

3S Swiss Solar Systems AG

Zusammenfassung

- **Umsatz- und Ertragssprung:** Nach einem bereits sehr guten Geschäftsjahr 2006 konnte 3S in den ersten sechs Monaten die Ertragsdynamik weiter steigern. Bei einem Umsatz von rund 10 Mio. CHF (+161,4 Prozent) wurde der Gewinn auf 0,7 Mio. CHF fast verzehnfacht.
- **Wertschöpfungskette erweitert:** Für das zweite Halbjahr sind weitere Steigerungen zu erwarten. Neben einem starken organischen Wachstum profitiert die Gesellschaft auch vom Kauf des Testsysteme-Herstellers Belval, der die Produktpalette von 3S synergetisch ergänzt.
- **Prognosen angehoben:** Vor diesem Hintergrund hat das Management die Prognosen für das Gesamtjahr angehoben. Erwartet wird nun ein Umsatz von 23 Mio. CHF (+99 Prozent; zuvor 19 Mio. CHF) bei einem Gewinn von 2,3 Mio. CHF (+229 Prozent; zuvor 1,5 Mio. CHF).
- **Kursziel drastisch erhöht:** Infolgedessen haben wir unser Schätzmodell grundlegend überarbeitet und sehen nun einen fairen Wert von 14,99 Euro, ein weiteres Aufwärtspotenzial von 42 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **10,55 Euro**

ISIN	CH0022678822
Branche	Photovoltaik
Sitz der Gesellschaft	Lyss (Schweiz)
Internet	www.3-s.ch
Ausstehende Aktien	6,71 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 2005
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	70,8 Mio. Euro
Free Float	68,2 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	18,28 Euro / 2,87 Euro
Performance (12 Monate)	+270 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 69 Tsd. Euro / Tag

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatz (Mio. CHF)	4,1	11,6	23,4	33,8
Umsatzwachstum		182,0%	102,4%	44,6%
EpS (CHF)	-0,10	0,10	0,36	0,64
EpS-Wachstum		-	246,3%	77,4%
Dividende je Aktie	0	0	0	0
KGV	-	165,3	47,7	26,9
KUV	28,22	10,01	4,94	3,42
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Jüngste Geschäftsentwicklung

Umsatz- und Gewinn- sprung im ersten Halb- jahr

In den ersten sechs Monaten der laufenden Berichtsperiode hat sich der dynamische Aufwärtstrend bei der Geschäftsentwicklung von 3S weiter fortgesetzt. Nachdem 2006 nicht nur ein Umsatzanstieg um 183,5 Prozent auf 11,56 Mio. CHF erwirtschaftet, sondern mit 0,7 Mio. CHF auch erstmals in der Unternehmensgeschichte ein Gewinn ausgewiesen wurde, erreichten die Erlöse zwischen Januar und Juni mit 9,97 Mio. CHF (+161,4 Prozent) fast das Niveau des gesamten Vorjahres. Der dabei realisierte Periodenüberschuss von 0,97 Mio. CHF (+1.038,5 Prozent) lag sogar über dem Zwölfmonatswert aus 2006. Eine Übersicht zu den wichtigsten Kennziffern zeigt die folgende Tabelle.

<i>(Mio. CHF, Prozent)</i>	1. Halbjahr 2007	1. Halbjahr 2006	Veränderung
Umsatz	9,97	3,81	+161,4%
EBITDA	1,08	0,26	+315,4%
Jahresergebnis	0,97	0,09	+1.038,5%

Ausbau der Markt- position bei Produkti- onsanlagen

Vor allem im Kerngeschäft, der Entwicklung und Herstellung von Produktionsanlagen für die Solarindustrie, konnte das Unternehmen stark zulegen. Als Verkaufsschlager fungierte erneut die von 3S hergestellte Laminierstraße, mit deren Hilfe einzelne Solarzellen zu Modulen zusammengefügt werden. Zum Jahreswechsel 2006/07 wurde mit Conergy ein führender Anbieter aus der deutschen Solarbranche als Referenzkunde für die Anlage gewonnen. Der Lieferauftrag für die neue Conergy-Fabrik in Frankfurt/Oder konnte bereits größtenteils abgearbeitet werden und dürfte signifikant zum Umsatzwachstum im ersten Halbjahr beigetragen haben. Darüber hinaus erfolgten weitere Auslieferungen in die EU und nach Asien – mit Indien wurde hier ein neuer, aussichtsreicher Markt erschlossen. Besonders erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass die Gesellschaft von mehreren Bestandskunden Folgeaufträge erhalten hat und damit ihre Marktposition weiter festigen konnte.

Expansion bei gebäu- deintegrierten Solar- systemen

Auch der kleinere Geschäftsbereich von 3S, die gebäudeintegrierten Solarsysteme, hat sich im ersten Halbjahr 2007 positiv entwickelt. Nachdem der Absatz im Vorjahr noch durch wenige Großprojekte dominiert wurde, zieht nun die Nachfrage auf breiter Front an. Ursächlich dafür ist vor allem die Einführung einer Sonderförderung in Frankreich und der Schweiz. Künftig wird der Strom aus bereits in die Bauelemente eingebetteten Modulen mit einer wesentlich höheren Vergütung entlohnt, als der von Aufdach- oder Freiflächenanlagen. Im Zuge dessen konnte für Frankreich die SETE SA, ein Spezialist für den Dach- und Fassadenbau, als Vertriebspartner gewonnen werden. Auch in Spanien und Italien ist mit ersten Projekten der Markteintritt gelungen.

Erweiterung der Wertschöpfungskette

Neben dem starken organischen Wachstum konnte der Marktanteil bei Produktionsanlagen für die Solarindustrie zuletzt auch durch die Akquisition der Schweizer Firma Belval SA ausgebaut werden. Das bereits 1983 gegründete Unternehmen entwickelt hochqualitative Testsysteme für Solarzellen und -module und hat mittlerweile weltweit mehr als 100 Anlagen installiert. Mit der Übernahme wird das bereits bestehende Angebot von 3S im Bereich der Modultester signifikant aufgewertet. Zukünftig werden sämtliche Aktivitäten in diesem Bereich von der neuen Tochter vertreten. Aus der Verbindung mit dem bestehenden Kerngeschäft erwartet das Management hohe Synergien im Einkauf, im Vertrieb und beim Service. Diese Perspektiven waren offenbar auch für die Verkäufer so attraktiv, dass das Unternehmen zu relativ moderaten Konditionen – wir schätzen den Preis auf etwa 0,8 bis 1,0 Mio. Euro – und überwiegend gegen Aktien von 3S veräußert wurde.

Ausblick

Management erhöht Prognosen

Nach der hervorragenden Geschäftsentwicklung in den ersten sechs Monaten und der Übernahme von Belval hat das Management die Prognosen für das laufende Jahr deutlich angehoben. Auf der Erlösseite wird nun in Relation zum Vorjahreswert exakt eine Verdopplung auf 23 Mio. CHF erwartet, nachdem der vorherige Zielwert bei 19 Mio. CHF gelegen hatte. Beim Gewinn ist die Revision noch drastischer ausgefallen: Der Überschuss soll sich nun auf 2,3 Mio. CHF (zuvor 1,5 Mio. CHF) mehr als verdreifachen.

Glänzende Perspektiven

Aber auch in den kommenden Geschäftsjahren sind die Wachstumsperspektiven für 3S ausgesprochen positiv. Die Solarwirtschaft expandiert derzeit mit einer rasanten Geschwindigkeit: Der Europäische Dachverband der Photovoltaikindustrie EPIA prognostiziert eine Verdopplung der weltweit neu installierten Leistung innerhalb der nächsten drei Jahre auf dann 5,6 Gigawatt. Die damit korrespondierenden Investitionen in weitere Produktionskapazitäten bedeuten für 3S eine kontinuierlich anziehende Nachfrage, insbesondere bei den Kernprodukten Laminatoren und Testsysteme. Auch die gebäudeintegrierten Solarsysteme sollten in den nächsten Jahren einen deutlichen Aufschwung erfahren. Schon mit der Umstellung der Förderungspraxis in Frankreich und der Schweiz ist hier eine spürbare Belebung zu verzeichnen. Sollte sich die Bevorzugung der integrierten Module auf europäischer Ebene durchsetzen, würde sich für 3S ein gigantischer Markt eröffnen.

Grundlegende Überarbeitung der Schätzungen

Obwohl wir in unserer letzten Studie vom Dezember 2006 bereits sehr positiv zum Unternehmen eingestellt waren, hat sich die Gesellschaft seitdem noch deutlich besser entwickelt als von uns erwartet. Die aktuelle Umsatzprognose für 2007 liegt deutlich über unserer alten Schätzung (18,0 Mio. CHF), die Gewinn-

prognose zumindest leicht (2,2 Mio. CHF). Der aus unserer Sicht außerordentlich lukrative Zukauf von Belval hat die Perspektiven des Unternehmens darüber hinaus zusätzlich verbessert. Vor diesem Hintergrund haben wir unser Schätzmodell zu der künftigen Entwicklung des Unternehmens grundlegend überarbeitet.

Marktwachstum beflügelt Unternehmensentwicklung

Angesichts der aktuellen Dynamik erwarten wir im laufenden Jahr ein Marktwachstum von rund 30 Prozent, nachdem wir zuvor mit 25 Prozent kalkuliert haben. Gleichzeitig dürfte 3S den Marktanteil – auch dank der Übernahme von Belval – zügiger als erwartet ausbauen und bereits im laufenden Jahr einen Wert von 24 Prozent erreichen (alte Schätzung: 20 Prozent). Als Resultat sollte der Umsatz mit Produktionsanlagen und Testsystemen auf 20,4 Mio. CHF wachsen. Durch die veränderten Förderungsbedingungen sind wir darüber hinaus auch für die Erlösentwicklung der gebäudeintegrierten Solarsysteme optimistischer und taxieren die Segmenteinnahmen nun auf 3 Mio. CHF (zuvor: 1,8 Mio. CHF). In Summe rechnen wir mit einem Jahresumsatz von 23,4 Mio. CHF. Ausgehend von der erhöhten Basis unterstellen wir in den Folgejahren, dass 3S den Marktanteil vorübergehend nochmals geringfügig auf maximal 26 Prozent ausbauen kann, bevor dieser ab 2013 den Zielwert von 25 Prozent erreicht. Das Marktwachstum sollte sich dabei zunächst noch drei Jahre auf rund 30 Prozent belaufen, und im Anschluss zumindest für einige Perioden bei 25 Prozent liegen. Eine überproportionale Entwicklung erwarten wir für den Geschäftsbereich Testsysteme, da die Verbindung von 3S und Belval erhebliche Potenziale freisetzen sollte. In Summe sehen wir für die Gesellschaft über mehrere Jahre ein zweistelliges Umsatzwachstum, mit einer maximalen Steigerungsrate von 44,6 Prozent im nächsten Jahr.

Ausbau der Marktposition schafft Renditepotenzial

Durch den wachsenden Marktanteil und die Ausweitung der Wertschöpfungskette sollte sich der Renditespielraum für 3S noch einmal deutlich erhöhen. Im Vergleich zu unserer letzten Studie kalkulieren wir nun mit einer maximalen EBIT-Marge von 20 Prozent (zuvor: 18,5 Prozent) im Jahr 2010, die zudem bis zum Ende des Detailprognosezeitraums vergleichsweise moderat auf 19 Prozent abschnilt. Angesichts der schon jetzt erreichten Innenfinanzierungskraft prognostizieren wir nun außerdem ein positives Zinsergebnis, während wir zuvor von einem leichten Defizit ausgegangen sind. Als Resultat dieser Modifikationen steigt die Nettomarge bei einem Steuersatz von 22 Prozent bis auf einen Spitzenwert von 16,2 Prozent an und liegt auch im Jahr 2014 noch bei beachtlichen 15,8 Prozent. Die folgende Tabelle zeigt den Geschäftsverlauf von 3S für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage dieser Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (endet 31.12)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gesamterlöse (Mio. CHF)	23,4	33,8	45,0	59,3	72,4	89,2	108,2	131,2
Erlöswachstum		44,6%	33,0%	31,7%	22,1%	23,2%	21,3%	21,3%
Nettorendite	10,4%	12,7%	14,3%	16,0%	16,1%	16,2%	16,0%	15,8%
Gewinn (Mio. CHF)	2,4	4,3	6,5	9,5	11,7	14,5	17,3	20,7
Gewinnwachstum		77,4%	50,0%	46,8%	23,3%	24,1%	19,5%	19,6%

Fairer Wert 14,99 Euro je Aktie

Bei einer unveränderten Rate für das ewige Wachstum von 2,0 Prozent und einem Diskontierungszins von 11,0 Prozent (risikoloser Zins 4,1 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,3) resultiert aus diesem Modell ein Unternehmenswert von 164,4 Mio. CHF oder 100,6 Mio. Euro. Umgerechnet auf die derzeit umlaufenden 6,71 Mio. Aktien entspricht dies einem fairen Wert von 14,99 Euro pro Stück, ein weiteres Aufwärtspotenzial von rund 42 Prozent.

Unverändertes Urteil: „Kaufen“

3S hat in den letzten Monaten weitreichende Fortschritte beim Geschäftsausbau erzielt. Nach der Gewinnung des Referenzkunden Conergy für die Produktionsanlagen konnten Umsatz und Profit im laufenden Jahr massiv gesteigert werden. Angesichts der dynamischen Branchenentwicklung sind die weiteren Absatzperspektiven hervorragend, zumal das Unternehmen die Wertschöpfungskette durch die Akquisition des Testsysteme-Herstellers Belval noch sinnvoll ausbauen konnte. Auch die gebäudeintegrierten Solarsysteme stehen vor einem Boom, da immer mehr Länder dazu übergehen, diese Variante den Aufdach- oder Freiflächenanlagen bei der Förderung vorzuziehen. Auf Basis dieser Entwicklung haben wir unser Schätzmodell grundlegend überarbeitet und die Zukunftsprognosen deutlich angehoben, so dass wir nun den fairen Wert bei 14,99 Euro je Aktie sehen. Da der Aktienkurs an der Börse seit Ende 2006 förmlich explodiert ist und seit unserer letzten Studie um 252 Prozent zugelegt hat, reduziert sich das verbleibende Aufwärtspotenzial auf rund 42 Prozent. Nichtsdestotrotz bleibt die Gesellschaft ein aussichtsreiches Investment, weswegen wir unser Kaufurteil beibehalten.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
12.12.2006	3,00 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.