

3U Holding AG

Buy (Eröffnung der Coverage)

20 | Mai | 2010

Kursziel: 1,10 Euro



Der Spezialist für Finanzaktien

Kurs (Euro) **0,70**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,38 / 0,94

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
Ø Daily Turnover in € (1 Monat)	66.290
Marktkapitalisierung (Mio.)	32,8
Anzahl der Aktien (Mio.)	46,8
Streubesitz (Free Float)	67,7%
Free Float MarketCap (Mio.)	22,2
CAGR Vorsteuergewinn 10e-13e	37,2%

Bewertung (Multiplikatoren)	2009	2010e	2011e	2012e
MarketCap/ Gesamterträge	0,3	0,4	0,4	0,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	886,2	10,8	7,5	5,7
Dividendenrendite	0,0%	2,9%	4,3%	5,7%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2009	2010e	2011e	2012e
EPS (Ergebnis je Aktie)	0,00	0,06	0,09	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,03	0,04

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	92.079	85.633	87.346	91.713
Gesamterträge	97.931	89.933	91.846	95.613
Sonstige betriebliche Aufw.	-12.455	-12.417	-11.792	-12.381
Operatives Ergebnis (EBIT)	4.034	4.557	6.326	8.558
Gewinn vor Steuern (EBT)	3.021	4.277	6.426	8.708
Gewinn nach Steuern	37	3.037	4.363	5.782

Grossaktionäre

Michael Schmidt	19,2%
Aktien im eigenen Bestand	6,9%
Roland Thieme	5,9%

Nächste Termine

2Q Zahlen 2010	13.08.10
Hauptversammlung	19.08.10
3Q Zahlen 2010	12.11.10

Analysten

Stefan Scharff, CREA
André Hüsemann, CREA

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

Gute Ergebnisse in den traditionellen Geschäftsfeldern und weiteres Potenzial durch die Investmenstrategie im Bereich Erneuerbare Energien

Die in Marburg ansässige 3U Holding AG ist eine Beteiligungsholding, die zum einen in den beiden traditionellen Geschäftsfeldern Festnetztelefonie und Breitband/ IP tätig ist und zum anderen bewusst auf Produkte und Dienstleistungen im Bereich neuer Zukunftstechnologien setzt. Bei den Zukunftstechnologien liegt der Schwerpunkt auf nachhaltig zur Verfügung stehenden Energieressourcen und hier insbesondere auf dem Bereich der Solarenergie.

Die in der letzten Woche vorgelegten Ergebnisse zum ersten Quartal fielen positiv aus. Der Umsatz des Konzerns ging zwar erwartungsgemäß wegen des rückläufigen Festnetzgeschäfts von 24,8 Mio. Euro auf 21,0 Mio. Euro zurück, aber das operative Ergebnis (EBITDA) blieb stabil bei 3,0 Mio. Euro und der Gewinn nach Steuern stieg sogar von 0,1 Mio. auf 0,6 Mio. Euro.

Zu diesem guten Quartalsergebnis trug auch die LambdaNet Communications im Segment Breitband/ IP bei, die im vierten Quartal einer umfassenden Restrukturierung unterzogen wurde und nun ihr operatives Ergebnis (EBITDA) glatt von 1,3 Mio. Euro auf 2,7 Mio. Euro verdoppeln konnte. Das Unternehmen ist damit auf einem guten Weg, die für das Jahr 2010 angestrebte Verdoppelung des EBITDA tatsächlich zu erreichen (in 2009 knapp 4 Mio. Euro).

Bei unserer Bewertung des Konzerns haben wir nur die Bereiche Festnetztelefonie und Breitband/ IP einbezogen und hier jeweils nur niedrige Multiplikatoren angesetzt. Allein aus diesen beiden Geschäftsfeldern lässt sich ein fairer Unternehmenswert in Höhe der Börsenkapitalisierung ableiten. Daneben verfügt die Gesellschaft über einen Cash-Bestand von derzeit 30 Mio. Euro und ist damit sehr gut ausgestattet, um die Wachstumsfelder im Bereich Erneuerbare Energien aktiv voranzubringen.

Die jüngst gegründete 3U SOLAR Systemhandel AG wird in 2010 aller Voraussicht nach schon 5 bis 7 Mio. Euro zum Konzernumsatz beitragen und ab 2011 auch zum operativen Gewinn. Auch für die Pläne im Bereich des Vertriebs von Solar-Energie-Kraftwerken sehen wir gute Chancen, wenn noch in diesem Jahr das Pilotprojekt an der neuen Firmenzentrale in Marburg den Betrieb aufnimmt. **Wir eröffnen die Coverage mit dem Rating Buy und dem Kursziel 1,10 Euro.**

SWOT – Analyse

Stärken

- Die 3U Holding ist eine kapitalstarke Beteiligungsgesellschaft, die die letzten Jahre zum Aufbau von Know-How im zukunftssträchtigen Bereich der erneuerbaren Energien genutzt hat und gleichzeitig in ihren traditionellen Kernbereichen weiterhin positive Cash-Flows verdienen wird.
- Der Bereich Festnetztelefonie ist ein schrumpfender Markt (-22% in 2009). Dennoch rechnen wir, dass 3U hier in den nächsten drei Jahren noch veritable operative Gewinne in einer Größenordnung von mind. 20 - 25 Mio. Euro einfahren kann, ohne in dieses Geschäftsfeld signifikant investieren zu müssen.
- Die Maßnahmen zur Restrukturierung der 100%-Tochter LambdaNet wurden im 4. Quartal 2009 eingeleitet und trugen bereits im 1. Quartal 2010 Früchte. Das operative Ergebnis (EBITDA) wurde auf 2,7 Mio. Euro verdoppelt.
- Der Umzug in die neue Konzernzentrale steht kurz bevor. Im 2. Halbjahr wird die neue Zentrale mit einem eigenen Solarkraftwerk ausgestattet und bereits für das 4. Quartal erwarten wir erste Verhandlungen mit Kommunen über die Errichtung von Solarkraftwerken, was Zusatzerträge ab 2011 bedeutet.

Schwächen

- Die Telekommunikationsbranche hat sich von einem Wachstumsmarkt zu einem Verdrängungsmarkt gewandelt. 3U sucht sich profitable Nischen und konnte den 2009er Gewinn steigern, aber dieses Niveau wird nicht zu halten sein. Umso wichtiger ist der Erfolg im neuen Bereich Erneuerbare Energie.
- Im Bereich der Erneuerbaren Energie hat 3U selbst noch keinen Track Record aufzuweisen. Allerdings hat man im Bereich Solar-Systemhandel einen erfolgreichen Partner als Geschäftsführer gewinnen können und im Bereich Solarkraftwerk ist nach dem 3. Quartal der wichtige Proof of Concept erbracht.
- Die LambdaNet hat in den letzten Jahren die Konzernergebnisse maßgeblich negativ beeinflusst und konnte nicht die nötige Vertriebskraft entwickeln, obwohl sehr viele namhafte Unternehmen zur Kundenliste der Firma gehören.

Chancen

- Der Bereich Solar-Systemhandel soll nach 3U-Angaben schon in 2010 bis zu 7 Mio. Euro zum Gesamtumsatz beisteuern. Vor Kurzem fand auf dem neuen Firmengelände die erste Messe für Handwerksbetriebe und Händler statt.
- Im ersten Quartal 2010 wurden mehrere neue Firmen gegründet (RISIMA Consulting und EuroSun Vacuum-Solar-Systems sowie 3U DYNAMICS), die das Dienstleistungs- und Produktangebot sowie die Vertriebskraft nachhaltig verbessern sollen. Wir sind hier gespannt auf die ersten Ergebnisse.

Risiken

- Der Worst Case ist, wenn das Festnetz noch schneller schwindet als vermutet, der LambdaNet-Turnaround nicht gelingt und Solar-Systemhandel und Solarkraftwerk floppen. Das gute 1Q Ergebnis spricht allerdings dagegen.

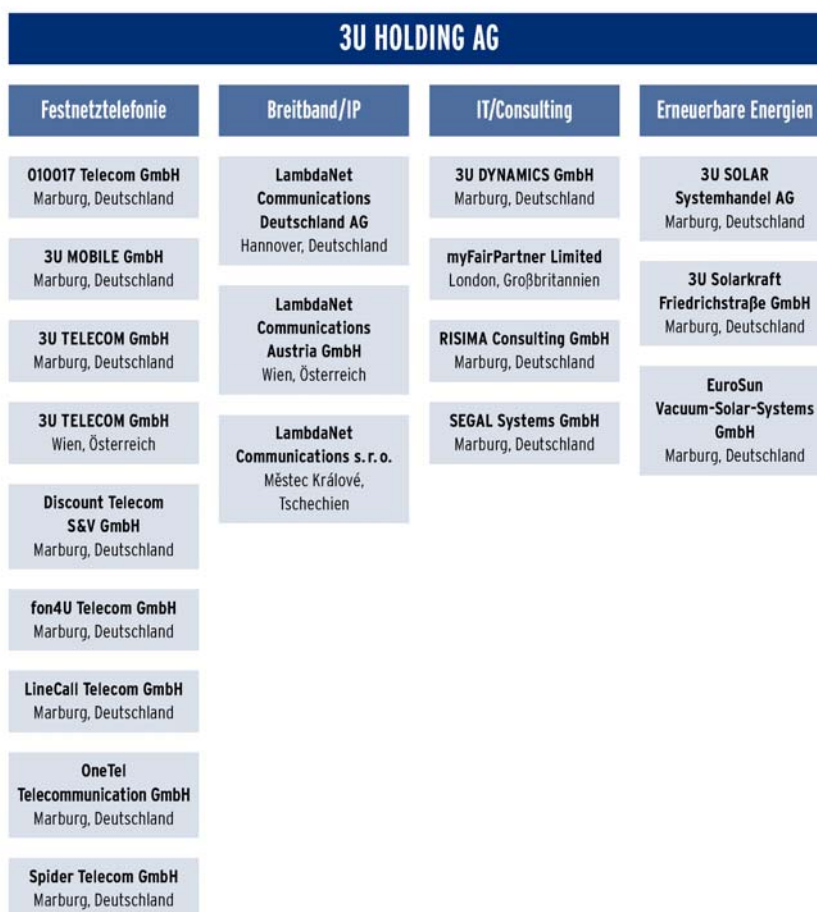
Die Weiterentwicklung vom reinen Festnetztelefonieanbieter zur diversifizierten Holding mit Fokus auf Zukunftstechnologien ist bereits in vollem Gange

Geschäftsbereiche – Aufbau und Entwicklung

Der 3U-Konzern setzt sich derzeit aus vier Säulen zusammen: Die beiden Kernbereiche und Hauptumsatzbringer sind derzeit ganz klar die Festnetztelefonie und der Bereich Breitband/IP, hinter dem sich die in Hannover ansässige 100% Tochter LambdaNet Communications Deutschland AG verbirgt. Daneben gibt es zwei momentan noch sehr viel kleinere Geschäftsbereiche, die im laufenden Geschäftsjahr noch relativ wenig zum Jahresumsatz der Gruppe beitragen werden. Hier ist unter anderem der IT-Dienstleister SEGAL Systems GmbH zu nennen, der aus der IT-Abteilung der 3U Holding heraus gegründet wurde und an dem die 3U Holding zu 75% beteiligt ist.

Daneben gibt es den sehr wichtigen Zukunftsbereich Erneuerbare Energien, der zum Bilanzstichtag 31.12.2009 aus der 3U Solarkraft Friedrichstraße GmbH (100% Beteiligung) und der 3U SOLAR Systemhandel AG, (75% Beteiligung) besteht. Beide Firmen haben noch keinen Beitrag zu den 2009er Umsätzen der 3U-Gruppe geleistet. Allerdings wird die 3U SOLAR Systemhandel AG ab dem zweiten Quartal 2010 zu den Umsätzen beitragen und schon für das Gesamtjahr 2010 einen Umsatzbeitrag von vorraussichtlich 5 bis 7 Mio. Euro liefern.

3U Konzern



Neugründungen und Übernahmen im ersten Quartal 2010

Im ersten Quartal 2010 wurden nach dem vorgelegten Quartalsbericht weitere Unternehmen gegründet, die RISIMA Consulting GmbH und die 3U DYNAMICS GmbH sowie die EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH übernommen.

An der in Marburg ansässigen Unternehmensberatung RISIMA Consulting ist 3U mit 80% beteiligt. Das Unternehmen ist auf die Zielgruppe mittelständischer Unternehmen ausgerichtet und bietet Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Geschäftsprozess- und Risikomanagement, IT-Strategie und IT-Sicherheit sowie Wissensmanagement ab dem zweiten Quartal an.

Die EuroSun Vacuum-Solar-Systems wurde zu knapp 75% Ende März übernommen. Der bisherige Firmensitz in Frankenhart (Baden-Württemberg) wird nach Marburg verlegt. Das Unternehmen ist in der Entwicklung und Produktion sowie dem Handel von Produkten der Elektroindustrie sowie von Umwelttechnikgütern aktiv, zum Beispiel für thermische Solaranlagen und der ORC-Technologie zur Gewinnung von Strom aus Wärme. Unseres Erachtens stellt die Firma eine durchaus sinnvolle Ergänzung zu dem Tätigkeitsfeld des Investmentportfolios im Bereich Erneuerbare Energien dar.

Ende März hat die 3U Holding AG die 3U DYNAMICS GmbH mit Sitz in Marburg gegründet, an der man zu 60% beteiligt ist. In der 3U DYNAMICS sollen zukünftig alle Vertriebs- und Vermarktungsaktivitäten der gesamten 3U-Gruppe gebündelt werden, auch die von der bisher verlustträchtigen Hannoveraner LambaNet, die allerdings mit einem sehr positiven Ergebnis im ersten Quartal 2010 nach eingeleiteter Restrukturierung im vierten Quartal 2009 aufwarten konnte.

Segment Festnetztelefonie – der bisherige Ertragsbringer der 3U

Die Sparte Festnetztelefonie entwickelte sich trotz eines schwierigen Marktumfeldes im Jahr 2009 wieder insgesamt positiv. Mit fast 57 Mio. Euro zeichnete das Segment für über 60% des gesamten Aussenumsatzes des Konzerns verantwortlich. Trotz eines gegenüber 2008 um 16 Mio. Euro geringeren Aussenumsatzes konnte das für unsere Bewertung ausschlaggebende operative Ergebnis ohne Abschreibungen (EBITDA) um über 80% gesteigert werden. Es wurde hier mit 13,2 Mio. Euro praktisch das Konzern EBITDA in gleicher Höhe erwirtschaftet, da sich die EBITDA-Beiträge von 3,8 Mio. Euro aus der Sparte Breitband/ IP (LambaNet Communications) und die -3,8 Mio. Euro aus dem Segment „Übrige“ (hauptsächlich Personalaufwendungen sowie Investitionen in die neue Konzernzentrale und Aufwendungen für die neuen Unternehmensbereiche) ziemlich genau ausglich auf Jahressicht.

Verantwortlich für diese verbesserte Profitabilität waren weitere Kostensenkungsmaßnahmen sowie verbesserte Einkaufskonditionen und eine optimierte Tarifstruktur.

Festnetzsparte mit 56,8 Mio. Euro Aussenumsatz sehr robust in einem schwierigen Jahr 2009

Trotz voranschreitender Diversifizierung ist die Sparte nach wie vor die „Cash Cow“ des Konzerns.

Operativen Cash-Gewinn um 80% gesteigert trotz -22% im Umsatz

3U Holding AG Segment			
Festnetztelefonie (Tsd. Euro)	2008	2009	Veränderung
Gesamtumsatz	99.865	73.489	-26%
Innenumsatz	-26.832	-16.661	-38%
Aussenumsatz	73.033	56.828	-22%
Sonst. betriebliche Erträge	700	4.357	522%
Materialaufwand	-55.839	-39.008	-30%
Rohergebnis	17.894	22.177	24%
Personalaufwand	-2.976	-3.141	6%
Sonst. betr. Aufwendungen	-7.617	-5.872	-23%
operativer Gewinn (EBITDA)	7.301	13.164	80%
Abschreibungen	-371	-314	-15%
operativer Gewinn (EBIT)	6.930	12.850	85%

Quelle: Geschäftsbericht 2009

Mittelfristig keine Umsatzsteigerungen mehr in diesem Segment zu erwarten – der Schlüssel wird hier in weiter sinkenden Kosten liegen.

Ende 2009 erfolgte der Einstieg in den Markt für applikationsbezogenen Massen-SMS-Versand

Der Markt für Festnetztelefonie in Deutschland blieb hart umkämpft im vergangenen Jahr, wobei – wie in den Jahren zuvor – der Marktführer Deutsche Telekom abermals Marktanteile an die Konkurrenz abgeben musste. Erstmals liegen die Wettbewerber bei deutlich über 40% Marktanteil (2008 bei 39,7% und 2009 schon bei 42,1%) mit steigender Tendenz. Zu beobachten ist ferner ein klarer Trend zu Komplettanschlüssen. Auf der anderen Seite verloren sowohl Call-by-Call- (-22%) als auch Pre-Selection Angebote (-27%) deutlich an Minuten. Eine Erklärung für diese Entwicklung ist die zunehmende Einführung von sog. All-IP-Anschlüssen durch die Telekom sowie deren Tochterunternehmen, die keine Möglichkeit der Betreiberauswahl mehr ermöglichen, was negativ für die Angebote der im Festnetzbereich tätigen 3U-Tochterfirmen ist.

Neben der Zunahme der Telefonie über das Internet (Voice-over-IP, Computertelefonie) schreitet die Substitution des Festnetzes durch den Mobilfunk weiter voran. Die 3U Holding hat im Mobilfunkbereich eine attraktive Nische gefunden und im Oktober 2009 schließlich den Dienstleister 3U MOBILE GmbH zunächst als 100%ige Tochter gegründet. Zum Bilanzstichtag 31.12.2009 haben die Gründungspartner nun 75% des Unternehmens übernommen. Seit dem 1. Quartal dieses Jahres ist die 3U MOBILE GmbH im Markt für applikationsbezogenen Massen-SMS-Versand aktiv. Durch die Nutzung vorhandener Technologieplattformen und anderer 3U-Konzerninfrastruktur erhofft man sich entscheidende Kosten- und Know-How Vorteile gegenüber Mitbewerbern. Wir betrachten die Gründung als einen sinnvollen Schritt um das Service-Portfolio der 3U Gruppe im Telekommunikationssegment zu erweitern. Uns gefällt hier insbesondere die sehr gute Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und das damit verbundene Upside in der mittleren Frist.

Der Umsatz wird weiter rückläufig sein, aber die 3U versteht es, profitable Nischen zu besetzen, ohne viel in dieses Geschäftsfeld zu investieren

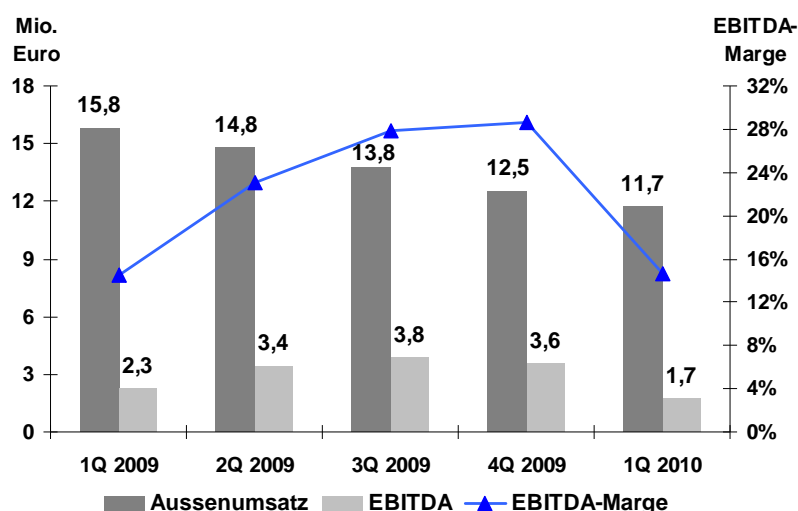
Der Abwärtstrend bei Umsatz sollte sich weiter verlangsamen, dabei rechnen wir für die nächsten Quartale mit EBITDA-Margen oberhalb von 20%

Erstes Quartal mit ordentlichem Ergebnis in der Festnetztelefonie

Das Ergebnis des ersten Quartals im Bereich Festnetztelefonie war nach unserer Meinung zufriedenstellend und lag im Rahmen unserer Erwartungen. Der Aussenumsatz war wie in den Quartalen zuvor rückläufig und sank um 26% von 15,8 Mio. Euro auf 11,7 Mio. Euro. Immerhin verlangsamte sich der Abwärtstrend im Umsatz, denn das vierte Quartal 2009 wies noch ein höheres Minus von fast 30% im Vergleich zum Umsatz des vierten Quartals 2008 aus. Schaut man auf das operative Ergebnis ohne Abschreibungen, so ging dies leicht unterproportional um 25% zurück. Die EBITDA-Marge lag bei 14,7% leicht über dem Vorjahresquartal (1Q 2009: 14,5%). Da im ersten Quartal eine Reihe von Vorauszahlungen für Netzmieten erfolgen, ist die EBITDA-Marge im ersten Quartal meist nur etwa halb so hoch wie in den folgenden drei Quartalen. In 2009 lagen die EBITDA-Margen in den drei Folgequartalen zwischen 23% und 29%.

Wir rechnen damit, dass sich der Abwärtstrend beim Umsatz in den nächsten Quartalen weiter verlangsamen wird und dass dabei weiterhin auskömmliche EBITDA-Margen oberhalb von 20% erreicht werden, da das Unternehmen bewusst auf profitable Nischen, zum Beispiel Telefonate ins nicht-europäische Ausland, setzt. Ausserdem ist zu bedenken, dass das Unternehmen in dieses Geschäftsfeld keine frischen Mittel mehr investieren muss. Im ersten Quartal investierte die 3U Holding als Gruppe rund 0,8 Mio. Euro, davon aber nichts in das Geschäftsfeld Festnetztelefonie. Der Löwenanteil ging mit 80% der Investitionen in die neue Konzernzentrale und in die neuen Unternehmensteile, vor allem in den Bereich Erneuerbare Energie. 20% der Investitionen flossen in die LambdaNet.

Abwärtstrend beim Umsatz gebremst – EBITDA-Marge in 1Q leicht über 2009



Festnetztelefonie (Mio. Euro)	1Q 2009	1Q 2010	Veränderung
Aussenumsatz	15,8	11,7	-26%
operatives Ergebnis (EBITDA)	2,3	1,7	-25%
EBITDA-Marge	14,5%	14,7%	
operatives Ergebnis (EBIT)	2,2	1,6	-25%
EBIT-Marge	13,9%	14,0%	

Quelle: 3U Quartalsbericht zum ersten Quartal 2010

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir im Bereich Festnetztelefonie mit 37 bis 41 Mio. Euro

Wir rechnen für die Jahre 2010 bis 2012 mit veritablen Gewinnen auf EBITDA-Basis von 20 Mio. bis 25 Mio. Euro

Die positiven Auswirkungen des Restrukturierungsprogrammes bereits in 1Q 2010 spürbar.

Einmalaufwendungen durch den Personalabbau wurden größtenteils schon im vorherigen Jahr 2009 verbucht.

Für das Gesamtjahr 2010 rechnen wir damit, dass das Unternehmen im Geschäftsfeld Festnetztelefonie einen Umsatz von rund 37 Mio. bis 41 Mio. Euro und einen EBITDA-Gewinn im Bereich von 8 Mio. bis 10 Mio. Euro erreichen kann, was einer EBITDA-Marge von rund 22% bis 24% entsprechen sollte und somit auf dem Niveau von 2009 liegt (23,2%).

Wir vermuten, dass 3U Holding AG mit dem Segment Festnetztelefonie für die nächsten 3 Jahre, also 2010 bis 2012, noch veritable Profite auf EBITDA-Basis in einer Größenordnung von 20 bis 25 Mio. Euro einfahren kann, ohne in diesen Bereich größere Mittel investieren zu müssen. Prognosen für die Zeit danach sind in diesem schrumpfenden Markt naturgemäß sehr schwierig und mögliche Gewinne kaum abzuschätzen. Alles in allem setzen wir den Fair Value dieses Geschäftsfelds mit 20 – 25 Mio. Euro an und die Zeit nach 2012 lassen wir aus Vorsichtsgründen komplett unberücksichtigt. Rechnet man den fairen Wert von 20 bis 25 Mio. Euro auf die Aktienanzahl von 46,8 Mio. Aktien um, so ergeben sich 43 bis 53 Cent je 3U-Aktie, also ein großer Teil der Marktkapitalisierung ergibt sich derzeit allein aus der Festnetztelefonie.

Segment Breitband/ IP – bisher war LambdaNet das Sorgenkind

Das Segment Breitband/IP stellt mit einem Aussenumsatz von 35,2 Mio. Euro in 2009 nach der Festnetztelefonie das zweitgrößte Standbein des Konzerns dar und wird vertreten durch die in Hannover ansässige 100%-Tochter LambdaNet Communications Deutschland AG.

Im Geschäftsjahr 2008 wies die Sparte zwar ein passables EBITDA von 4,3 Mio. Euro auf, diese wurden allerdings durch massive Abschreibungen von 11,6 Mio. Euro klar überkompensiert, sodass hier am Ende des Jahres ein negatives operatives Ergebnis nach Abschreibungen (EBIT) von -7,2 Mio. ausgewiesen werden musste. Vor dem Hintergrund der unbefriedigenden Ergebnisentwicklung wurden umfangreiche Restrukturierungen in der zweiten Jahreshälfte 2009 beschlossen und auch zeitnah umgesetzt. Ziel des LambdaNet-Vorstands ist die Verdopplung des operativen Ergebnisses vor Abschreibungen (EBITDA) im laufenden Geschäftsjahr 2010 (2009 lag das EBITDA bei knapp 4 Mio. Euro), sowie ein deutlich positives Nettoergebnis im nächsten Geschäftsjahr 2011.

Neben konkreten Maßnahmen zur Verbesserung des Vertriebs steht auch hier die umfangreichere Nutzung von Konzernsynergien im Vordergrund des Restrukturierungskonzeptes. Durch die starke Reduzierung der Mitarbeiterzahl in einer Größenordnung von rund 50% im Zuge des durchgeführten Restrukturierungsprogrammes gehen die Personalkosten bei der LambdaNet erheblich zurück, womit ein nachhaltiger Turnaround wahrscheinlich geworden ist.

LambdaNet erreichte in 2009 leichtes Umsatzplus – EBITDA um 11% rückläufig, für 2010 wird eine Verdopplung auf rund 8 Mio. angestrebt

3U Holding AG Segment Breitband/ IP (Tsd. Euro)	2008	2009	Veränderung
Gesamtumsatz	35.454	36.969	4%
Innenumsatz	-1.036	-1.720	66%
Aussenumsatz	34.418	35.249	2%
Sonst. betriebliche Erträge	258	833	223%
Materialaufwand	-19.216	-20.328	6%
Rohergebnis	15.460	15.754	2%
Personalaufwand	-6.189	-6.696	8%
Sonst. Betr. Aufwendungen	-4.951	-5.196	5%
operativer Gewinn (EBITDA)	4.320	3.862	-11%
Abschreibungen	-11.553	-8.661	-25%
operativer Gewinn (EBIT)	-7.233	-4.799	-34%

Quelle: Geschäftsbericht 2009

Trotz spürbarer Marktsättigung wird durch die Restrukturierung eine Verdopplung des EBITDA bereits für 2010 angestrebt.

Aufgrund der großen Bedeutung des Breitbandnetzes für den Wirtschaftsstandort Deutschland genießt das Thema besondere Aufmerksamkeit auch aus den Reihen der Politik. Sowohl die alte Bundesregierung als auch die aktuelle Regierungskoalition messen dem Thema besondere Bedeutung bei und bekennen sich klar zum Ziel der flächendeckenden Versorgung des Landes mit Breitbandanschlüssen. Nach den durchweg deutlich zweistelligen Wachstumsraten der vergangenen Jahre war 2009 mit einem Wachstum der Breitbandanschlüsse von nur noch 9,2% eine langsam fortschreitende Sättigung des Marktes zu erkennen.

Guter Start für LambdaNet in 2010 – Turnaround beim Gewinn

LambdaNet kann den Umsatz in 2010 nach unserer Einschätzung vielleicht aufgrund erhöhter Vertriebsanstrengungen – auch im Zusammenhang mit der neu gegründeten Vertriebseinheit 3U DYNAMICS – leicht im Bereich von etwa 10% steigern. Noch wichtiger dürfte für das Ergebnis des Unternehmens sein, dass man die Mitarbeiterzahl von 93 am Jahresende 2009 (also noch vor dem Wirksamwerden der Restrukturierung und der Personalkürzungen) auf eine Größenordnung von etwa 50 Mitarbeitern halbiert hat.

EBITDA in 1Q 2010 von 1,3 Mio. auf 2,7 Mio. Euro verdoppelt

Den Erfolg der Restrukturierungsmaßnahmen und des verbesserten Fokus auf Vertriebsaktivitäten konnte man bereits im ersten Quartal 2010 ablesen, obwohl das Potenzial aus der Rückführung der operativen Kostenbasis wohl erst im zweiten Quartal voll sichtbar sein wird. Das operative Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) konnte von 1,3 Mio. Euro im ersten Quartal 2009 auf 2,7 Mio. Euro im ersten Quartal 2010 mehr als verdoppelt werden, was der Guidance des Managements einer Verdopplung des EBITDA für das Gesamtjahr 2010 voll entspricht. Schaut

man auf das operative Ergebnis inklusive Abschreibungen (EBIT), so gelang der LambdaNet der Turnaround. Wurde im ersten Quartal 2009 noch ein negatives EBIT von -0,9 Mio. Euro erwirtschaftet, so erreichte LambdaNet nun ein EBIT von 0,6 Mio. Euro.

Schaut man auf den Umsatz, so ergab sich mit einer Steigerung um 3% von 9,0 Mio. Euro auf 9,3 Mio. Euro ebenfalls ein erfreuliches Bild für das erste Quartal. Dieses Umsatzplus dürfte im Zweifel über die nächsten Quartale noch höher ausfallen, als die Vertriebsanstrengungen – auch im Zusammenhang mit der jüngsten Gründung von 3U DYNAMICS – noch verstärkt werden.

LambdaNet erreichte den Turnaround schon im ersten Quartal – weiteres Aufwärtspotenzial aus der Restrukturierung und Vertriebsfokussierung sollte in den nächsten Quartalen möglich sein

Breitband/IP (Mio. Euro)	1Q 2009	1Q 2010	Veränderung
Umsatz	9,0	9,3	3%
operatives Ergebnis (EBITDA)	1,3	2,7	108%
EBITDA-Marge	14,3%	28,9%	
operatives Ergebnis (EBIT)	-0,9	0,6	Turnaround
EBIT-Marge	neg.	7,0%	

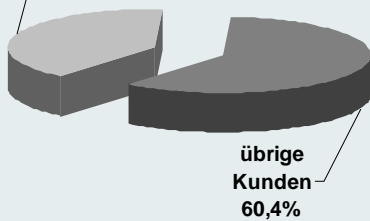
Quelle: 3U Quartalsbericht zum ersten Quartal 2010

Für 2010 erwarten wir bei LambdaNet einen Umsatz von 37 Mio. bis 39 Mio. Euro und ein EBITDA von 8 Mio. bis 9 Mio. Euro

Für das Gesamtjahr 2010 erscheint uns ein Umsatz der LambdaNet im Bereich von 37 bis 39 Mio. Euro realistisch, was einer Umsatzsteigerung von 5% bis 11% entsprechen würde und in etwa dem von uns geschätzten Umsatzvolumen im anderen großen Bereich der Festnetztelefonie entsprechen würde. Bezüglich des EBITDA erwarten wir 8 Mio. bis 9 Mio. Euro, was der Unternehmensguidance und auch in etwa dem wahrscheinlichen EBITDA im Bereich Festnetztelefonie entspricht.

Das bedeutet, dass die Zukunftsinvestitionen in die neuen Geschäftsbereiche der Erneuerbaren Energien (Produktion und Vertrieb von entsprechenden Bauteilen sowie Entwurf, Planung und Projektumsetzung von Solar-kraftwerken) nicht nur aus dem bereits hohen vorhandenen Cash-Bestand finanziert werden können, sondern dass es auch zwei etwa gleich große Cash-Lieferanten im Konzern gibt, die nach unserer Einschätzung zumindest für die nächsten 2 bis 3 Jahre relativ stabile Erlöse beisteuern können.

Top 10-
Kunden
39,6%



Keine Klumpenrisiken im Kundenkreis. Dennoch sehr namhafte Kunden wie Telefonica, RWE Systems oder Hansenet/Alice und Grenkeleasing

Breites technologieorientiertes Serviceportfolio der LambdaNet

LambdaNet ist seit Jahren einer der führenden deutschen Anbieter im Bereich Breitbandservices und verfügt hier über exzellentes Know-How. Zu den Kunden der Firma zählen bekannte Konzerne wie Telefonica, Hansenet (Alice), RWE Systems, Grenkeleasing und andere. Trotz der wichtigen Grosskunden gefällt uns hier die granulいたete Kundenstruktur, die keine Klumpenrisiken bei der Umsatzplanung verursacht. Die zehn größten Kunden der Firma nach Umsatz beispielsweise machen derzeit nach Aussage des Managements nur rund 40% des Gesamtumsatzes aus. Zum besseren Verständnis des Geschäftsmodells, nachfolgend eine Übersicht mit Kurzerklärungen der angebotenen Dienste.

- **Ethernet-VPN/ Co-Location**

Für die Kommunikation im Virtual Private Network (VPN) bietet LambdaNet eine vollständige Produktpalette für die Daten-, Sprach- und Videokommunikation des Kunden. Diese reicht von Call Processing über Voice Gateways bis hin zu den IP-Telefonen und IP-Telefonie-Applikationen. Als Partner des Netzwerk-Giganten Cisco Systems hat sich die LambdaNet darüber hinaus einen Namen als Spezialist für das sogenannte „Cisco Unified Communications System“ gemacht. Echtzeitkommunikation im Unternehmen, darunter Präsenzdienste, mobile Anwendungen und intelligente Netzwerkservices. Sämtliche Anwendungen und Dienste werden hierdurch über das gemeinsame IT-Netzwerk bereitgestellt. Inzwischen offerieren immer mehr Service Provider Auslagerungsservices (Outsourcing Modelle), die gerade auch für kleinere und mittelständische Unternehmen interessante Alternativen zum Netzbetrieb in Eigenregie bieten. Auch hier ist ein klarer Trend zu Mietlösungen erkennbar. Hohe Einstiegsinvestitionen und damit verbundene Risiken entfallen, stattdessen zahlen Firmen einen monatlichen Festbetrag.

Die Vorteile einer solchen Ausgabenglättung in Kombination mit der Nutzung von Spitzentechnologien haben in der Vergangenheit bereits viele kleine und mittelständische Firmen überzeugt. Wir gehen auch hier von einem weiteren Wachstum aus. Neben einer solchen Umwandlung von Investitionen in Betriebskosten profitieren sie zudem von High-End-Technologie, wie sie sich gerade im kleineren Mittelstand kaum ein Unternehmen allein leisten könnte.

- **Virtuelle Private Netze (VPN)**

Virtuelle Private Netzwerke (VPN) ermöglichen die standortunabhängige Anbindung von Außendienstmitarbeitern an interne Firmennetze sowie die Verbindung mehrerer Netzwerke an verschiedenen Standorten oder die Erweiterung des Firmennetzes auf Zulieferer und Geschäftspartner. Virtuelle Private Netzwerke sind damit eine interessante Alternative zu teuren Mietleitungen und gewährleisten eine sichere Anbindung bei begrenztem Budget.

- **Remote Access**

Die ständige Möglichkeit des Zugriffs auf wichtige Daten des Firmennetzes sowie auf firmeninterne Kommunikationskanäle ist ein entscheidender Erfolgs- und Produktivitätsfaktor geworden. Daher bietet LambdaNet seinen Kunden für den Datenverkehr innerhalb Deutschlands ein nicht-öffentliches Netz durch eigene DSL- und MPLS-Infrastruktur, das durch den Einsatz von Diensten wie IPsec und SSL VPN beste Performance und Sicherheit garantiert. Die Realisierung zusätzlicher Security Services wie Firewalls, Virenschutz und Webfilter übernimmt AXIANS als Partner der LambdaNet.

- **Integrierte Sprachdienste**

Direkter Sprach- und Videokontakt ermöglicht den effektivsten und somit produktivsten Informationsaustausch in fast allen Lebenslagen, auch im Business-Bereich. Diese Tatsache erkennen immer mehr Unternehmen fast jeder Größe. Während es bis vor einigen Jahren praktisch nur Großkonzernen vorbehalten war, diese Services in vollem Umfang zu nutzen, ist es auch mittleren und kleinen Unternehmen den letzten Jahren möglich geworden diese Dienste in Anspruch zu nehmen. IP-Kommunikation ist besonders administrations- und wartungsarm, so dass Konfigurationsanpassungen von der kundeneigenen IT-Abteilung durchgeführt werden können. Über die VPN-Struktur und die Übergänge in das öffentliche Netz kann in hoher Qualität vom Arbeitsplatz, aus dem Home Office oder von unterwegs telefoniert werden.

Ergänzt werden können solche Lösungen durch innovative Anwendungen wie zum Beispiel Videokommunikation – jetzt oder zu einem späteren Zeitpunkt. Standortübergreifende Arbeitsteilung und Teambildung steigern die Produktivität. LambdaNet bietet auch auf diesem wichtigen Gebiet der Breitband/ IP-Dienste die ganze Bandbreite der möglichen Dienste an. Hierzu zählen unter anderem die Beratung, Planung sowie Implementierung von IP-Telefonielösungen innerhalb Virtueller Privater Netzwerke.

- **Sicherheit im Internet**

In den vergangenen Jahren ist sowohl die Anzahl als auch die „Qualität“ von Angriffen auf Internet-basierte Services stark gestiegen. Mit der wachsenden Bedeutung der Unternehmenskommunikation verändern sich auch die Ansprüche an eine effiziente und skalierbare Sicherung von Netzwerken. Ein wesentlicher Bestandteil beim Schutz von Netzwerken sind leistungsfähige und zuverlässige Router mit einem durchdachten Sicherheitskonzept gegen aktuelle und auch zukünftige Bedrohungen.

Das Unternehmen bietet seinen Kunden auf diesem Gebiet ein sogenanntes Mehrfachmethoden-Erkennungssystem an, das das Eindringen und die Ausbreitung von Würmern, Trojanern, Spyware, Key-Loggern und anderer Malware verhindert. Neben der Abwehr steht für LambdaNet hier vor allem die sofortige Analyse des Angriffes im Vordergrund. Mit Hilfe von Enterprise Security Profilen besteht Einblick in Netzwerk- und Angriffsaktivitäten zur schnelleren Inline-Bereitstellung und einfacheren Untersuchung von Angriffen.

- **Storage**

Um den stetig wachsenden Anforderungen seiner Kunden im Bereich Datenspeicherung und –bereitstellung gerecht zu werden, bietet LambdaNet auch hier umfangreiche Lösungen an. Hierzu zählt insbesondere die Fiber Service Platform (FSP), die FSP ist ein skalierbares Portfolio von Produkten zur Bereitstellung von Daten-, Datensicherungs-, Sprach- und Videoapplikationen auf einer einheitlichen Netzstruktur. Die FSP ist dabei das verbindende Element zwischen geographisch verteilten Netzelementen, wie z. B. Servern, Routern, Switches. Daten werden auf von Lasern erzeugte Lichtwellen 'gepackt' und durch die Leitung geschickt. Hierbei sind Reichweiten bis zu mehreren hundert Kilometern kein Problem.

- **Carrier Ethernet**

Unter Carrier Ethernet versteht man die Technologie, mit der die notwendige Weiterentwicklung der bisherigen Ethernettechnologie umgesetzt wird. Das Carrier Ethernet soll hier insbesondere die Lücke zwischen elektronischen Weitverkehrs- (WANs) und Lokalnetzen (LANs) schließen. LambdaNet bietet hier bereits seit 2001 Ethernetlösungen auf Basis von MPLS mit Bandbreiten von 10, 100 und 1.000 Mbit/s flächendeckend auf dem eigenen Übertragungsnetz an.

- **Server Housing**

Um das Serviceportfolio für den Kunden abzurunden bietet LambdaNet darüber hinaus klassisches Server Housing an 28 eigenen Standorten mit 25 Rechenzentren in Deutschland an. Zur Ausstattung zählen hier unter anderem redundante Stromversorgung, modernste Klimatisierung und Brandschutzmaßnahmen, sowie auf Kundenwunsch separate Stellflächen. Ferner sind individuelle Preismodelle wie Flat Rates oder nutzungsabhängige Entgelte verfügbar.

3U Solar Systemhandel schon mit Umsatzbeiträgen ab 2010 und ersten Gewinnbeiträgen ab 2011

Die 3U Holding AG hat in den letzten 2 Jahren kontinuierlich am Ausbau ihrer Kompetenz im Bereich zukunftsweisender Erneuerbarer Energien gearbeitet. Im vierten Quartal 2009 wurde die 3U SOLAR Systemhandel gegründet, die bereits seit dem ersten Quartal 2010 operativ tätig ist, auch wenn die ersten Umsätze erst im laufenden zweiten Quartal zu verzeichnen sein werden, zumal eine Hausmesse für den Vertrieb von Solarmodulen an Handwerksbetriebe und Händler erst kürzlich Anfang Mai stattfand. Die 3U Holding AG ist mit 75% an der 3U SOLAR Systemhandel beteiligt.

Schwerpunkt des neuen Unternehmens ist die Entwicklung, Produktion und der Handel mit Modulen und Komponenten im Bereich der regenerativen Energie- und Wärmegewinnung (insbesondere Solarenergie), die Wärmespeicherung und Wärmeversorgung.

Daneben wird die 3U Holding AG auch im Bereich der Planung, Projektierung und des Betriebs von solaren Großanlagen (öffentliche Gebäude, Bürogebäude und größere wohnwirtschaftliche Liegenschaften) zukünftig Erträge generieren. Wir denken, dass die Inbetriebnahme des Solarenergie-Kraftwerks auf dem neuen Marburger Firmengelände im Laufe dieses Jahres für erhebliche Impulse im Vertrieb sorgen wird.

Für das Gesamtjahr wird ein Umsatz in einer Größenordnung von 5 bis 7 Mio. Euro bei der 3U SOLAR Systemhandel angestrebt. Was den Gewinn betrifft, so rechnen wir aufgrund von einmaligen Aufwendungen für Anlaufkosten des Geschäftsbetriebs mit keinem signifikanten Beitrag zu den Konzernergebnissen im laufenden Geschäftsjahr. Für 2011 erscheint uns ein Umsatz in einer Größenordnung von 10 bis 12 Mio. Euro und ein EBITDA in einer Größenordnung von 1,0 bis 1,5 Mio. Euro nicht unrealistisch, wobei diese Annahmen natürlich noch mit einer gewissen Unsicherheit behaftet sind, weil die neugegründete Firma noch keinerlei eigenen Track Record aufzuweisen hat. Allerdings verfügt der Vorstand Michael Riehl, der die restlichen 25% am Unternehmen hält, über sehr viel branchenspezifische Expertise und war schon viele Jahre in leitender Position im Vertrieb eines namhaften europäischen Herstellers von Heiztechnik und Solarmodulen tätig.

Wir erwarten für 3U SOLAR Systemhandel einen Umsatz von 5 Mio. bis 7 Mio. in 2010 und eine Steigerung auf 10 Mio. bis 12 Mio. Euro in 2011

Bewertung nach der Sum-of-the-parts Methode ohne Berücksichtigung der neuen Aktivitäten im Bereich Erneuerbare Energien

Wir setzen für die Festnetztelefonie nur einen niedrigen EBITDA-Multiplikator von 2,5 bis 3,0 an und nehmen als Basis das untere Ende unserer Gewinnerwartung für 2010

Aus LambdaNet könnte ein sehr attraktives Asset werden, wenn sich der jüngste Aufwärtstrend in den Ergebnissen der nächsten Quartale bestätigt

Die aktuelle Börsenbewertung der 3U Holding lässt sich nur aus dem Bereich Festnetz und der LambdaNet rechtfertigen, ohne Berücksichtigung des hohen Cash-Bestands !

Bewertung der 3U Holding ergibt Potenzial von 50% bis 100%

Wir haben uns dazu entschlossen, die 3U Holding AG als Summe der einzelnen Teile zu bewerten (die sogenannte Sum-of-the-parts-Methode). Dabei bewerten wir den Bereich Festnetztelefonie und den Bereich Breitband/ IP, in dem die LambdaNet tätig ist. Die neuen Aktivitäten im Bereich Erneuerbare Energien nehmen wir aus Vorsichtsgründen nicht in unsere Bewertung rein, da es hier noch keine Umsatz- und Ertragshistorie gibt.

Bei dem Bereich der Festnetztelefonie setzen wir aus Vorsichtsgründen nur noch den Cash-Beitrag der nächsten 3 Jahre an, also die Geschäftsjahre 2010 bis 2012, da es sich hier um einen stetig schrumpfenden Markt handelt, der sich auf mittlere und lange Sicht kaum noch zuverlässig prognostizieren lässt. Sicher scheint, dass sich die rückläufigen Umsatzzahlen auch in Zukunft fortsetzen, auch wenn wir von einem verlangsamten Rückgang ausgehen, wie er im Übrigen auch schon im ersten Quartal 2010 zu beobachten war. Das bedeutet, dass das wahrscheinlichste Szenario sehr niedrige einstellige Millionenbeträge auch über das 2012 hinaus sind, die wir aber in unserer Bewertung unberücksichtigt lassen. Wenn wir den EBITDA-Gewinn für 2010 mit 8 Mio. bis 10 Mio. Euro erwarten, so nehmen wir das untere Ende von 8 Mio. Euro und rechnen hier einen EBITDA-Multiplikator von 2,5 bis 3,0, der einen Fair Value dieses Geschäftsbereichs von 20 Mio. Euro bis 24 Mio. Euro ergibt.

Bei der Bewertung von LambdaNet möchten wir einen höheren EBITDA-Multiplikator ansetzen, da wir das breite technologie- und sicherheitsorientierte Produkt- und Dienstleistungsangebot auch mittel- und langfristig für attraktiv erachten. Für die 3U kommt unseres Erachtens auf Sicht von ein bis zwei Jahren auch ein Verkauf der LambdaNet Communications AG in Betracht, wenn sich die erhöhten Vertriebsanstrengungen und die signifikant reduzierte Kostenbasis nachhaltig auch in den nächsten Quartalsergebnissen niederschlagen.

Alles in allem setzen wir für die LambdaNet einen Multiplikator von 3,0 bis 4,0 in der gegenwärtig schwierigen allgemeinen wirtschaftlichen Situation als gerechtfertigt an. Bei sich aufhellender Konjunktur und auf längerer Zeit stabilen Ertragslage sind auch etwas höhere EBITDA-Multiplikatoren für LambdaNet im Bereich von etwa 5,0 denkbar.

Abzüglich von Overhead-Kosten für die Konzernsteuerung, interne Dienstleistungen der SEGAL Systems GmbH und die Besteuerung auf Konzernebene ergibt sich unseres Erachtens aus den beiden traditionellen Geschäftsbereichen ein Fair Value des Unternehmens von rund 26 bis 40 Mio. Euro, was rund 55 bis 85 Cent je 3U-Aktie bedeutet und in vollem Umfang der derzeitigen Börsenbewertung gerecht wird.

Hier ist allerdings der enorme Cash-Bestand von 30 Mio. Euro per 31. März 2010 noch nicht berücksichtigt, der bereits durch geleistete Vorauszahlungen für Netzmieten in Höhe von knapp 2,8 Mio. Euro gemindert ist. Ausserdem wurden im ersten Quartal bereits wichtige Investitionen in den neuen Geschäftsbereich der Erneuerbaren Energien in Höhe von rund 0,6 Mio. Euro vorgenommen, zum großen Teil in den Bau der neuen Konzernzentrale, zu deren Konzept ein eigenes Solarenergie-Kraftwerk gehört, das

Insgesamt ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 53 Mio. bis 70 Mio. Euro oder 1,13 bis 1,50 Euro je Aktie

Die 3,24 Mio. Aktien im eigenen Bestand wurden nicht in Abzug gebracht, was nochmals bis zu 10 Cent je Aktie in der Bewertung bedeuten würde.

gleichzeitig das Pilotprojekt/ Proof of Concept für die Ambitionen der 3U Holding in diesem Bereich darstellt.

Auf den Cash-Bestand setzen wir eine vorsichtige Multiplikator-Bandbreite von 0,9 bis 1,0 an, um zu verdeutlichen, dass es auf der einen Seite momentan noch keine Erträge aus dem Bereich Erneuerbare Energien gibt und auf der anderen Seite in diesem Jahr darüber hinaus noch cash-wirksame Investitionen in Höhe von rund 4,5 Mio. Euro ausstehen (ohne potenzielle Unternehmens-Zukäufe), wobei ja im Gegenzug aus der Festnetztelefonie und aus der LambdaNet signifikante Erträge zu erwarten sind. Ausserdem erscheint es uns wahrscheinlich, dass die 3U SOLAR Systemhandel AG ab 2011 zum EBITDA des Konzerns positiv beitragen kann, aber wir lassen – wie bereits oben erwähnt – den Bereich Erneuerbare Energien komplett aus unserer Bewertung heraus.

Rechnet man den mit einem Multiplikator adjustierten Cash-Bestand zum Unternehmenswert der beiden traditionellen Unternehmensbereiche Festnetztelefonie und Breitband/ IP hinzu, so ergibt sich ein aktuell fairer Unternehmenswert von 53 Mio. Euro bis 70 Mio. Euro oder 1,13 Euro bis 1,50 Euro je 3U Holding AG-Aktie. Das bedeutet, das Unternehmen hat bei einem derzeitigen Kurs von 70 Cent ein Kurspotenzial in einer Größenordnung von 50% bis 100%.

Zu beachten ist auch, dass das Unternehmen zum 31. März 2010 einen Bestand an eigenen Aktien von 3,24 Mio. Stück hielt (immerhin 6,9% des gezeichneten Kapitals). Wir haben diesen eigenen Bestand an 3U-Aktien nicht in Abzug gebracht, was den Fair Value je Aktie noch einmal um bis zu 10 Cent erhöht hätte.

Aus der Sum-of-the-parts Bewertung ergibt sich ein aktuelles Kurspotenzial von 50% bis 100% bei sehr vorsichtigen Annahmen

Bewertung 3U Holding AG (Konzern)

Segment	sustainable EBITDA ('10-'12) [Mio. Euro]		Fair Value Range [Mio. Euro]	
		Multiple		
Festnetz	8,0	2,5 - 3,0	20,0 -	24,0
LambdaNet	8,0	3,0 - 4,0	24,0 -	32,0
Konzern Overhead	-4,0	4,0 - 4,5	-18,0 -	-16,0
Total			26,0 -	40,0
Cash	30,1	0,9 - 1,0	27,1 -	30,1
Fair Value 3U Holding AG			53,1 -	70,1
je 3U-Aktie (46,8 Mio. Aktien)			1,13 € -	1,50 €

Quelle: SRC Research

Wir setzen unser Kursziel zur Eröffnung der Coverage für die 3U Holding AG vorsichtig mit dem unteren Ende der dargestellten Spanne bei nur 1,10 Euro an. Unser Rating lautet Buy.

3U Holding AG

31/12 IFRS (Tsd. Euro)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR '10e - '13e
Umsatzerlöse	107.459	92.079	85.633	87.346	91.713	96.299	4,0%
Andere Erträge	2.296	5.852	4.300	4.500	3.900	4.300	
Gesamtleistung	109.755	97.931	89.933	91.846	95.613	100.599	3,8%
Materialaufwand	-75.055	-59.336	-53.093	-54.155	-55.945	-58.742	
Rohertrag	34.700	38.595	36.841	37.692	39.668	41.857	
Rohertragsmarge	31,6%	41,9%	43,0%	43,2%	43,3%	43,5%	
Personalaufwand	-11.521	-12.900	-11.304	-12.124	-12.381	-12.711	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13.626	-12.455	-12.417	-11.792	-12.381	-13.000	
Operatives Ergebnis (EBITDA)	9.553	13.240	13.120	13.776	14.906	16.145	7,2%
Abschreibungen	-12.127	-9.206	-8.563	-7.450	-6.348	-5.310	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-2.574	4.034	4.557	6.326	8.558	10.835	33,5%
EBIT Marge	neg.	4,4%	5,3%	7,2%	9,3%	11,3%	
Finanzergebnis	-1.290	-1.013	-280	100	150	200	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-3.864	3.021	4.277	6.426	8.708	11.035	37,2%
Steuern	-117	-2.983	-1.240	-1.864	-2.525	-3.200	
Steuerquote	n.s.	98,7%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
<i>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</i>	-3.981	38	3.037	4.563	6.182	7.835	
<i>Ergebnis aus nicht fortgef. Geschäftsbereichen</i>	776	0	0	0	0	0	
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3.205	38	3.037	4.563	6.182	7.835	
Minderheitsgesellschafter	0	1	0	-200	-400	-600	
Nettogewinn nach Minderheiten	-3.205	37	3.037	4.363	5.782	7.235	33,6%
Anzahl der Aktien (in Tsd.)	46.842	46.842	46.842	46.842	46.842	46.842	
Gewinn je Aktie EpS (Euro)	-0,07	0,00	0,06	0,09	0,12	0,15	33,6%
Dividende je Aktie DpS (Euro)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,06	
Buchwert BVpS	0,82	0,80	0,84	0,91	0,99	1,08	
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	38.590	37.394	39.494	42.451	46.360	50.784	
Eigenkapitalrendite nach Steuern	-8,3%	0,1%	7,9%	10,6%	13,0%	14,9%	
Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	
Margen in %							
Rohertrag	32,3%	41,9%	43,0%	43,2%	43,3%	43,5%	
EBITDA	8,9%	14,4%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%	
EBIT	-2,4%	4,4%	5,3%	7,2%	9,3%	11,3%	
EBT	-3,6%	3,3%	5,0%	7,4%	9,5%	11,5%	
Kostenquoten in %							
Personalkostenquote	10,7%	14,0%	13,2%	13,9%	13,5%	13,2%	
Materialkosten	69,8%	64,4%	62,0%	62,0%	61,0%	61,0%	
Abschreibung/Umsätze	11,3%	10,0%	10,0%	8,5%	6,9%	5,5%	
Steuerquote	n.s.	98,7%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Profitabilität in %							
Umsatzrendite	-3,0%	0,0%	3,5%	5,0%	6,3%	7,5%	
Return on Equity (RoE)	-8,3%	0,1%	7,9%	10,6%	13,0%	14,9%	
Bewertung							
KGV	-10,23	886,20	10,80	7,52	5,67	4,53	
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,9%	4,3%	5,7%	8,6%	
Marktkapitalisierung/Umsatz	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	
Marktkapitalisierung/EBITDA	3,4	2,5	2,5	2,4	2,2	2,0	
Marktkapitalisierung/EBIT	-12,7	8,1	7,2	5,2	3,8	3,0	
Aktiendaten							
Anzahl Aktien in Mio.	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	
EpS	-0,07	0,00	0,06	0,09	0,12	0,15	
DpS	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,06	
BVpS	0,82	0,80	0,84	0,91	0,99	1,08	

SRC Research

- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -

SRC-Scharff Research und Consulting GmbH

Klingerstrasse 23

D-60313 Frankfurt

Germany

Fon: +49 (0)69 – 400 313-79

Mail: andre.huesemann@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik:

Bei dieser Studie handelt es sich um die Eröffnung der Coverage für die 3U Holding AG. Daher ist noch keine Rating-Chronik verfügbar.

Wichtige Hinweise:

Der in dieser Studie genannte Kurs der 3U Holding AG entspricht dem Schlusskurs vom 19. Mai 2010. Die 3U Holding AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2010 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.