

## 3S Industries AG

### Stärken und Chancen

- **Erfreuliche Zahlen:** Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnten die Schweizer abermals ein hohes Umsatzwachstum von 301 Prozent mit einer eindrucksvollen operativen Profitabilität (EBIT-Marge 12,3 Prozent) verbinden. Für 2009 hat der Vorstand eine optimistische Prognose (Umsatz 150 Mio. CHF, EBIT 15 Mio. CHF) ausgegeben.
- **Erweiterung der Wertschöpfung:** Der Einstieg in das Geschäft mit teil- und vollautomatischen Produktionslinien bietet für das Unternehmen aus unserer Sicht ein hohes Wachstumspotenzial.
- **Hohe Qualität als starkes Asset:** Die außerordentlich hohe Produktqualität der Schweizer, deren Anlagen eine technische Verfügbarkeit von 97 Prozent haben, sorgt auch in dem etwas rauerem Branchenklima für einen regen Auftragseingang.

### Schwächen und Risiken

- **Finanzkrise bremst:** Erstmals seit Beginn des Solarbooms könnte die neu installierte Kapazität wegen Problemen bei der Projektfinanzierung im Vorjahresvergleich stagnieren.
- **Abhängigkeit von Förderung:** Die mittelfristig realisierbaren Wachstumsraten hängen davon ab, in welchem Umfang die Politik weltweit die Förderung der Photovoltaik weiter ausbaut.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. CHF)	25,4	101,8	145,1	174,1	CAGR Umsatz 07-10 (e)	89,9%
Umsatzwachstum	125,4%	300,5%	42,5%	20,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	90,6%
EBIT (Mio. CHF)	2,6	12,5	15,2	18,3	CAGR EpS 07-10 (e)	29,1%
EBIT-Marge	10,4%	12,3%	10,5%	10,5%		
EpS (CHF)*	0,47	0,68	0,83	1,00	Enterprise Value (Mio. Euro)	135,6
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	33,7
KUV	9,32	2,33	1,63	1,36	EV / Umsatz 08 (e)	1,4
KGV	36,7	25,0	20,5	17,1	EV / EBIT 08 (e)	13,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	4,6

\* 2007: 6,71 Mio. Aktien, ab 2008 aktuelle Aktienzahl

## Kaufen (unverändert)

### Kursziel

**16,17 Euro**

### Aktueller Kurs

11,31 Euro (Bern umgerechnet)



Kurshistorie (Bern)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	11,93	11,93	17,26
Tief (Euro)	9,65	5,22	5,22
Performance	15,23%	104,72%	-24,68%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	191.358	93.698	126.681

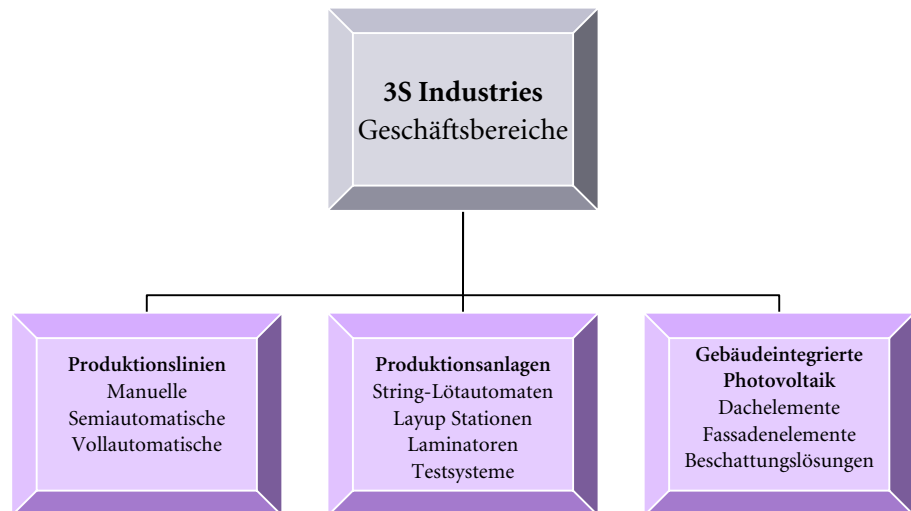
### Stammdaten

ISIN / WKN	CH0022678822 / A0Q48P
Branche	Photovoltaik
Sitz der Gesellschaft	Lyss (Schweiz)
Internet	www.3-s.ch
Ausstehende Aktien	13,86 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	September 2005
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	156,7 Mio. Euro
Free Float	60,2 %
Rechnungslegung	Swiss GAAP

## Unternehmensprofil

### *Führender Anbieter von Produktionsanlagen*

Die im Jahr 2001 gegründete 3S Industries AG (3S) hat sich in wenigen Jahren zu einem der weltweit wichtigsten Anbieter von Produktionsanlagen für die Herstellung von Solarmodulen entwickelt. Während der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ursprünglich auf der Lieferung einzelner Komponenten des Fertigungsprozesses lag, umfasst das Angebot heute auch semi- und vollautomatische Produktionslinien. Umgesetzt wurde dieser Schritt mittels zweier Akquisitionen, in deren Rahmen 3S den Testsystemhersteller Pasan (früherer Name: Belval) sowie Somont, einen deutschen Hersteller von String-Lötautomaten, in den Verbund integrierte. Als zweites Standbein entwickelt und vertreibt die im schweizerischen Lyss beheimatete Gruppe Bauelemente für die gebäudeintegrierte Photovoltaik. Insgesamt beschäftigt der Konzern 302 Mitarbeiter, nach lediglich 17 noch vor vier Jahren. Mit dieser Expansion ging auch eine Vergrößerung der Führungsmannschaft einher: Neben CEO Dr. Patrick Hofer-Noser, der 3S seit der Gründung leitet, wurde das Gremium im Februar 2006 mit Frank Rosenbusch als CFO verstärkt, im Oktober 2008 hat Sylvère Leu den Posten des COO übernommen.



Quelle: Eigene Darstellung

### *Produktionslinien dominieren derzeit die Geschäftstätigkeit*

Derzeit dominieren die semiautomatischen Produktionslinien für die Solarmodulfertigung, die vor allem von Neueinsteigern im Markt stark nachgefragt werden, das Geschäft. Das Unternehmen kann hier sein über Jahre aufgebautes Know-how besonders effektiv einbringen. Denn die Kunden benötigen zumeist nicht nur das Produktionsequipment, sondern auch das Wissen für eine reibungslose Inbetriebnahme sowie eine effiziente Fertigung – Aspekte, die 3S mit einem komplementären Beratungsangebot abdeckt. Darüber hinaus können die notwendigen Zertifizierungsprozesse bereits parallel zur Montage auf Anlagen

der Schweizer durchgeführt werden, was die Zeitspanne von der Investitionsentscheidung bis zum Markteintritt zum Teil um mehrere Monate verkürzt.

***Traditionelle Kernkompetenz: Der Laminator***

Die Basis der aktuellen Erfolgsgeschichte hat das Unternehmen bereits vor einigen Jahren mit der Entwicklung eines besonders leistungsfähigen Laminators gelegt, mit dessen Hilfe die Herstellung von Solarmodulen wesentlich verbessert werden konnte. Im Laminator, dem Herzstück der Solarmodulproduktion, durchlaufen die einzelnen Solarzellen einen Temperaturprozess, in dem sie zu witterungsbeständigen Modulen verkapselt werden. Entscheidend für die Qualität und Lebensdauer der Erzeugnisse sind dabei in erster Linie die Temperaturhöhe und -genauigkeit der Heizplatte. Die traditionellen Lösungen, die entweder elektrisch oder mit Öl als Wärmeträger funktionieren, weisen diesbezüglich erhebliche Mängel auf, die 3S mit einem patentgeschützten hybriden Heizsystem aus beiden Elementen beseitigen konnte. Die Eigenentwicklung garantiert eine äußerst hohe Temperaturhomogenität auf der Platte mit einer Differenz von höchstens -1 / +1°C und schafft damit die Voraussetzung für eine lange Lebensdauer und eine effiziente Produktion.

***Stetiger Innovationsprozess***

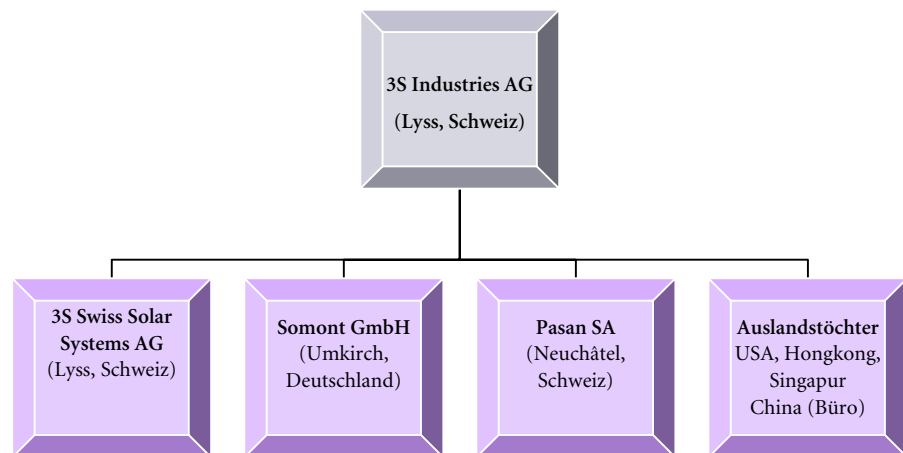
Im Rahmen eines laufenden Innovationsprozesses wurde das System seit der Markteinführung kontinuierlich weiterentwickelt. Während die ursprüngliche Variante nur auf die Herstellung von kristallinen Solarzellen ausgelegt war, können damit seit 2006 auch Dünnschichtmodule gefertigt werden. Einen weiteren Meilenstein stellte die Entwicklung der XL-Laminatorserie dar, die im Herbst letzten Jahres erstmals der Öffentlichkeit präsentiert wurde. Im Gegensatz zu herkömmlichen einstufigen Geräten wurde der Laminierprozess hier in drei separate Kammern gesplittet, was die Durchlaufzeit erheblich reduziert und die Produktionskapazität somit verdoppelt.

***Testsystem-Hersteller Belval als synergetische Ergänzung***

Dank der herausragenden Produktcharakteristika konnte 3S in den vergangenen Jahren zahlreiche renommierte Adressen aus der Solarbranche als Kunden gewinnen – eine aussichtsreiche Basis für die Expansion auf andere Stufen der Modulherstellung. Ein großer Schritt in diese Richtung wurde 2007 mit der Akquisition des Testsystemherstellers Belval vollzogen. Das im Anschluss in Pasan umbenannte Unternehmen kann in seinem Kerngeschäft auf einen ähnlich hohen Qualitätsstandard verweisen, wie ihn 3S im Bereich der Laminatoren erreicht hat. Die Testanlagen, in die nach Unternehmensangaben die Erfahrungen von 25 Jahren Branchentätigkeit eingeflossen sind, zeichnen sich insbesondere durch eine hohe Lichthomogenität auf der beleuchteten Fläche aus. Hinzu kommen eine hervorragende Lichtstabilität im Testprozedere sowie eine weitgehende spektrale Übereinstimmung mit dem Sonnenlicht. Diese Charakteristika beeinflussen die Genauigkeit im Prüfprozess und sorgen damit für eine sehr exakte Eingrenzbarkeit der Leistungsfähigkeit des Endprodukts, was sich positiv auf die damit erzielbaren Erlöse auswirkt.

*Erwerb von Somont: Dritte Schlüsseltechnologie*

Im vergangenen Jahr hat sich der Schweizer Konzern dann mit der Akquisition der deutschen Somont GmbH Zugang zu einer weiteren Schlüsseltechnologie der Solarmodulproduktion geschaffen. Die neue Konzerntochter ist ein Spezialist für String-Lötautomaten, mit denen die einzelnen Zellen im Rahmen der Fertigung miteinander verbunden werden. Dieser Arbeitsschritt gilt als mitentscheidend für die Leistungsfähigkeit des Endprodukts. Vor allem ein Bruch der Zellen muss dabei vermieden werden – eine Aufgabe, die angesichts der immer dünner werdenden Ausgangsprodukte zunehmend anspruchsvoller wird. Somont hat zu diesem Zweck das Soft-Touch-Lötverfahren entwickelt, das sicherstellt, dass die Zellen nur mit der jeweils unbedingt nötigen Energiemenge und damit so schonend wie möglich behandelt werden. Integriert ist das System in die Stringer der RAPID-Serie, die in verschiedenen Ausführungen eine Solarmodul-Produktion zwischen 10 und 40 MW pro Jahr erlauben.



*Innovative Lösungen für die Integration der Maschinen in Produktionslinien*

Ebenso wie Pasan wird auch Somont nach außen als eigenständiges Unternehmen im Rahmen einer Holdingstruktur bestehen bleiben (siehe Grafik; zu den Auslandstöchtern siehe Abschnitt „Markt und Strategie“). Nach der Akquisition der beiden Gesellschaften kann 3S nun alle zentralen Produktionsanlagen für die Solarmodulfertigung aus einer Hand anbieten. Parallel wurde intensiv an der Integration der Maschinen in schlüsselfertige Fertigungslinien mit unterschiedlichen Automatisierungsgraden gearbeitet. Die Ingenieure von 3S haben dafür jeden einzelnen Schritt des Herstellungsprozesses analysiert und bei Bedarf neue Lösungen entwickelt, die zum Teil zum Patent angemeldet wurden. Zu den Innovationen zählen beispielsweise ein vollautomatisches Handhabungssystem für die Bedienung der Prozesse nach dem Laminieren, eine vollautomatische Kantenschneidemaschine mit einer Schneidgeschwindigkeit von 90m pro Minute sowie eine vollautomatische Rahmungsstation. Das Gesamtsystem wurde dabei so flexibel gestaltet, dass es auf die jeweiligen Kundenbedürfnisse zugeschnitten werden kann und damit sowohl auf semi- als auch auf vollautomatischer Basis

funktioniert. Die erste Auslieferung einer schlüsselfertigen Produktionslinie erfolgte im November letzten Jahres an den spanischen Solarkonzern Eurener.

*Schwerpunkt auf Forschung und Entwicklung*

Bereits im Frühjahr 2008 wurde das System im hauseigenen Technikum in Lyss installiert, an dem sich die Forschungs- und Entwicklungsarbeiten in den letzten Jahren konzentriert haben. Damit stehen nicht nur eigene Kapazitäten für umfangreiche Versuchsreihen zur Weiterentwicklung der einzelnen Anlagen und Prozessschritte zur Verfügung, sondern den Kunden wird auch eine Möglichkeit für notwendige Testläufe und Zertifizierungen geboten, was insbesondere für Neueinsteiger im Sektor – wie oben beschreiben – eine attraktive Option darstellt. Eine zweite Einrichtung dieser Art wurde im März dieses Jahres in Freiburg eröffnet, ebenfalls verbunden mit der Installation einer halbautomatischen Produktionslinie. Dieser Expansionsschritt erweitert nicht nur die F&E-Kapazitäten signifikant, sondern stärkt auch die Präsenz in Deutschland, das nach wie vor zu den weltweit wichtigsten Absatzmärkten für Photovoltaik-Produkte zählt.

*Zweites Geschäftsfeld als Know-how-Lieferant*

Das Technikum in Lyss hat in der Vergangenheit allerdings nicht nur als F&E-Zentrum fungiert, sondern auch als Produktionsstätte für die zweite Geschäftssparte Solarsysteme. Hier konzentriert sich das Unternehmen auf die Nische der gebäudeintegrierten Photovoltaik, um mit den Kunden der Maschinensparte aus dem Massenmarkt nicht in Konkurrenz zu treten. Die Vereinigung der beiden Sparten unter einem Dach stellt dabei einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil von 3S dar. Großprojekte im Bereich der gebäudeintegrierten Solarsysteme sind aufgrund individueller Besonderheiten der auszustattenden Bauten oftmals mit überdurchschnittlichen Qualitätsansprüchen verbunden. Dementsprechend hoch sind die Anforderungen an die Solarmodulproduktion, denen zumeist nur die neusten Herstellungstechniken, -verfahren und -materialien genügen können. Entscheidend für Sonderanfertigungen im Rahmen der Gebäudeintegration ist zudem in der Regel ein langjähriges Know-how im Umgang mit den Maschinen, der einen geringen Ausschuss in der Produktion sicherstellt. Aufgrund eines sehr erfahrenen Mitarbeiterstamms können die Schweizer gerade in diesem Bereich punkten. Die aus der Abwicklung der Projekte resultierenden Erkenntnisse fließen im Gegenzug dann wieder in die kontinuierliche Verbesserung und Weiterentwicklung der angebotenen Maschinen ein.

*Lösungen für Dächer, Fassaden und Beschattung*

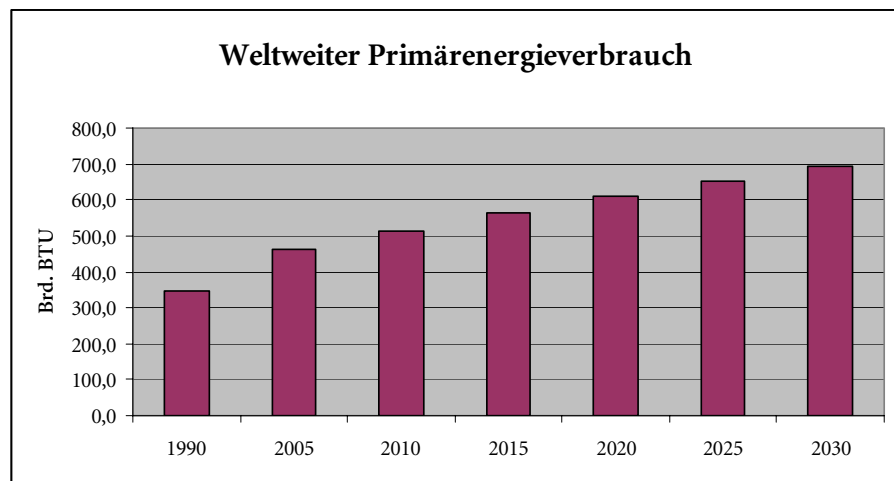
Das Produktspektrum des Geschäftsbereichs ist für drei verschiedene Anforderungen konzipiert: als Dachziegel, als Fassadenelement sowie als Beschattungslösung für Balkone und Terrassen. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Konstruktion der einzelnen Bauelemente als rahmenlose Module. Dies bietet nicht nur einen ästhetischen Vorteil für die Integration in die Gebäude, sondern verhindert biologischen Bewuchs – eine entscheidende Determinante für die langfristige Leistungsfähigkeit der Anlage und damit ein wesentlicher Vorteil gegenüber gerahmten Alternativen. Der wichtigste Umsatzträger der Sparte ist das

selbst entwickelte und patentierte Photovoltaik-Dachsystem MegaSlate, das nicht nur zum Sortiment von 3S zählt, sondern auch von den Käufern des Produktionsequipments gegen Zahlung einer Lizenzgebühr eigenständig angeboten werden kann.

**Prestigeträchtige Referenzprojekte**

Der Vertrieb an den Endkunden erfolgt in der Regel über lokal tätige Solarunternehmen, Elektroinstallateure, Architekten oder Fassadenbauer. Die Nachfrage in der Schweiz wurde zuletzt durch die im März letzten Jahres verabschiedete „Kostendeckende Einspeisevergütung“ (KEV) angefacht, die ein deutlich höheres Entgelt für gebäudeintegrierte Anlagen vorsieht. Während hier schon der breite Markt adressiert wird, konnten in den Auslandsmärkten wie den USA oder Asien einige prestigeträchtige Referenzprojekte realisiert werden, wie beispielsweise die Ausstattung des Museum Center for Water Education in Kalifornien mit einer großflächigen Beschattungslösung oder die Lieferung von Dach- und Fassadenelementen für ein Hochhaus in Hongkong.

**Markt und Strategie**



Quelle: EIA

**Wirtschaftskrise wird Energienachfrage nur geringfügig bremsen**

In ihrem aktuellen Jahresausblick vom November 2008 hat die Internationale Energieagentur ihre Schätzung für das langfristige Wachstum der Energienachfrage leicht abgesenkt. In Reaktion auf die tiefe Krise der Weltwirtschaft wird nun nur noch von einer durchschnittlichen Steigerungsrate von 1,6 Prozent pro Jahr ausgegangen, zuvor wurde noch mit 1,8 Prozent p.a. kalkuliert (Quelle: World Energy Outlook 2008). Bis zum Jahr 2030 dürfte der globale Primärenergieverbrauch demgemäß um 45 Prozent zulegen, wobei mehr als die Hälfte des Zuwachses allein auf den zusätzlichen Bedarf in China und Indien zurückzuführen ist (Quelle: EIA, siehe Grafik). Mit der leichten Absenkung hat sich das

kommende Energieversorgungsproblem aber nicht entschärft – das Gegenteil ist der Fall. Denn die aktuelle Tiefpreisphase an den Rohstoffmärkten führt in einzelnen Sektoren zu einem dramatischen Rückgang der Investitionen, insbesondere bei der Ölexploration, wo selbst während des Booms die zur Deckung der Nachfrage notwendigen Investitionen in Höhe von rund 350 Mrd. US-Dollar p.a. nur knapp erreicht wurden.

*Auf das Rekordjahr 2008...*

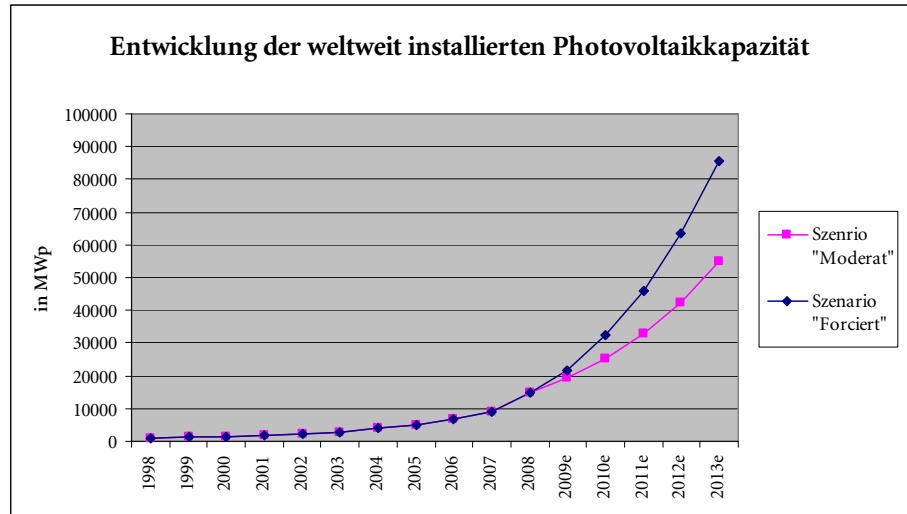
Auch im Bereich der Photovoltaik dürften die Rahmenbedingungen für einen spürbaren Bremseffekt sorgen, das genaue Ausmaß ist jedoch schwer abzuschätzen, zumal die Marktdynamik bis zum Herbst letzten Jahres noch außerordentlich hoch war. Die weltweit neu installierten Kapazitäten übertrafen infolgedessen im Jahr 2008 mit 5,56 GW sogar das optimistische Szenario der European Photovoltaic Industry Association, die zuvor im besten Fall von einer Ausweitung um 5,2 GW ausgegangen war. In Relation zur Vorperiode bedeutete dies nahezu eine Verdopplung des Zuwachses. Das enorme Expansionstempo ist vor allem auf eine explosive Entwicklung in Spanien zurückzuführen, wo sich das Jahresvolumen nach einer Ausweitung der Förderung auf 2,5 GW fast verfünffacht hat. Aber auch andere große Photovoltaikmärkte wie Deutschland (+36 Prozent) und die USA (+65 Prozent) verzeichneten hohe Wachstumsraten.

*...folgt möglicherweise  
Stagnation in 2009*

Dennoch geht die EPIA in dem moderaten Szenario für 2009 davon aus, dass der Ausbau der Kapazitäten erstmals seit Beginn des Solarbooms unter dem Vorjahreswert liegen könnte. Dies ist zum einen auf eine Zubaubeschränkung im spanischen Markt zurückzuführen, die von der Politik als Reaktion auf den enormen Boom beschlossen wurde. Demnach liegt das maximale Fördervolumen für 2009 bei 500 MW – und damit bei lediglich 20 Prozent des Vorjahreswertes. Darüber hinaus hängt viel von der weiteren Entwicklung der USA ab, für die die EPIA-Prognose wegen möglicher Schwierigkeiten bei der Finanzierung neuer Projekte im moderaten Szenario von einer leichten Schrumpfung ausgeht.

*Langfristiger Wachstumstrend intakt*

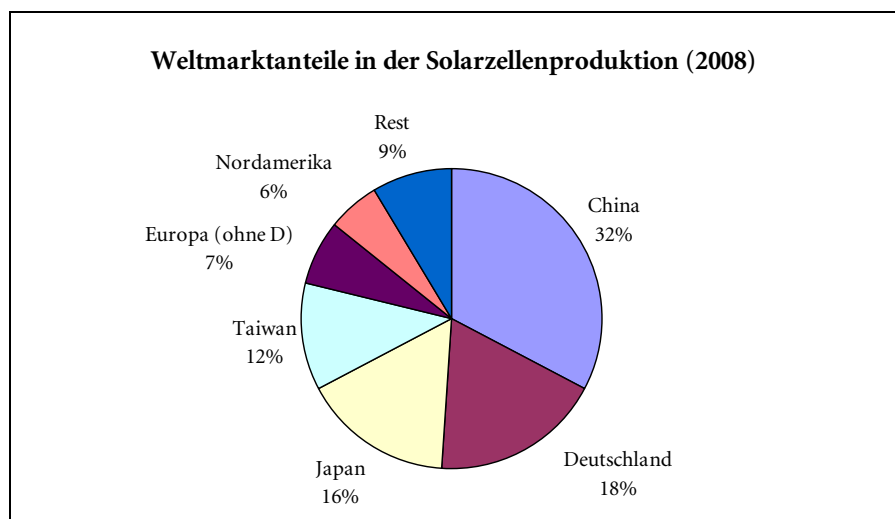
Die möglich erscheinende leichte Kontraktion des Marktes wird allerdings als krisenbedingtes Übergangsphänomen eingestuft. Im Anschluss geht der Verband von einer schnellen Rückkehr auf den Wachstumspfad aus, so dass das Jahresvolumen bis 2013 um durchschnittlich 17 Prozent pro Jahr auf 12,25 GW ansteigen soll (Moderates Szenario); bei einer weiteren Ausweitung der Förderung (Szenario: Forciert) könnte sich die Steigerungsrate sogar auf 32 Prozent p.a. belaufen (siehe nachfolgende Grafik). Eine zentrale Rolle wird dabei den USA zugeschrieben, wo der Regierungswechsel eine massive Prioritätenverschiebung zugunsten der erneuerbaren Energien ermöglicht hat. Starke Impulse dürften auch vom chinesischen Markt ausgehen, dessen Volumen sich von 45 MW (2008) bis 2013 zumindest verzweifzigfachen soll, nachdem die Regierung zuletzt eine umfangreiche Subvention für Großanlagen beschlossen hat.



Quelle: EPIA

### Dynamischer Kapazitätsausbau

Entsprechend stark fällt auch die Expansion in den einzelnen Wertschöpfungsstufen der Solarbranche aus. Die Produktionskapazitäten für den zentralen Inputfaktor, polykristallines Silizium, deren Beschränkung noch 2007/08 als zentrales Wachstumshemmnis der Branche galt, dürften sich zwischen 2007 und 2012 auf rund 180 Tsd. Tonnen mehr als verdreifachen. Auch die Solarzellenproduktion selbst wächst mit einem hohen Tempo. Im letzten Jahr erhöhte sich die Erzeugung um 85 Prozent auf 7,9 GW. Mit einem Output von 2,6 GW (+116 Prozent ggü. 2007) gibt China hier im internationalen Vergleich mittlerweile eindeutig den Ton an (siehe Grafik). Für die laufende Periode wurde eine weitere Ausweitung der Produktionskapazitäten auf 5,2 GW angekündigt (Quelle: Photon).



Quelle: Photon



***Hersteller von Produktions-equipment profitieren***

In den einzelnen Segmenten könnte das rasante Kapazitätswachstum durchaus zumindest temporär zu Überkapazitäten und infolgedessen zu einem verstärkten Preis- und Margendruck führen, wie er aktuell bereits im Solarzellenmarkt zu beobachten ist. Demgegenüber sollten die Hersteller von Produktionsanlagen zu den sichersten Profiteuren der mittelfristig positiven Branchenperspektiven zählen. Sie lassen sich entlang der einzelnen Herstellschritte grob in vier Sparten untergliedern: Polykristallines Silizium, Wafer, Solarzellen sowie Solarmodule. Die ersten beiden Segmente werden von dem US-Konzern GT Solar mit einem Marktanteil von 46 resp. 24 Prozent beherrscht, während Centrotherm aus Deutschland als größter Technologielieferant für die Solarzellenfertigung gilt. 3S wiederum ist durch ein hohes organisches Wachstum und synergetische Akquisitionen an den börsennotierten Konkurrenten Spire (USA) und NPC Group (Japan) vorbeigezogen und zum weltweit führenden Anbieter von Produktionsanlagen zur Solarmodulherstellung aufgestiegen.

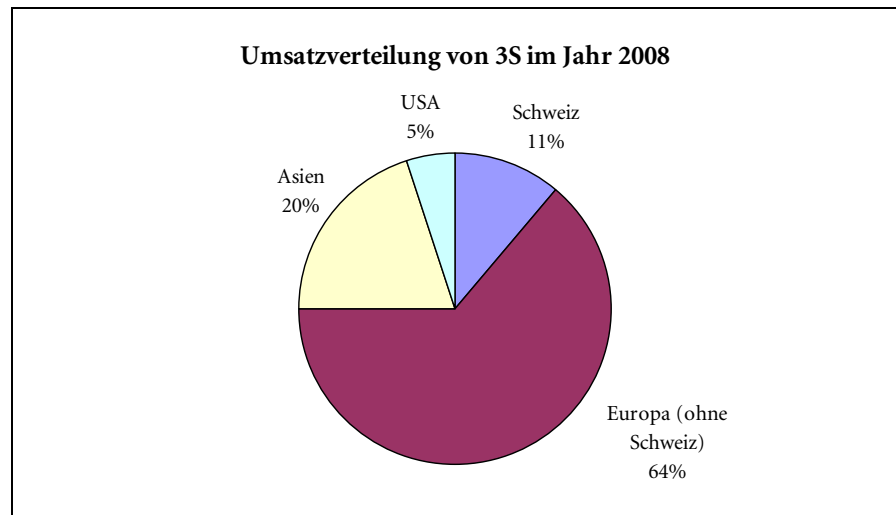
***Innovation und Qualität als Wettbewerbsvorteile***

Die hohe Dynamik der letzten Jahre sind ein Resultat des herausragenden Rufes, den die Produkte der Schweizer in der Branche genießen. Dieser resultiert einerseits aus den technischen Innovationen, wie etwa der Heizplatte im Laminator oder der geschickten Prozesssteuerung in den Produktionslinien, und fußt andererseits auf der hervorragenden Zuverlässigkeit der Erzeugnisse. Denn die Anlagen haben eine technische Verfügbarkeit von 97 Prozent – ein außergewöhnlich hoher Wert. Auf dieser Basis fallen die „Total Cost of Ownership“ für den Betreiber der Maschinen im Konkurrenzvergleich sehr günstig aus, obwohl zu Beginn eine etwas höhere Investition getätigt werden muss.

***Stärkung der internationalen Präsenz***

Da Qualität angesichts des hohen Kapazitätsaufbaus im Modulbereich, der die Herausarbeitung von Alleinstellungsmerkmalen erforderlich macht, sowie der angestrebten langen Lebensdauer der Erzeugnisse ein zunehmend wichtiges Kriterium im Markt darstellt, stößt 3S auch international mit seinem Angebot auf eine starke Resonanz. Im Zuge dessen wird die Präsenz in Auslandsmärkten kontinuierlich ausgebaut. Ein wichtiger Schritt stellte in diesem Rahmen die Eröffnung einer Service- und Vertriebsgesellschaft in den USA im September letzten Jahres dar. Mit der Niederlassung in Tucson wird die Nähe zum Kunden in einem der weltweit wachstumsstärksten Photovoltaikmärkte deutlich verbessert, um den US-Anteil am Konzernumsatz mittelfristig deutlich über den aktuellen Wert von 5 Prozent zu heben (siehe nachfolgende Grafik). Ebenfalls auf Expansionskurs befindet sich 3S in Asien, wo immerhin bereits 20 Prozent der Erlöse erwirtschaftet werden. Nachdem zunächst im vergangenen Herbst für die Markterschließung in Korea und Taiwan eine Kooperation mit der Schweizer DKSH Gruppe, ein Spezialist für Market Expansion Services, abgeschlossen wurde, folgte kürzlich mit der Eröffnung von Tochtergesellschaften in Hongkong und Singapur sowie einem Büro in China ein weiterer Quantensprung. Im Zentrum der Aktivitäten steht dabei der Hongkong-Ableger, für dessen Leitung

mit Michael Raber ein erfahrener und in Asien gut vernetzter Manager gewonnen werden konnte.



Quelle: Unternehmen

## Geschäftsentwicklung

### *Explosives Wachstum bei hoher Profitabilität*

Dank der hohen Produktqualität und einer geschickten Expansionsstrategie konnte 3S an dem Boom der Branche in den letzten Jahren überproportional partizipieren. Zwischen 2005 und 2008 hat sich der Umsatz der Gesellschaft von 3,9 auf 101,8 Mio. CHF um den Faktor 26 erhöht. Besonders bemerkenswert ist, dass die Schweizer diesen Schub auch in eine außerordentlich hohe Profitabilität ummünzen konnten. Während vor vier Jahren unter dem Strich investitionsbedingt noch ein Verlust von 0,68 Mio. CHF angefallen war, wurde das letzte Geschäftsjahr mit einem Gewinn von 9,5 Mio. CHF abgeschlossen, eine Nettomarge von 9,3 Prozent. Einen Überblick zur Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen zeigt die folgende Tabelle.

Geschäftszahlen	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008
Umsatz	3,9	11,3	25,4	101,8
EBITDA	-0,4	1,3	3,3	14,7
EBIT	-0,6	0,7	2,6	12,5
Nettoergebnis	-0,7	0,7	3,1	9,5

Angaben in Mio. CHF, Quelle: Unternehmen

### *Übernahme beflügelt Geschäft*

Mit einer Erlössteigerungsrate von 301 Prozent und einer Ausweitung des EBIT um 373 Prozent sticht in der Mehrjahresübersicht besonders das letzte Geschäftsjahr heraus. Neben einem hohen organischen Wachstum hat dazu auch die Akquisition von Somont maßgeblich beigetragen. Die Übernahme des deut-

schen Anbieters von String-Lötautomaten, der schon im Vorfeld zu den engen Kooperationspartnern des Unternehmens zählte, konnte im Sommer nach der Platzierung einer Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen werden. Seit August zählt die neue Tochter zum Konsolidierungskreis und dürfte im Zuge dessen nach unserer Einschätzung bereits etwa 30 bis 40 Prozent zu den Konzern Erlösen beigetragen haben.

### *Großaufträge bestätigen Strategie*

Auch in die laufende Periode ist Somont erfolgreich gestartet. Im Januar konnte die Gesellschaft einen Großauftrag von der norwegischen REC Group, einem der weltweit führenden integrierten Photovoltaik-Produzenten, verkünden. Noch im laufenden Jahr erfolgt die Auslieferung von String-Lötautomaten der Serie RAPID im Umfang von 14,5 Mio. Euro für ein neues Werk in Singapur. Ebenso vielversprechend verläuft bislang der mit der Übernahme von Somont und Belval eingeleitete Einstieg in das Geschäft mit teil- und vollautomatischen Produktionslinien. Der Konzern stößt hier ebenfalls auf rege Nachfrage: Im ersten Quartal erteilte beispielsweise ein deutscher Anbieter den Auftrag für eine Teillinie zur vollautomatischen Herstellung von Solarmodulen im Wert von 11,6 Mio. Euro.

## **Bewertung**

### *Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von 3S ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,1 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model), wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,2 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der sehr geringen Korrelation der 3S-Aktie zum Gesamtmarkt nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Die Finanzkrise und die damit einhergehenden Finanzierungsprobleme bei Solarprojekten offenbaren derzeit, dass sich auch die Photovoltaikbranche konjunkturellen Schwankungen nicht vollständig entziehen kann. Darüber hinaus stellen die (sehr volatilen) Rohstoffpreise eine nicht zu verachtende Determinante der Branchenentwicklung dar, da sie die Kosten der Substitute von Solarstrom beeinflussen. Als zusätzlicher Risikofaktor bleibt (noch) die Abhängigkeit von der Entwicklung der politischen Unterstützung zu nennen, auch wenn angesichts der drohenden Energieknappheit hier aktuell keine Gefahr zu verorten ist. Wir sehen daher eine in Relation zum Markt-

portfolio leicht erhöhte Volatilität und taxieren das Beta auf 1,3. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,1 Prozent.

*Vorstand optimistisch*

Trotz der schwieriger gewordenen Marktbedingungen insbesondere auf der Ebene der Solarzellenproduktion hat der Vorstand von 3S nach den erfreulichen Zahlen für 2008 auch eine optimistische Prognose für 2009 abgegeben. Erwartet wird ein Umsatzwachstum von 47 Prozent auf 150 Mio. CHF, die EBIT-Marge soll bei 10 Prozent liegen.

*Anpassung unserer Schätzungen*

Diese Zielvorgabe für 2009 stellt aus unserer Sicht angesichts der Entwicklung der Rahmenbedingungen eine sehr positive Überraschung dar. Das Unternehmen liegt damit nur knapp unter unserer letzten Erlösschätzung von Juli 2008 (154,3 Mio. CHF). Nichtsdestotrotz nehmen wir nun einen Abschlag auf diesen Wert vor, um die aktuellen Unsicherheiten in der Branche im Rahmen einer vorsichtigen Vorgehensweise zu berücksichtigen; auch unsere Prognose zur Nettomarge passen wir auf (immer noch hervorragende) 8 Prozent an.

*Markt sollte auf den Wachstumspfad zurückkehren*

Für die Folgejahre gehen wir davon aus, dass der Sektor nach der Überwindung des Dämpfers durch die Finanzkrise wieder zu alter Wachstumsstärke zurückfindet, wovon insbesondere die Hersteller von Produktionsequipment profitieren sollten. Für 3S dürfte sich das insbesondere in Form von guten Absatzchancen im Bereich vollautomatischer Produktionslinien bemerkbar machen, die 2010 erstmals einen zweistelligen Millionenbeitrag zu den Erlösen beisteuern dürften und damit in erheblichem Umfang für das weitere Wachstum verantwortlich sind. Die folgende Tabelle zeigt den Geschäftsverlauf von 3S für die nächsten acht Jahre, wie er sich auf der Grundlage dieser Annahmen einstellt:

Ertragswertmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. CHF)	145,1	174,1	217,7	265,6	310,7	357,3	410,9	452,0
Erlöswachstum		20,0%	25,0%	22,0%	17,0%	15,0%	15,0%	10,0%
Nettorendite	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Gewinn (Mio. CHF)	11,54	13,87	17,41	21,25	24,86	28,59	32,87	36,16
Gewinnwachstum		20,1%	25,6%	22,0%	17,0%	15,0%	15,0%	10,0%

*Fairer Wert jetzt 16,17 Euro je Aktie*

Bei einem unveränderten „ewigen“ Ertragswachstum von 2 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert aus diesem Modell ein fairer Wert von 337,8 Mio. CHF oder 223,6 Mio. Euro. Umgerechnet auf die derzeit ausstehenden 13,86 Mio. Aktien entspricht dies 16,17 Euro je Anteilsschein, ein Kurspotenzial von 43 Prozent. Dabei ist zu beachten, dass wir im Geschäft mit vollautomatischen Produktionslinien nur einen moderaten Markterfolg unterstellt haben. Sollten die Schweizer hier das dynamische Wachstum, das in anderen Segmenten erzielt wurde, wiederholen, bestände noch ein beträchtliches zusätzliches Aufwärtspotenzial.

## Fazit

### *Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“*

3S hat für das vergangene Geschäftsjahr erfreuliche Zahlen abgeliefert. Nach der Übernahme der deutschen Somont, einem Produzenten von String-Lötautomaten, und der Positionierung als Anbieter von teil- und vollautomatischen Produktionslinien konnten die Erlöse um 301,8 Prozent auf 101,8 Mio. CHF ausgeweitet werden, das operative Ergebnis erhöhte sich sogar um 373 Prozent auf 12,5 Mio. CHF. Trotz der mittlerweile etwas schwierigeren Rahmenbedingungen für die Branche hat der Vorstand im Anschluss eine positive Prognose für die laufende Geschäftsperiode abgegeben und erwartet bei einem Umsatz von 150 Mio. CHF (+47 Prozent) ein EBIT von 15 Mio. CHF. Wir sind darüber hinaus zuversichtlich, dass das Unternehmen auch in den Folgejahren von einer Rückkehr des Sektors zur alten Wachstumsstärke profitieren wird und stufen die Aktie mit einem Kursziel von 16,17 Euro weiter als Kauf ein.

## 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

**Telefon:** + 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](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

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 ein Update. **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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
08.07.2008	14,05 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 der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker ([www.market-maker.de](http://www.market-maker.de)) erstellt.