

3U HOLDING AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,00 Euro (unverändert)



Der Spezialist für Finanzaktien

19 | Mar | 2013

■ **Kurs (Euro)** **0,47**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,84 / 0,46

■ 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.)	16,6
Anzahl der Aktien (Mio.)	35,3
Streubesitz (Free Float)	62,0%
Free Float MarketCap (Mio.)	10,3

■ **Bewertung (Multiplikatoren)**

	2011	2012e	2013e	2014e
MarketCap/ Gesamterträge	0,15	0,26	0,33	0,30
Kurs-Gewinn-Verhältnis	0,7	neg.	neg.	22,7
Dividendenrendite	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%

■ **Kennzahlen je Aktie (Euro)**

	2011	2012e	2013e	2014e
EPS (Ergebnis je Aktie)	0,70	-0,27	-0,04	0,02
Dividende je Aktie	0,03	0,00	0,00	0,00

■ **Finanzdaten (Mio. Euro)**

	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	77,3	61,0	47,5	51,8
Gesamterträge	110,2	63,2	50,7	54,5
Sonstige betriebliche Aufw.	-14,6	-6,6	-5,2	-6,9
Operatives Ergebnis (EBIT)	25,5	-10,9	-2,4	1,8
Gewinn vor Steuern (EBT)	26,3	-10,2	-1,6	1,9
Gewinn nach Steuern	26,6	-9,4	-1,3	0,7

■ Großaktionäre

Michael Schmidt (CEO)	25,5%
Roland Thieme	5,6%

■ Nächste Termine

Geschäftsbericht 2012	28. März 2013
Bericht 1Q 2013	15. Mai 2013

■ Analysten

Stefan Scharff, CREA
Denis Kuhn

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

Anhaltend schwieriges Regulierungsumfeld sowie fehlende Portfolioverkäufe belasten 3U in 2012

Die börsennotierte Marburger Beteiligungsgesellschaft 3U HOLDING AG veröffentlichte am letzten Samstag, den 16. März vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2012. Auf Konzernebene konnte die 3U HOLDING einen Außenumsatz von 61 Mio. Euro nach gut 77 Mio. im Vorjahr verbuchen. Die detaillierten Umsätze der einzelnen Konzernsegmente wurden mit den vorläufigen Zahlen noch nicht veröffentlicht. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Segment Telefonie - trotz erheblichem Margendruck in den vergangenen 2 Jahren – auch im vergangenen Geschäftsjahr 2012 den Löwenanteil der Erträge beisteuerte. Die letzten Entscheidungen des Gesetzgebers zur Entgeltregulierung haben das Umsatzvolumen im Segment Telefonie in 2012 belastet und werden nach Einschätzung des Managements im Jahr 2013 ebenfalls zu zusätzlichen Umsatzeinbußen in Höhe von etwa 5 Mio. Euro führen.

Die Wachstumssegmente Erneuerbare Energien sowie Services/Beratung blieben teilweise deutlich hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Insbesondere der Bereich Planung und Entwicklung weiterer Großprojekte in diesem Segment konnte aufgrund der anhaltenden Unsicherheit bezüglich der zu erwartenden Einspeisevergütungen nicht die geplante Dynamik entfalten.

Der Solarpark Adelebsen wurde im Sommer 2012 erfolgreich fertiggestellt und liefert seit August regelmäßig Cash-Flows aus Einspeisevergütungen. Bei einem Verkauf oder einer (teilweisen) Fremdfinanzierung des bisher ausschließlich Eigenkapitalfinanzierten Projekts erwarten wir Mittelzuflüsse von 13-20 Mio. Euro.

Das EBITDA sowie das Konzernergebnis waren mit -9,9 Mio. Euro bzw. -9,4 Mio. Euro deutlich negativ und lagen knapp unter unseren Erwartungen. Wir waren nach den Neunmonatszahlen im November von einem Nettoverlust von etwa -8,5 Mio. Euro ausgegangen.

Im Bereich Services zeigten einige jüngere Konzernunternehmen wie die KlimaLevel GmbH oder die Selfio GmbH eine gute operative Performance. Allerdings blieb der Vermarktungserfolg des Anbieters von Cloud Computing Lösungen weclapp noch hinter den Erwartungen zurück. Auch hier könnte ein möglicher Verkauf mittelfristig sehr attraktive Renditen für die 3U HOLDING bedeuten. Das Management hat bereits in 4Q 2012 ein 4-Punkte-Konzept zur Ergebnissteigerung beschlossen und mit der Implementierung begonnen. Wir halten den aktuellen Abschlag von rund 70% auf den Buchwert für deutlich zu hoch und warten nun den Geschäftsbericht ab.

Wir bestätigen daher vorerst unser Buy Rating sowie unser Kursziel von 1,00 Euro.

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 lag zum 30.9. bei gut 80%.
- Die Umsätze im Segment Telefonie werden langfristig weiter sinken, dennoch rechnen wir damit, dass 3U hier in den nächsten drei Jahren weiterhin operative Ergebnisbeiträge erzielen kann und damit das Wachstum in den wichtigen Zukunftsbereichen Erneuerbare Energien sowie Services nachhaltig finanzieren kann.
- Auch nach den jüngsten Investitionen ist der Konzern mit rund 9 Mio. Euro Liquidität zum 30.9. nach wie vor in einer guten Ausgangsposition um die bereits begonnene Expansion in ihren Wachstumssegmenten weiter zügig voranzutreiben. Weiterhin rechnen wir mittelfristig mit einer Fremdfinanzierung oder einem Verkauf des erfolgreich in Betrieb genommenen Solarparks Adelebsen.
- Mit der weclapp GmbH verfügt die 3U über eine 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 Umsätze wird hier weiterhin bestehen. Für strategisch richtig halten wir daher die Ausrichtung auf Erneuerbare Energien und Cloud Computing.
- Ein wesentliches Standbein des Bereiches Erneuerbare Energien sollte die Konzeption und Entwicklung von weiteren Projekten (nach Adelebsen) sein. Durch die anhaltende Unsicherheit bez. Einspeisevergütungen ist diese Sparte in 2012 hinter den Erwartungen zurückgeblieben.
- Den im Verlauf des Jahres 2012 stark gestiegenen Personalkosten im Bereich Services stehen bisher noch sehr geringe externe Umsätze gegenüber.

Chancen

- 3U hat, wie wir in vorangegangenen Updates bereits vermutet hatten, beschlossen, die 10% der Aktien im eigenen Bestand einzuziehen, was den NAV auf rund 1,58 je Aktie gesteigert hat. Ein weiteres Aktienrückkaufprogramm für 2013 wurde seitens des Unternehmens am 16.3. angekündigt.
- Erfolgreiche Verkäufe von Portfoliounternehmen auf Sicht der nächsten 6-12 Monate könnten erhebliche Zusatzerträge generieren.
- Der Newsflow aus dem Bereich Services, insbesondere die weit vorangeschrittene Produktreife diverser innovativer Softwareprodukte der Konzerntochter weclapp GmbH ermöglichen unserer Meinung nach eine deutliche Steigerung der externen Umsätze auf Sicht der nächsten 3 bis 9 Monate in diesem Segment.

Risiken

- Der Worst Case wäre, wenn die Telefonie-Erträge wesentlich schneller schwinden als prognostiziert und die Bereiche Erneuerbare Energien sowie Services nicht die erwarteten nachhaltigen Ergebnisbeiträge im Laufe der nächsten Jahren liefern können.
- Die Entscheidung, in die eigene Produktion von Komponenten im umkämpften Markt für Erneuerbare Energien zu investieren und den Fokus nicht mehr nur auf den Verkauf zu legen, birgt neben einem höheren Gewinnpotential auch ein höheres Risikoprofil.

3U HOLDING AG <small>31/12 IFRS (Tsd. Euro)</small>	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	CAGR '12e - '15e
Umsatzerlöse	107.459	92.079	82.403	77.267	61.000	47.520	51.755	62.850	1,0%
Andere Erträge	2.296	5.852	5.112	32.946	2.200	3.210	2.740	2.500	
Gesamtleistung	109.755	97.931	87.515	110.213	63.200	50.730	54.495	65.350	1,1%
Materialaufwand	-75.055	-59.336	-54.254	-56.314	-54.385	-34.875	-32.310	-37.880	
Rohrertrag	34.700	38.595	33.261	54.108	8.815	15.855	22.185	27.470	46,1%
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>31,6%</i>	<i>41,9%</i>	<i>40,4%</i>	<i>70,0%</i>	<i>14,5%</i>	<i>33,4%</i>	<i>42,9%</i>	<i>43,7%</i>	
Personalaufwand	-11.521	-12.900	-11.942	-11.029	-12.120	-10.845	-11.085	-12.230	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13.626	-12.455	-14.900	-14.613	-6.580	-5.180	-6.870	-8.765	
Operatives Ergebnis (EBITDA)	9.553	13.240	6.419	28.466	-9.885	-170	4.230	6.475	
<i>EBITDA-marge</i>	<i>8,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>36,8%</i>	<i>-16,2%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>10,3%</i>	
Abschreibungen	-12.127	-9.206	-8.021	-2.920	-1.050	-2.235	-2.450	-2.550	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-2.574	4.034	-1.602	25.546	-10.935	-2.405	1.780	3.925	
<i>EBIT Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>4,4%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>33,1%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>3,4%</i>	<i>6,2%</i>	
Finanzergebnis	-1.290	-1.013	-87	774	720	820	100	-385	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-3.864	3.021	-1.689	26.320	-10.215	-1.585	1.880	3.540	
<i>EBT-marge</i>	<i>-3,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>34,1%</i>	<i>-16,7%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,6%</i>	
Steuern	-117	-2.983	7.198	-780	150	0	-550	-750	
<i>Steuerquote</i>	<i>pos.</i>	<i>98,7%</i>	<i>pos.</i>	<i>3,0%</i>	<i>pos.</i>	<i>pos.</i>	<i>29,3%</i>	<i>21,2%</i>	
<i>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</i>	<i>-3.981</i>	<i>38</i>	<i>5.509</i>	<i>25.541</i>	<i>-10.250</i>	<i>-1.585</i>	<i>1.330</i>	<i>2.790</i>	
<i>Ergebnis aus nicht fortgef. Geschäftsbereichen</i>	<i>776</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3.205	38	5.509	25.540	-10.250	-1.585	1.330	2.790	
Minderheitsgesellschaftler	0	1	322	1.104	850	250	-600	-650	
Nettoergebnis nach Minderheiten	-3.205	37	5.831	26.644	-9.400	-1.335	730	2.140	
<i>Umsatzrendite</i>	<i>-3,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>34,5%</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>1,4%</i>	<i>3,4%</i>	
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46.842	46.842	43.060	39.238	35.313	35.313	35.313	35.313	
Gewinn je Aktie EpS (Euro)	-0,07	0,00	0,14	0,70	-0,27	-0,04	0,02	0,06	
Dividende je Aktie DpS (Euro)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,02	
Buchwert je Aktie BVpS (Euro)	0,82	0,80	0,94	1,76	1,58	1,55	1,57	1,61	0,7%
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	38.590	37.394	40.305	65.772	56.372	55.037	55.767	57.201	0,5%
Eigenkapitalrendite nach Steuern (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	50,2%	-15,4%	-2,4%	1,3%	3,8%	
Kennzahlen	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	
Margen in %									
Rohrertrag	32,3%	41,9%	40,4%	70,0%	14,5%	33,4%	42,9%	43,7%	
EBITDA	8,9%	14,4%	7,8%	36,8%	-16,2%	-0,4%	8,2%	10,3%	
EBIT	-2,4%	4,4%	-1,9%	33,1%	-17,9%	-5,1%	3,4%	6,2%	
EBT	-3,6%	3,3%	-2,0%	34,1%	-16,7%	-3,3%	3,6%	5,6%	
Kostenquoten in %									
Personalkostenquote	10,7%	14,0%	14,5%	14,3%	19,9%	22,8%	21,4%	19,5%	
Materialkosten	69,8%	64,4%	65,8%	72,9%	89,2%	73,4%	62,4%	60,3%	
Abschreibung/Umsätze	11,3%	10,0%	9,7%	3,8%	1,7%	4,7%	4,7%	4,1%	
Steuerquote	pos.	98,7%	pos.	3,0%	pos.	pos.	29,3%	21,2%	
Profitabilität in %									
Umsatzrendite	-3,0%	0,0%	7,1%	34,5%	-15,4%	-2,8%	1,4%	3,4%	
Return on Equity (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	50,2%	-15,4%	-2,4%	1,3%	3,8%	
Return on Investment (Rol)	neg.	0,0%	7,4%	25,9%	-14,7%	-2,1%	0,6%		
Bewertung									
KGV (aktueller Kurs)	-7,02	607,68	3,54	0,68	-1,80	-12,70	23,22	7,92	
KGV (bez. auf hist. Kurs am Jahresende)	-5,70	949,50	4,80	1,19	-	-	-	-	
Kurs/ Buchwert	0,58	0,60	0,51	0,27	0,30	0,31	0,31	0,30	
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
KUV (Marktkapitalisierung/Umsatz)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	
Marktkapitalisierung/ EBITDA	1,8	1,3	2,6	0,6	-1,7	-99,7	4,0	2,6	
Marktkapitalisierung/ EBIT	-6,6	4,2	-10,6	0,7	-1,6	-7,0	9,5	4,3	
Aktien Daten									
Kurs am Jahresende	0,39	0,75	0,65	0,70	-	-	-	-	
Anzahl Aktien in Mio. am Jahresende	46,8	46,8	43,1	39,2	35,3	35,3	35,3	35,3	
Gewinn je Aktie (EPS)	-0,07	0,00	0,14	0,70	-0,27	-0,04	0,02	0,06	
Dividende je Aktie (DPS)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,02	
Buchwert je Aktie (BVPS)	0,82	0,80	0,94	1,76	1,58	1,55	1,57	1,61	0,7%

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	16. November 2012	Buy	0,54 €	1,00 €
3U HOLDING AG	16. August 2012	Buy	0,64 €	1,10 €
3U HOLDING AG	16. Mai 2012	Buy	0,74 €	1,35 €
3U HOLDING AG	3. April 2012	Buy	0,71 €	1,35 €

Wichtige Hinweise:

Der in dieser Studie genannte Kurs der 3U HOLDING AG entspricht dem Schlusskurs des 18. März 2013. Die 3U HOLDING AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2013 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.