

Akt. Kurs (18.12.2012, 12:25, Xetra): 8,53 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **9,00 (10,00) EUR**

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

Kurzbeschreibung

Die First Sensor AG entwickelt und produziert hochwertige optische Sensoren, MEMS Sensoren und kundenspezifische Hybridschaltungen für vielfältige Anwendungsbereiche.

Anlagekriterien

Integration der Sensortechnics belastet weiterhin

First Sensor erzielte in den ersten neun Monaten 2013 einen Umsatz von 84,9 Mio. Euro, ein Plus von 109 Prozent gegenüber dem Vorjahreswert von 40,7 Mio. Euro. Maßgeblich hat hier die erstmalige Konsolidierung der übernommenen Sensortechnics beigetragen. Das operative Ergebnis (EBITDA) inklusive aufwandswirksamer Integrationskosten erhöhte sich allerdings nur unterproportional um 77 Prozent auf 10,2 Mio. Euro, was wir insbesondere auf eine geringere Rohertragsmarge infolge eines veränderten Produktmixes zurückführen. Das Management verweist aber auch darauf, dass ein besseres Ergebnis vor allem aufgrund der noch nicht zufriedenstellenden Entwicklung der übernommenen Sensorsparte von Augusta Technologie verhindert wurde.

Das Betriebsergebnis (EBIT) konnte zum 30.9. lediglich leicht von 3,0 auf 3,3 Mio. Euro erhöht werden, da die Abschreibungen vor allem akquisitionsbedingt um über 150 Prozent auf 6,9 Mio. Euro anstiegen. Auch die Zinslast ist durch die höhere Verschuldung als Folge der Übernahme angestiegen, so dass das Vorsteuerergebnis (EBT) von 2,5 auf 1,5 Mio. Euro zurückging. Ein positives Steuerergebnis im dritten Quartal verhalf nach neun Monaten zu einer Steuerquote von lediglich 8 Prozent. Aufgrund der erhöhten Aktienanzahl infolge der Kapitalerhöhung im Abschlussquartal des Vorjahres verringerte sich das Ergebnis je Aktie insgesamt von 0,31 auf 0,13 Euro.

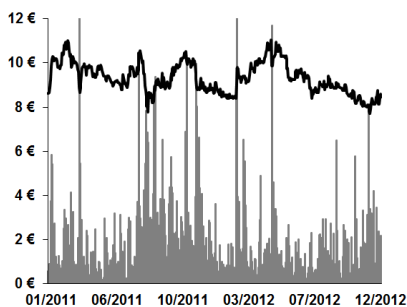
Zu beachten ist, dass in diesen Zahlen Integrationskosten in Höhe von 0,8 Mio. Euro und Belastungen aus der Kaufpreisallokation (PPA-Abschreibungen) von 2,5 Mio. Euro enthalten sind. Bereinigt um diese Posten verbesserte sich das operative EBITDA um 92 Prozent auf 11,0 Mio. Euro. Das bereinigte Periodenergebnis liegt nach Angaben des Managements bei 3,9 (2,1) Mio. Euro und der bereinigte Gewinn je Aktie bei 0,40 (0,32) Euro.

Auftragsentwicklung mit Licht und Schatten

Mit Blick auf die Entwicklung des künftigen Geschäfts fällt auf, dass der Auftragsbestand von 70,8 Mio. Euro zum Ende des zweiten Quartals 2012 per 30.9. auf nur noch 67,5 Mio. Euro zurückging. Dies ist für uns ein Zeichen, dass auch die Kunden von First Sensor ihr Bestellverhalten der allgemeinwirtschaftlichen Stimmung anpassen und aktuell zurückhaltender in der Auftragserteilung agieren.

Dagegen konnte der Konzern im Laufe der letzten Monate aber auch über weitere Großaufträge berichten. So schloss First Sensor einen langfristigen Auftrag zur Lieferung von innovativen Drucksensoren mit einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Volumen von mindestens 10 Mio. Euro ab. Zum anderen erhielt die Gesellschaft zwei Großaufträge aus Asien bzw. Europa zur Lieferung von Hochpräzisions-Drucksensoren mit einem Volumen von mindestens 8 Mio. Euro über einen Lieferzeitraum von 4 bzw. 3 Jahren.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	11,43 €	7,70 €
Aktueller Kurs:	8,53 €	
Aktienzahl ges.:	9.842.973	
Streubesitz:	45,5 %	
Marktkapitalis.:	84,0 Mio. €	



Kennzahlen

	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	45,2	65,2	112,0	125,0
<i>bisher</i>	---	---	120,0	135,0
EBIT	3,6	1,6	4,4	8,1
<i>bisher</i>	---	---	8,0	13,0
Jahresüb.	2,2	0,5	1,5	3,9
<i>bisher</i>	---	---	3,7	7,4
Erg./Aktie	0,34	0,05	0,16	0,40
<i>bisher</i>	---	---	0,37	0,75
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	183,7	54,5	21,5
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 21

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

Nettoverschuldung im dritten Quartal leicht rückläufig

Im Rahmen der Akquisition und des angestrebten organischen Wachstums ist die Nettoverschuldung der Gesellschaft deutlich gestiegen und beträgt aktuell rund das Dreifache des für 2012 erwarteten EBITDA. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die operative Entwicklung im kommenden Jahr deutlich verbessert und folglich auch die Verschuldungskennzahlen. Zudem gelang im dritten Quartal insbesondere über den Abbau des Vorratsvermögens eine Reduktion der Nettoverschuldung um 3 Mio. Euro auf rund 41 Mio. Euro.

Nichtsdestotrotz bestätigt das Management, dass die Erhöhung der Liquidität in den kommenden Quartalen weiter im Fokus steht, da vor allem die finanzielle Stabilität von First Sensor als Zulieferer bei den Kunden von großer Bedeutung ist, insbesondere vor dem Hintergrund oftmals über Jahre andauernder Lieferverträge.

Ausblick 2012 reduziert

Nachdem der Vorstand bislang davon ausging, sich aufgrund von neuen Produktionsstarts im zweiten Halbjahr 2012 positiv vom allgemeinen, schwächer werdenden Markttrend abheben zu können, musste er nun konstatieren, dass First Sensor sich dieser Entwicklung aktuell doch nicht entziehen kann. So zeigt die Sensortech-nics-Gruppe eine unerwartete Wachstumsschwäche aufgrund von Umsatzverschiebungen in die Folgejahre. Zudem sind auch deutlich zurückhaltende Abrufe seitens der Bestandskunden erkennbar, die auf die allgemein schwächeren Absätze in ihren Zielbranchen zurückzuführen ist.

Das bislang angestrebte Umsatzvolumen von 118 bis 122 Mio. Euro lässt sich daher nicht mehr realisieren. Vielmehr erscheint aus Unternehmenssicht nunmehr ein Volumen von rund 112 Mio. Euro realistisch. Folglich kappte das Management auch die Ergebnisprognose eines operativen EBITDA, also vor Einmalaufwendungen und Integrationskosten, von bislang 17 Mio. Euro auf nur noch 12 bis 14 Mio. Euro.

Aufgrund der zuletzt vereinnahmten Großaufträge bestätigte der Konzern jedoch zugleich die langfristig positive Entwicklung, die unter anderem ein Umsatzvolumen von 150 Mio. Euro bis zum Jahre 2015 vorsieht.

Schätzungen angepasst

Nachdem wir zuletzt noch davon ausgingen, dass First Sensor mit einem starken zweiten Halbjahr und entsprechenden wesentlichen Ergebnisbeiträgen die bisherige Unternehmensguidance erreichen kann, müssen wir nach den letzten Entwicklungen und der reduzierten Unternehmensplanung unsere Gewinnreihe adjustieren.

Für 2012 reduzieren wir unsere Umsatzerwartung analog der neuen Guidance des Managements auf 112 Mio. Euro. Das operative Ergebnis (EBIT) erwarten wir aufgrund der fehlenden Ergebnisbeiträge bei nur noch 4,4 (bisher 8,0) Mio. Euro. Folglich sollte das Ergebnis je Aktie im laufenden Jahr auch nur noch bei 0,16 (0,37) Euro liegen.

Für die Jahre 2013 und 2014 passen wir unsere Umsatzplanung auf 125 (135) Mio. Euro bzw. 135 (142) Mio. Euro an. Auch für das EBIT rechnen wir mit 8,1 (13,0) Mio. Euro bzw. 10,6 (15,8) Mio. Euro nunmehr mit niedrigeren Werten. Entsprechend sinkt auch unsere Gewinnschätzung je Aktie auf 0,40 (0,75) bzw. 0,58 (0,95) Euro.

Bewertung und Fazit

Die aktuellen Zahlen zeigen, dass sich auch First Sensor dem allgemeinen Wirtschaftsabschwung nicht entziehen kann. Hinzu kommt eine gegenüber dem Akquisitionsszenario offensichtlich deutlich schwächere Entwicklung bei der Sensortech-nics-Gruppe. Hier bewahrheitet sich einmal mehr, dass Übernahmen oftmals größere Risiken als Chancen bergen als zum Zeitpunkt der Transaktion angenommen wurde.

Die berichteten Großaufträge belegen aber auch, dass der Konzern durch die erlangte Größe und dank der damit zusammenhängenden Möglichkeit, dem Kunden in jeder Wertschöpfungstiefe Produkte anbieten zu können, seinen potenziellen Kundenkreis deutlich vergrößert hat. Wir erwarten daher, dass First Sensor auch in den kommenden Monaten weitere Großaufträge gewinnen kann und somit das Langfristziel mit einem Umsatzvolumen von 150 Mio. Euro sukzessive realistischer wird.

Das mit Blick auf die finanzielle Situation sowie die Ergebnisentwicklung initiierte Konsolidierungsprogramm „ONE FIRST SENSOR“ scheint dabei bereits erste Früchte zu tragen, was beispielsweise in der Reduktion der Personalkosten im dritten Quartal gegenüber dem Durchschnittswert des ersten Halbjahres abzulesen ist. Angabe gemäß ist das Management dem Ziel, in den nächsten 12 Monaten Personal- und Sachkosten in Höhe von rund 4 Mio. Euro pro Jahr einzusparen, bereits deutlich näher gekommen.

Als Katalysator für die Aktie könnte in den kommenden Monaten neben weiteren Großaufträgen der erfolgreiche Abschluss der Sensortech-nics-Integration dienen. Zudem würde eine weitere Verbesserung der Nettoverschuldung von der Börse positiv aufgenommen werden. Entscheidend sind unseres Erachtens jedoch operative Verbesserungen, die sich dann in steigenden Ergebniszahlen – auch ohne Bereinigung von außerordentlichen Aufwendungen und PPA-Abschreibungen – widerspiegeln.

Vor dem Hintergrund des eingetrübten Konjunkturm-feldes, der zurückhaltenden Kundenabrufe sowie unserer reduzierten Gewinnreihen senken wir unser Kursziel für die First Sensor-Aktie von 10,00 auf 9,00 Euro, bestätigen jedoch unsere Einschätzung zu dem Wert mit Halten.

Gewinn- und Verlustrechnung

First Sensor										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2010		2011		2012e		2013e		2014e	
Umsatzerlöse	45,2	96,8%	65,2	95,1%	112,0	98,2%	125,0	98,4%	135,0	98,5%
Veränderung zum Vorjahr	49,8%		44,1%		71,8%		11,6%		8,0%	
Bestandsveränder. und akt. Eigenleist.	1,5	3,2%	3,3	4,9%	2,0	1,8%	2,0	1,6%	2,0	1,5%
Veränderung zum Vorjahr	-403,4%		120,8%		-40,3%		0,0%		0,0%	
Gesamtleistung	46,7	100,0%	68,5	100,0%	114,0	100,0%	127,0	100,0%	137,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	57,4%		46,6%		66,3%		11,4%		7,9%	
Materialaufwand	19,0	40,6%	30,0	43,7%	54,5	47,8%	62,5	49,2%	67,8	49,5%
Veränderung zum Vorjahr	65,8%		57,6%		81,9%		14,7%		8,5%	
Personalaufwand	15,3	32,8%	23,3	34,0%	34,9	30,6%	36,2	28,5%	38,4	28,0%
Veränderung zum Vorjahr	29,1%		52,0%		49,8%		3,8%		6,0%	
Sonstiges Ergebnis	-5,4	-11,6%	-8,6	-12,6%	-11,0	-9,6%	-11,0	-8,7%	-11,0	-8,0%
Veränderung zum Vorjahr	26,8%		59,6%		27,7%		0,0%		0,0%	
EBITDA	7,0	15,0%	6,7	9,7%	13,6	12,0%	17,3	13,6%	19,8	14,5%
Veränderung zum Vorjahr	232,9%		-5,0%		104,1%		27,1%		14,5%	
Abschreibungen	3,4	7,3%	5,1	7,4%	9,2	8,1%	9,2	7,3%	9,3	6,8%
Veränderung zum Vorjahr	6,7%		48,9%		80,9%		0,4%		0,1%	
EBIT	3,6	7,7%	1,6	2,3%	4,4	3,9%	8,1	6,4%	10,6	7,7%
Veränderung zum Vorjahr	-431,8%		-56,0%		178,2%		82,7%		30,9%	
Finanzergebnis	-0,6	-1,4%	-0,8	-1,1%	-2,5	-2,2%	-2,5	-2,0%	-2,4	-1,8%
Veränderung zum Vorjahr	20,5%		-22,3%		-221,3%		0,0%		4,0%	
Ergebnis vor Steuern	3,0	6,4%	0,8	1,2%	1,9	1,7%	5,6	4,4%	8,2	6,0%
Steuerquote	22,5%		43,7%		20,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	0,7	1,4%	0,4	0,5%	0,4	0,3%	1,7	1,3%	2,5	1,8%
Jahresüberschuss	2,3	4,9%	0,5	0,7%	1,5	1,4%	3,9	3,1%	5,7	4,2%
Veränderung zum Vorjahr	-236,5%		-80,2%		236,8%		153,8%		46,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,0		0,0		0,0		0,0	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,2	4,8%	0,5	0,7%	1,5	1,4%	3,9	3,1%	5,7	4,2%
Veränderung zum Vorjahr	-231,6%		-79,4%		236,8%		153,8%		46,5%	
Anzahl der Aktien	6,626		9,843		9,843		9,843		9,843	
Gewinn je Aktie	0,34		0,05		0,16		0,40		0,58	

Aktionärsstruktur

Alegria Beteiligungsgesellschaft mbH c/o	
DPE Deutsche Private Equity GmbH	27,33%
DAH Beteiligungs GmbH (Daniel Hopp)	18,89%
Lampe Beteiligungsgesellschaft GmbH	8,27%
Streubesitz	45,51%

Termine

Aktuell keine Finanztermine bekannt

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 (CEO) / Simone Herrmann (Head of IR)

Tel.: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 710
Fax: +49 (0) 30 / 63 99 23 - 719
Email: giering@first-sensor.com / ir@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 „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkauf“ 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
11.10.2012	8,64 €	Halten	10,00 €
12.07.2012	10,00 €	Halten	10,00 €
16.02.2012	9,35 €	Kaufen	11,50 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	60,9%	68,4%
Halten	34,8%	31,6%
Verkaufen	4,3%	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 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 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.