	9,5	24,8%	6,8	17,0%	1,9	6,6%	6,1	17,3%	9,9	22,7%
Veränderung zum Vorjahr			-28,4%		-72,2%		221,5%		63,0%	
Abschreibungen	2,9	7,6%	17,7	44,4%	3,6	12,5%	3,6	10,3%	3,6	8,3%
Veränderung zum Vorjahr			510,3%		-79,7%		0,0%		0,0%	
EBIT	6,6	17,2%	-10,9	-27,3%	-1,7	-5,9%	2,5	7,1%	6,3	14,5%
Veränderung zum Vorjahr			-265,2%		-84,3%		-244,3%		154,8%	
Finanzergebnis	-0,4	-1,0%	-0,6	-1,5%	-0,9	-3,1%	-1,1	-3,1%	-1,2	-2,8%
Veränderung zum Vorjahr			-50,0%		-50,0%		-22,2%		-9,1%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	6,2	16,2%	-11,5	-28,8%	-2,6	-9,1%	1,4	3,9%	5,1	11,7%
Steuerquote	30,6%		2,2%		10,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	1,9	5,0%	-0,3	-0,6%	-0,3	-0,9%	0,4	1,2%	1,5	3,5%
Jahresüberschuss	4,3	11,2%	-11,3	-28,2%	-2,4	-8,2%	1,0	2,7%	3,6	8,2%
Veränderung zum Vorjahr			-361,6%		-79,1%		-140,8%		271,8%	
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	4,3	11,2%	-11,3	-28,3%	-2,4	-8,2%	1,0	2,7%	3,6	8,2%
Veränderung zum Vorjahr			-362,3%		-79,2%		-140,8%		271,8%	
Anzahl der Aktien	3,707		3,896		4,563		6,626		6,626	
Gewinn je Aktie	1,15		-2,90		-0,52		0,14		0,54	

* vorhanden, aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio. Euro

Aktionärsstruktur

DAH Beteiligungs GmbH (Daniel Hopp)	29,9%
Highclere International Investors Ltd., London	4,7%
Lupus alpha Investment S.A.	2,9%
Streubesitz	62,5%

Termine

Ende März 2010	Veröffentlichung Jahresfinanzbericht 2009 und Bilanzpressekonferenz
Ende Mai 2010	Veröffentlichung Quartalsbericht I/2010
Mitte Juni 2010	Hauptversammlung
Ende August 2010	Veröffentlichung Halbjahresfinanzbericht 2010
Ende November 2010	Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2010

Kontaktadresse

Silicon Sensor International AG
Wilhelminenhofstr. 76/77
D-12459 Berlin

E-Mail: ir@silicon-sensor.de
Internet: <http://www.silicon-sensor.de>

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Hans-Georg Giering

Tel.: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 710
Fax: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 719
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
23.10.2009	5,70 €	Halten	6,30 €
09.07.2009	4,62 €	Kaufen	6,50 €
29.04.2009	5,46 €	Kaufen	9,00 €
07.01.2009	5,50 €	Kaufen	11,40 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

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.