

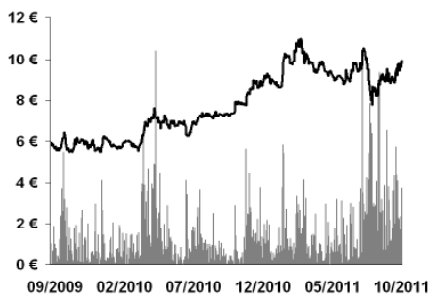
Akt. Kurs (12.10.2011, 10:09, Xetra): 9,76 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **11,50 (11,50) EUR**

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

Kurzbeschreibung

Die First Sensor (vormals: Silicon Sensor International AG) entwickelt und produziert hochwertige optische Sensoren, MEMS Sensoren und kundenspezifische Hybridschaltungen für vielfältige Anwendungsbereiche.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	11,18 €	7,50 €
Aktueller Kurs:	9,76 €	
Aktienzahl ges.:	6.625.899	
Streubesitz:	63,9 %	
Marktkapitalis.:	64,7 Mio. €	



Anlagekriterien

Umsatzverdoppelung durch Akquisition der Sensortechnics-Gruppe

First Sensor meldete vor wenigen Tagen die Übernahme der Sensortechnics-Gruppe von der börsennotierten Augusta Technologie AG. Diese ist auf die Entwicklung von hochqualitativen Sensorlösungen unter anderem im medizintechnischen Bereich spezialisiert. Zur Sensortechnics GmbH gehört darüber hinaus der Entwickler und Hersteller von Sensormodulen, die Elbau GmbH, und die auf Industrielösungen spezialisierte Klay B.V. Der Fokus der Produkte liegt auf Druck- und Flüssigkeitssensoren.

Der Kaufpreis beläuft sich auf rund 67 Mio. Euro. Dies entspricht bei einem für 2011 erwarteten Umsatz von 60 Mio. Euro sowie rund 10 Mio. Euro als operatives Ergebnis einem EV/EBIT-Multiplikator von etwa 8. Wir erachten diesen Kaufpreis insgesamt als fair, zumal wir erwarten, dass First Sensor umfangreiche Synergien heben können.

Synergien sollten sich dabei zum einen im Vertrieb realisieren lassen, da First Sensor bislang vor allem im Heimatmarkt Deutschland stark ist und Sensortechnics über einen umfangreichen Vertrieb in Europa verfügt. Zum anderen kann First Sensor das Produktangebot deutlich ausbauen und somit den Kunden eine noch umfassendere Produktpalette anbieten.

Darüber hinaus können wir uns vorstellen, dass auch im Bereich der Produktion Synergieeffekte gehoben werden können. Hier wären zum Beispiel Sensorelemente aus der Berliner Fabrik von First Sensor zu nennen, die Sensortechnics bislang fremdbezogen hat. Zudem könnte First Sensor eventuell das Packaging für mittelgroße Sensorserien bei Sensortechnics nutzen.

2:1 Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Übernahme

Zur Finanzierung der Übernahme wird First Sensor rund die Hälfte der benötigten Mittel als Fremdmittel aufnehmen. Die andere Hälfte soll mittels einer 2:1-Kapitalerhöhung finanziert werden, die in der Zeit zwischen dem 7. und 21. Oktober durchgeführt wird.

Im Rahmen dieser Kapitalerhöhung sollen bis zu 3,3 Mio. Aktien zu einem Bezugskurs von 10 Euro ausgegeben werden. Die Platzierung oberhalb des aktuellen Kursniveaus wird dabei zum Großteil durch von der DPE Deutsche Private Equity GmbH beratene Fonds garantiert, die nach der Beteiligungsgesellschaft von Daniel Hopp damit zum zweiten großen Ankeraktionär werden.

Umsatzsprung in 2012 über 100 Mio. Euro

Für 2011 gehen wir von einer Konsolidierung der Sensortechnics ab Anfang Oktober aus, so dass wir unsere bisherige Umsatzplanung um rund 15 Mio.

Kennzahlen

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	30,2	45,2	70,0	120,0
<i>bisher</i>	---	---	55,0	65,0
EBIT	-1,1	3,6	7,0	13,0
<i>bisher</i>	---	---	6,5	9,0
Jahresüb.	-1,7	2,2	4,7	7,9
<i>bisher</i>	---	---	4,4	6,1
Erg./Aktie	-0,36	0,34	0,63	0,79
<i>bisher</i>	---	---	0,67	0,92
Dividende	0,00	0,00	0,20	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	29,1	15,4	12,3
Div.rendite	0,0%	0,0%	2,0%	3,1%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

Euro erhöhen. Trotz Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation wird auch das EBIT in 2011 etwas höher ausfallen als bislang von uns erwartet. Das bisher prognostizierte Ergebnis je Aktie reduzieren wir jedoch aufgrund der höheren Finanzierungskosten sowie der um 50 Prozent erhöhten Aktienanzahl von 0,67 auf 0,63 Euro (zeitanteilig gewichtet).

Mit der getätigten Akquisition wird First Sensor dann bereits in 2012 die 100-Millionen-Euro-Marke im Umsatz überspringen. Wir erwarten einen Umsatz im nächsten Jahr von 120 (zuvor: 65) Mio. Euro und ein EBIT von 13,0 (9,0) Mio. Euro. Auch in 2012 erwarten wir mit 0,79 (0,92) Euro noch ein niedrigeres Ergebnis je Aktie, während in 2013 trotz der erhöhten Aktienanzahl mit 1,18 Euro je Aktie das vor den Effekten aus der Akquisition erwartete Level erreicht werden sollte. Ab 2014 prognostizieren wir dann auch nach Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation ergebnissteigernde Effekte aus der Übernahme.

Unsere Dividendenschätzungen behalten wir zunächst bei, da sich das Management hierzu noch nicht geäußert hat. Wir könnten uns aber vorstellen, dass die Wiederaufnahme der Dividendenzahlung vor dem Hintergrund der Übernahme zugunsten einer schnelleren Tilgung der Finanzierung zurückgestellt wird, was wir nicht negativ werten würden.

Bewertung und Fazit

Insgesamt befürworten wir die Akquisition, auch wenn diese aufgrund der Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation, der höheren Fremdvverschuldung und der erhöhten Aktienanzahl zunächst ergebnisverwässernd wirkt. Zum einen dürften die Synergieeffekte mittel- bis langfristig deutlich positiv wirken.

Zum anderen verändert sich auch die gesamte Außendarstellung bzw. Wahrnehmung durch den Umsatzsprung insbesondere bei potenziellen Neukunden. Durch das Überschreiten der 100-Millionen-Euro-Schwelle wird es First Sensor künftig leichter fallen, von Großkonzernen ernst genommen zu werden und das Vertrauen zu erhalten, eine gegenseitige Abhängigkeit für äußerst langfristig angelegte Projekte einzugehen.

Bei der Bewertung der Aktie sehen wir zwar die kurzfristige Gewinnverwässerung, die jedoch mittelfristig durch eine deutliche Gewinnerhöhung ausgeglichen wird. Positiv hervorzuheben ist dabei, dass die DPE Deutsche Private Equity GmbH die Kapitalerhöhung zu Kursen oberhalb des aktuellen Kursniveaus an der Börse garantiert. Dies unterstreicht die mittel- bis langfristige Erwartung einer deutlichen Unternehmenswertsteigerung.

Wir bestätigen daher unser Kursziel für die First Sensor-Aktie mit 11,50 Euro und empfehlen, die Aktie zu Kursen unterhalb des Kapitalerhöhungskurses zu kaufen.

Gewinn- und Verlustrechnung

First Sensor										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2009		2010		2011e		2012e		2013e	
Umsatzerlöse	30,2	101,7%	45,2	96,8%	70,0	97,9%	120,0	98,8%	135,0	98,9%
Veränderung zum Vorjahr	-21,6%		49,8%		54,8%		71,4%		12,5%	
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	-0,5	-1,7%	1,5	3,2%	1,5	2,1%	1,5	1,2%	1,5	1,1%
Veränderung zum Vorjahr	-135,7%		-403,4%		-1,1%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	29,7	100,0%	46,7	100,0%	71,5	100,0%	121,5	100,0%	136,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	-25,6%		57,4%		52,9%		69,9%		12,3%	
Materialaufwand	11,5	38,6%	19,0	40,6%	28,6	40,0%	48,0	39,5%	53,2	39,0%
Veränderung zum Vorjahr	-9,8%		65,8%		50,5%		67,8%		10,9%	
Personalaufwand	11,9	40,0%	15,3	32,8%	23,6	33,0%	39,5	32,5%	43,7	32,0%
Veränderung zum Vorjahr	-19,3%		29,1%		54,0%		67,4%		10,6%	
Sonstiges Ergebnis	-4,3	-14,3%	-5,4	-11,6%	-6,8	-9,5%	-11,0	-9,1%	-11,5	-8,4%
Veränderung zum Vorjahr	-25,3%		26,8%		25,9%		61,8%		4,5%	
EBITDA	2,1	7,1%	7,0	15,0%	12,5	17,5%	23,0	18,9%	28,1	20,6%
Veränderung zum Vorjahr	-69,0%		232,9%		77,9%		84,1%		22,0%	
Abschreibungen	3,2	10,8%	3,4	7,3%	5,5	7,7%	10,0	8,2%	10,0	7,3%
Veränderung zum Vorjahr	-81,9%		6,7%		61,1%		81,8%		0,0%	
EBIT	-1,1	-3,7%	3,6	7,7%	7,0	9,8%	13,0	10,7%	18,1	13,2%
Veränderung zum Vorjahr	-90,0%		-431,8%		93,9%		85,9%		38,9%	
Finanzergebnis	-0,8	-2,7%	-0,6	-1,4%	-1,0	-1,4%	-2,5	-2,1%	-2,5	-1,8%
Veränderung zum Vorjahr	-33,3%		20,5%		-57,2%		-150,0%		0,0%	
Ergebnis vor Steuern	-1,9	-6,4%	3,0	6,4%	6,0	8,4%	10,5	8,7%	15,6	11,4%
Steuerquote	10,6%		22,5%		22,5%		25,0%		25,0%	
Ertragssteuern	-0,2	-0,7%	0,7	1,4%	1,4	1,9%	2,6	2,2%	3,9	2,9%
Jahresüberschuss	-1,7	-5,7%	2,3	4,9%	4,7	6,5%	7,9	6,5%	11,7	8,6%
Veränderung zum Vorjahr	-85,0%		-236,5%		101,8%		69,5%		48,1%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0		0,1		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	-1,7	-5,7%	2,2	4,8%	4,7	6,5%	7,9	6,5%	11,7	8,6%
Veränderung zum Vorjahr	-85,0%		-231,6%		109,4%		69,5%		48,1%	
Anzahl der Aktien	4,661		6,626		7,362		9,938		9,938	
Gewinn je Aktie	-0,36		0,34		0,63		0,79		1,18	

Aktionärsstruktur

DAH Beteiligungs GmbH (Daniel Hopp)	29,90%
Upolu Holding, British Virgin Islands	3,15%
Voit Foundation, Liechtenstein	3,03%
Streubesitz	63,92%

Termine

18. November 2011	Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2011
22. November 2011	Deutsches Eigenkapitalforum in Frankfurt

Kontaktadresse

First Sensor AG
Wilhelminenhofstr. 76/77
D-12459 Berlin

E-Mail: ir@first-sensor.com
Internet: www.first-sensor.com

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@first-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
08.09.2011	9,30 €	Kaufen	11,50 €
07.07.2011	9,91 €	Kaufen	11,50 €
08.04.2011	9,79 €	Halten	11,00 €
28.02.2011	10,06 €	Halten	11,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2011):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	51,1%	68,2%
Halten	42,6%	31,8%
Verkaufen	6,4%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
First Sensor AG	1

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 Umplatizierung 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 Holding 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 Holding 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, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.