

3U HOLDING AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,35 Euro (unverändert)



Der Spezialist für Finanzaktien

16 | Mai | 2012

Kurs (Euro) **0,74**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,98 / 0,65

Schlüsseldaten

Land	Deutschland
Segment	Prime Standard
WKN	516790
ISIN	DE0005157902
Symbol	UUU
Reuters	UUUG.DE
Bloomberg	UUU:GR
Internet	www.3u.net
Fiskaljahr	31/12
Rechnungslegungsstandard	IFRS
IPO	26.11.99
Marktkapitalisierung (Mio.)	29,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	39,2
Streubesitz (Free Float)	65,6%
Free Float MarketCap (Mio.)	19,0

Bewertung (Multiplikatoren)	2011	2012e	2013e	2014e
MarketCap/ Gesamterträge	0,26	0,39	0,37	0,34
Kurs-Gewinn-Verhältnis	1,1	17,2	6,0	4,1
Dividendenrendite	4,1%	4,1%	5,4%	6,8%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2011	2012e	2013e	2014e
EPS (Ergebnis je Aktie)	0,70	0,04	0,12	0,18
Dividende je Aktie	0,03	0,03	0,04	0,05

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	77.267	72.300	76.350	83.250
Gesamterträge	110.213	74.400	78.850	86.250
Sonstige betriebliche Aufw.	-14.613	-15.000	-16.000	-16.900
Operatives Ergebnis (EBIT)	25.546	1.450	4.500	7.050
Gewinn vor Steuern (EBT)	26.320	2.270	5.450	8.150
Gewinn nach Steuern	26.644	1.520	4.340	6.380

Großaktionäre

Michael Schmidt (CEO)	22,9%
Aktien im eigenen Bestand	10,0%
Roland Thieme	5,0%

Nächste Termine

Hauptversammlung	31.05.12
2Q Bericht 2012	15.08.12
3Q Bericht 2012 & Analystenkonferenz	12.11.12

Analysten

Stefan Scharff, CREA
Denis Kuhn

E-Mail kuhn@src-research.de
Internet www.src-research.de

Schwaches 1Q-Ergebnis trotz deutlich gesteigener Umsätze – Prognose für das Gesamtjahr bestätigt

Die in Marburg ansässige 3U HOLDING AG veröffentlichte am Dienstag ihren Zwischenbericht für das erste Quartal 2012. Nach dem exzellenten Jahresergebnis 2011 (EPS 0,70 Euro) konnte der Konzern im ersten Quartal einen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um rund 4 Mio. Euro auf nunmehr gut 23 Mio. Euro gestiegenen Umsatz vermelden. Die höheren Umsätze stammen in erster Linie aus einem deutlich gestiegenen Umsatzvolumen des Segments Telefonie im B2B-Bereich. Leider ergab sich hieraus kein nennenswerter Beitrag zum Konzernergebnis aufgrund des hohen Margendrucks in diesem Segment. Im Bereich Erneuerbare Energien ging der Umsatz von 5,8 Mio. Euro im Vorquartal auf nunmehr rund 1,9 Mio. Euro zurück. Dieser Rückgang war in erster Linie der anhaltenden Verunsicherung der Kunden bezüglich der zu

erwartenden Einspeisevergütungen für erneuerbare Energien geschuldet. Somit ergab sich in diesem Segment ein Quartalsverlust von rund 0,6 Mio. Euro. Aufgrund der in diesem Segment gehen wir hier allerdings von signifikanten Umsatz- und Ergebnissteigerungen aus, sobald hier die notwendige Planungssicherheit wieder gewährleistet ist. Das Wachstumssegment Services konnte erwartungsgemäß noch keine signifikanten Aussenumsätze erzielen und erzielte daher ein leicht negatives Quartalsergebnis auf dem Niveau des Vorquartals (-0,21 Mio. Euro).

Die derzeitige Marktbewertung impliziert einen Abschlag von fast 60% auf den Buchwert von 1,76 Euro je Aktie zum 31.03.2012. Trotz der aktuell schwachen Ertragslage gehen wir weiterhin von einem positiven Jahresergebnis aus. Insbesondere die im Bereich Cloud Computing aktive Konzerntochter weclapp GmbH (vormals SEGAL Systems) birgt unserer Ansicht nach erhebliches Aufwärtspotential auf Sicht von 6 bis 12 Monaten. Es wurden hier inzwischen mehrere Softwareprodukte erfolgreich zur Marktreife entwickelt die noch in diesem Jahr für signifikante Aussenumsätze sorgen sollten. Auch nach den Investitionen in das Projekt Adelebsen die bis dato ausschließlich eigenfinanziert sind, verfügt das Unternehmen derzeit noch über eine Cash-Position von rund 20 Mio. Euro sowie eine Eigenkapitalquote von rund 73% zum Ende des ersten Quartals.

Die Aktie der 3U bietet angesichts des Wachstumspotenzials der beiden Zukunftssegmente in Kombination mit der mehr als soliden Kapital- und Liquiditätsausstattung weiterhin ein attraktives Chance/Risiko-Verhältnis. Daher bestätigen wir unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von € 1,35.

SWOT – Analyse

Stärken

- 3U ist eine kapitalstarke Beteiligungsgesellschaft, die die letzten Jahre zum Aufbau von Firmen und Strukturen in den Bereichen Erneuerbare Energien sowie Services nutzte. Die EK-Quote liegt nach wie vor bei über 70%.
- Die Umsätze im Segment Telefonie werden langfristig vermutlich sinken, dennoch rechnen wir damit, dass 3U hier in den nächsten drei Jahren weiterhin veritable operative Ergebnisbeiträge erzielen kann und damit das Wachstum in den wichtigen Zukunftsbereichen Erneuerbare Energien sowie Services nachhaltig finanzieren kann. Dank deutlich verbesserter Profitabilität konnte in 2011 im Telefonie-Segment ein Ergebnisbeitrag von rund 4,7 Mio. Euro erzielt werden.
- Auch nach den Investitionen in das Projekt Adelebsen ist der Konzern mit gut 20 Mio. Euro Liquidität zum 31.3. nach wie vor in einer exzellenten Ausgangsposition um die bereits begonnene Expansion in ihren Wachstumssegmenten weiter zügig voranzutreiben. Darüber hinaus werden der 3U durch eine teilweise Fremdfinanzierung oder einen möglichen Verkauf des Projekts voraussichtlich weitere 15-20 Mio. bis Ende diesen Jahres zufließen.
- Mit der SEGAL Systems (zukünftig unter weclapp GmbH firmierend) verfügt die 3U über eine sehr aussichtsreiche Firma im Boommarkt des Cloud Computing.
- Inzwischen starke Diversifikation u.a. durch breite Palette an angebotenen Dienstleistungen im Bereich Erneuerbare Energien (Installation, Klimatechnik).

Schwächen

- Die Telekommunikationsbranche ist nach wie vor ein schrumpfender und hart umkämpfter Markt. 3U findet immer wieder profitable Nischen, aber das Problem der sinkenden Margen wird hier weiterhin bestehen. Für strategisch richtig halten wir daher die Ausrichtung auf Erneuerbare Energien und Cloud Computing.
- Der Track Record der 3U im Segment Erneuerbare Energien ist noch sehr jung. Unter anderem hatte die 3U in 2011 mit der Insolvenz eines wichtigen Vertriebspartners zu kämpfen, aus der dem Konzern Abschreibungen in nicht unerheblichem Umfang entstanden sind.
- Darüber ist der Markt für Photovoltaikmodule ,nicht zuletzt aufgrund des Preisdrucks aus China und der derzeit herrschenden Unsicherheit bezüglich der Kürzung der Einspeisevergütungen, sehr volatil.
- Die in 2010 neu gegründeten Firmen (u.a. RISIMA Consulting und 3U DYNAMICS), die das Service- und Produktangebot sowie die Vertriebskraft erweitern, haben bisher noch kaum Außenumsätze erwirtschaftet; wir erwarten allerdings für das laufende Jahr hier erstmals signifikante Außenumsätze.

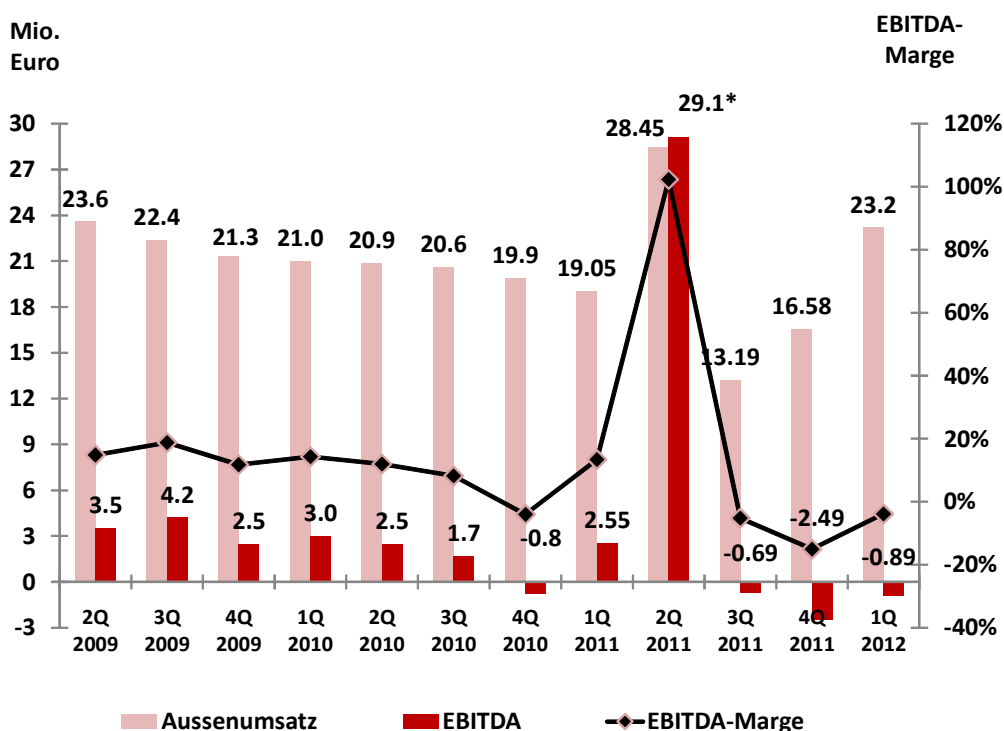
Chancen

- 3U kaufte in den letzten Monaten eigene Aktien zurück und hat nun rund 3,9 Mio. Aktien im eigenen Bestand (10% des Aktienkapitals). Wir gehen davon aus, dass diese Aktien zumindest teilweise in 2012 eingezogen werden.
- Der gute Newsflow aus dem Bereich Services, insbesondere die weit vorangeschrittene Produktreife diverser innovativer Softwareprodukte der Konzerntochter SEGAL Systems ermöglichen unserer Meinung nach eine deutliche Steigerung der externen Umsätze auf Sicht der nächsten 6 bis 12 Monate.

Risiken

- Der Worst Case wäre, wenn das Festnetz-Geschäft wesentlich schneller schwindet als prognostiziert und der Bereich Erneuerbare Energien nicht die erwarteten nachhaltigen Ergebnisbeiträge in den nächsten Jahren liefert.
- Die Entscheidung, in die eigene Produktion von Solarkomponenten zu investieren und den Fokus nicht mehr nur auf den Verkauf zu legen, birgt neben einem höheren Gewinnpotential auch ein höheres Risikoprofil.

Kennzahlen 3U Konzern



Quelle: Unternehmensberichte, *Beinhaltet den Großteil des Verkaufserlöses der LambdaNet

Geschäftsentwicklung der Segmente

Telefonie

Das Segment Telefonie konnte im ersten Quartal einen deutlichen Umsatzanstieg auf rund 21,2 Mio. Euro verbuchen (4Q 2011: 10,4 Mio. Euro), der insbesondere auf neues B2B-Geschäft zurückzuführen ist. Allerdings konnte im Gegensatz zu den vorangegangenen Quartalen hier nur noch ein ausgeglichenes Segmentergebnis (+0,08 Mio. Euro) erzielt werden.

Mit 4,55 Mio. Euro erzielte das Segment im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 einen hohen und nahezu konstanten Ergebnisbeitrag.

Wir gehen allerdings davon aus, dass hier trotz geringerer Margen weiterhin positiver Cash-Flow zum Ausbau der strategisch wichtigen Segmente Erneuerbare Energien und Services generiert werden kann. Als Benchmark für das mittelfristige Umsatzniveau in diesem Segment sehen wir das letzte Quartal 2011, da ein Großteil des in 1Q getätigten neuen B2B-Umsatzes bei anhaltend niedrigen Margen unter Umständen nicht wiederkehrend ist.

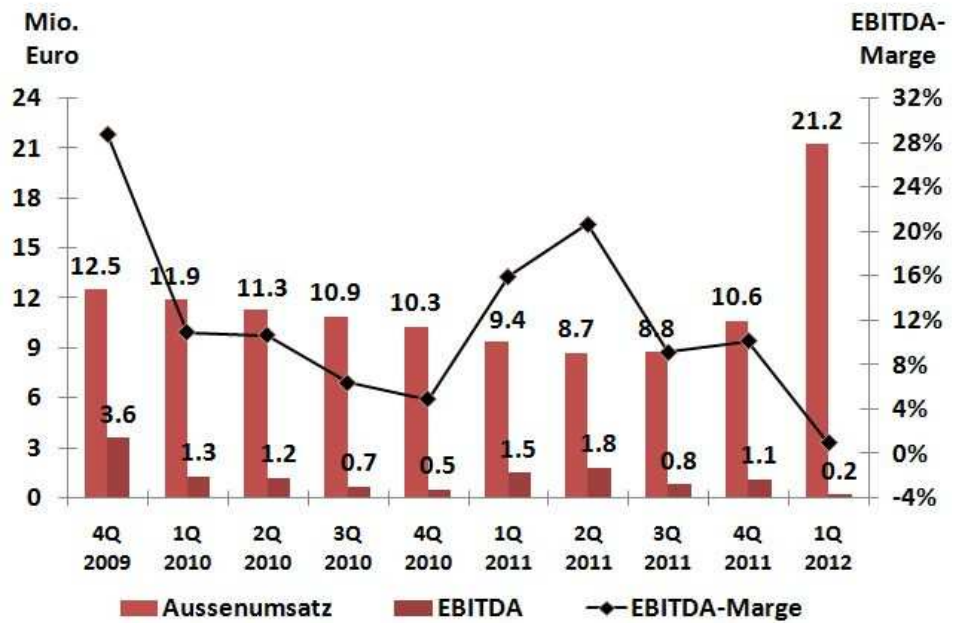
Gestiegene Umsätze im Telefonie-Segment bei leicht positivem Ergebnis

Starker Umsatzanstieg in erster Linie auf relativ margenschwache B2B-Umsätze zurückzuführen.

Mittelfristig rechnen wir mit einer Stabilisierung etwa auf dem Niveau von 4Q 2011.

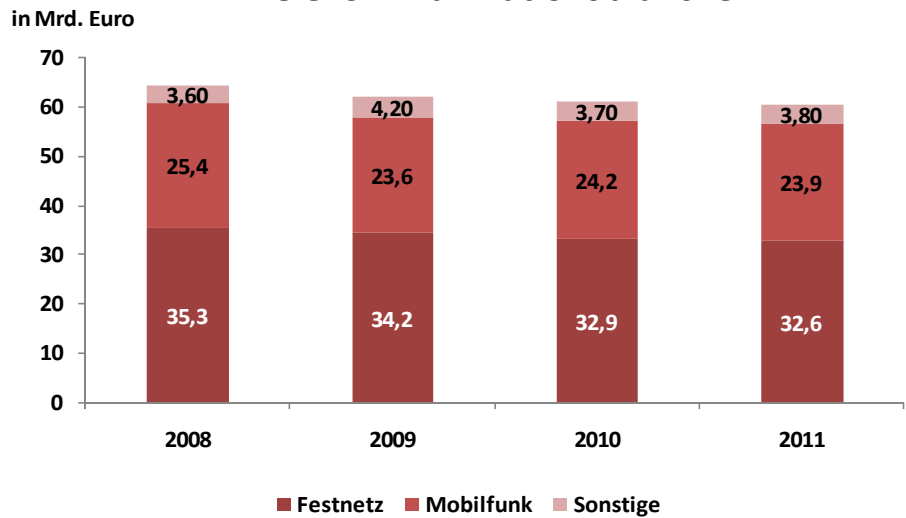
Festnetzvolumina allgemein rückläufig, daher ist hier langfristig nicht mit steigenden Erträgen zu rechnen.

Segment Telefonie

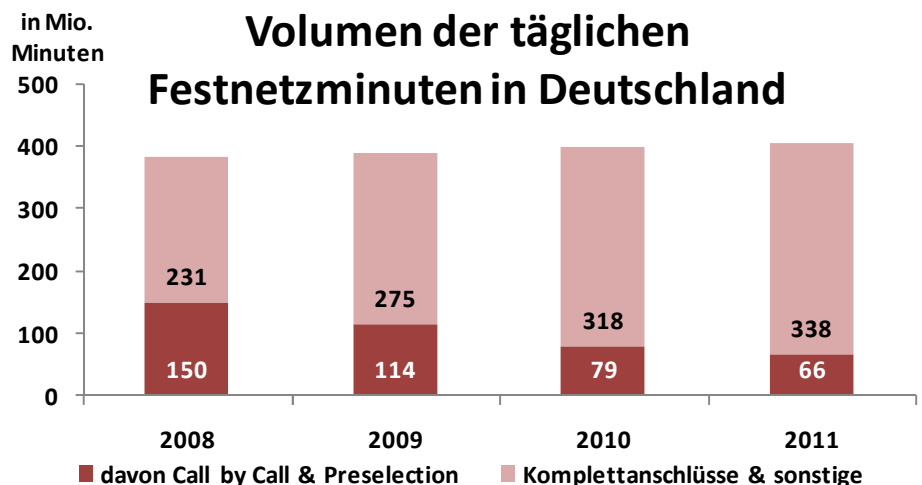


Quelle: Unternehmensberichte

Gesamtumsätze der deutschen Telekommunikationsbranche



Volumen der täglichen Festnetzminuten in Deutschland



Quellen: DIALOG CONSULT / VATM / 3U HOLDING

IT-Tochter SEGAL (Cloud Computing Lösungen) wird ab sofort unter weclapp GmbH firmieren.

Innovative Cloud Computing Lösungen jetzt marktreif – merklicher Anstieg der externen Umsätze ab zweitem Halbjahr zu erwarten.

Schwächere Absatzzahlen im Photovoltaik-Bereich aufgrund anhaltender Verunsicherung der Käufer

3U verfügt über eine gut diversifizierte Angebotspalette im Segment Erneuerbare Energien die sich mittelfristig auszahlen sollte.

Services

Marktbeobachter gehen für die Zukunft von leicht rückläufigen Investitionen in IT insgesamt aus, aber insbesondere von einer Verschiebung hin zu neuen Technologien wie beispielsweise Cloud und Smart Computing sowie mobilen und SaaS-basierten Anwendungen.

Auf diese zu erwartende Entwicklung hat 3U bereits frühzeitig durch die Ausrichtung der SEGAL Systems GmbH auf die genannten Geschäftsfelder reagiert. Seit November 2011 bietet die 3U ihre Produkte auf dem Business App Portal der 1&1 Internet AG an. Wir erwarten bereits in diesem Jahr signifikante Aussenumsätze der konzerneigenen Beteiligungen im Segment Services.

Da die Aufwendungen für die zunächst konzernintern von der SEGAL Systems entwickelte Software nach wie vor nicht aktivierungsfähig waren, haben die hierdurch entstandenen Kosten zu einem mit -0,21 Mio. Euro leicht negativen Segmentergebnis im ersten Quartal geführt. Die hier entwickelten Softwareprodukte sind inzwischen zu großen Teilen auch extern vermarktbare. Wir gehen deshalb bereits ab der zweiten Jahreshälfte 2012 von einem sukzessiven Anstieg der externen Umsätze der SEGAL aus und sehen hier insbesondere ab 2013 erhebliches Umsatz- und Ertragspotential.

Die im selben Konzernsegment angesiedelten Bereiche Vertrieb und Unternehmensberatung hingegen konnten 2011 bereits leicht positive Ergebnisbeiträge vermelden. Wir gehen daher von einem ausgeglichenen Segmentergebnis für 2012 aus.

Erneuerbare Energien

Im Bereich Erneuerbare Energien konnten im ersten Quartal Umsätze von rund 1,9 Mio. Euro verbucht werden was einem deutlichen Rückgang gegenüber den rund 5,8 Mio. im Vorquartal entspricht. Verantwortlich hierfür war unter anderem die anhaltende Unsicherheit über die zukünftige Ausgestaltung der Einspeisevergütungen nach dem Erneuerbare Energien Gesetz (EEG). Auch wenn hier derzeit noch keine Finale Entscheidung absehbar ist, so gehen wir von gewissen Nachholeffekten aus sobald hier Klarheit herrscht.

Das Spektrum der geschäftlichen Aktivitäten in diesem Segment umfasst den Vertrieb und die Produktion von diversen Solarprodukten wie Photovoltaiksystemen sowie insbesondere Solarthermieprodukten. 3U besetzt hier eine interessante Nische im Markt der erneuerbaren Energiequellen und handelt hier erfolgreich mit Systemen zur solaren Wärmeerzeugung, -speicherung, -verteilung sowie Regelungstechnik.

3U HOLDING AG 31/12 IFRS (Tsd. Euro)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	107.459	92.079	82.403	77.267	72.300	76.350	83.250
Andere Erträge	2.296	5.852	5.112	32.946	2.100	2.500	3.000
Gesamtleistung	109.755	97.931	87.515	110.213	74.400	78.850	86.250
Materialaufwand	-75.055	-59.336	-54.254	-56.314	-45.050	-45.050	-48.800
Rohrertrag	34.700	38.595	33.261	54.108	29.350	33.800	37.450
<i>Rohrertragsmarge</i>	31,6%	41,9%	40,4%	70,0%	40,6%	44,3%	45,0%
Personalaufwand	-11.521	-12.900	-11.942	-11.029	-11.350	-11.800	-12.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13.626	-12.455	-14.900	-14.613	-15.000	-16.000	-16.900
Operatives Ergebnis (EBITDA)	9.553	13.240	6.419	28.466	3.000	6.000	8.550
<i>EBITDA-marge</i>	8,9%	14,4%	7,8%	36,8%	4,1%	7,9%	10,3%
Abschreibungen	-12.127	-9.206	-8.021	-2.920	-1.550	-1.500	-1.500
Operatives Ergebnis (EBIT)	-2.574	4.034	-1.602	25.546	1.450	4.500	7.050
<i>EBIT Marge</i>	neg.	4,4%	-1,9%	33,1%	2,0%	5,9%	8,5%
Finanzergebnis	-1.290	-1.013	-87	774	820	950	1.100
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-3.864	3.021	-1.689	26.320	2.270	5.450	8.150
<i>EBT-marge</i>	-3,6%	3,3%	-2,0%	34,1%	3,1%	7,1%	9,8%
Steuern	-117	-2.983	7.198	-780	-450	-660	-1.170
<i>Steuerquote</i>	n.s.	98,7%	pos.	3,0%	19,8%	12,1%	14,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3.205	38	5.509	25.540	1.820	4.790	6.980
Minderheitsgesellschafter	0	1	322	1.104	-300	-450	-600
Nettogewinn nach Minderheiten	-3.205	37	5.831	26.644	1.520	4.340	6.380
<i>Umsatzrendite</i>	-3,0%	0,0%	7,1%	34,5%	2,1%	5,7%	7,7%
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46.842	46.842	43.060	35.313	35.313	35.313	35.313
Gewinn je Aktie EpS (Euro)	-0,07	0,00	0,14	0,70	0,04	0,12	0,18
Dividende je Aktie DpS (Euro)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05
Buchwert je Aktie BVpS (Euro)	0,82	0,80	0,94	1,76	1,88	1,96	2,09
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	38.590	37.394	40.305	65.889	66.350	69.278	73.892
Eigenkapitalrendite nach Steuern (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	50,2%	2,3%	6,4%	8,9%
Kennzahlen	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Margen in %							
Rohrertrag	32,3%	41,9%	40,4%	70,0%	40,6%	44,3%	45,0%
EBITDA	8,9%	14,4%	7,8%	36,8%	4,1%	7,9%	10,3%
EBIT	-2,4%	4,4%	-1,9%	33,1%	2,0%	5,9%	8,5%
EBT	-3,6%	3,3%	-2,0%	34,1%	3,1%	7,1%	9,8%
Kostenquoten in %							
Personalkostenquote	10,7%	14,0%	14,5%	14,3%	15,7%	15,5%	14,4%
Materialkosten	69,8%	64,4%	65,8%	72,9%	62,3%	59,0%	58,6%
Abschreibung/Umsätze	11,3%	10,0%	9,7%	3,8%	2,1%	2,0%	1,8%
Steuerquote	n.s.	98,7%	pos.	3,0%	19,8%	12,1%	14,4%
Profitabilität in %							
Umsatzrendite	-3,0%	0,0%	7,1%	34,5%	2,1%	5,7%	7,7%
Return on Equity (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	50,2%	2,3%	6,4%	8,9%
Return on Investment (RoI)	neg.	0,0%	7,4%	25,9%	1,5%	4,2%	5,3%
Bewertung							
KGV (aktueller Kurs)	-10,82	936,84	5,46	1,06	17,19	6,02	4,10
KGV (bez. auf hist. Kurs am Jahresende)	-5,70	949,50	4,80	1,19	-	-	-
Kurs/ Buchwert	0,90	0,93	0,79	0,42	0,39	0,38	0,35
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	4,1%	5,4%	6,8%
KUV (Marktkapitalisierung/Umsatz)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
Marktkapitalisierung/ EBITDA	3,0	2,2	4,5	1,0	9,7	4,8	3,4
Marktkapitalisierung/ EBIT	-11,3	7,2	-18,1	1,1	20,0	6,4	4,1
Aktiendaten							
Kurs am Jahresende	0,39	0,75	0,65	0,70	-	-	-
Anzahl Aktien in Mio. am Jahresende	46,8	46,8	43,1	35,3	35,3	35,3	35,3
Gewinn je Aktie (EPS)	-0,07	0,00	0,14	0,70	0,04	0,12	0,18
Dividende je Aktie (DPS)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05
Buchwert je Aktie (BVPS)	0,82	0,80	0,94	1,76	1,88	1,96	2,09

SRC Research

- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -

SRC-Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstrasse 23

D-60313 Frankfurt

Germany

Fon: +49 (0)69 – 400 313-81

Mail: kuhn@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	Rating	damaliger Aktienkurs	damaliges Kursziel
3U HOLDING AG	3. Apr. 12	Buy	0,71 €	1,35 €
3U HOLDING AG	22. Nov. 11	Buy	0,80 €	1,35 €
3U HOLDING AG	16. Aug. 11	Buy	0,79 €	1,35 €
3U HOLDING AG	20. Mai. 11	Buy	0,88 €	1,30 €
3U HOLDING AG	4. Apr. 11	Buy	0,76 €	1,10 €
3U HOLDING AG	15. Nov. 10	Buy	0,72 €	1,00 €
3U HOLDING AG	16. Aug. 10	Buy	0,72 €	1,20 €
3U HOLDING AG	20. Mai. 10	Buy	0,70 €	1,10 €

Wichtige Hinweise:

Der in dieser Studie genannte Kurs der 3U HOLDING AG entspricht dem Schlusskurs vom 15. Mai 2012. Die 3U HOLDING AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2012 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH (Kurzname: SRC Research), Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.