

3U Holding AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,00 Euro (alt: 1,20 Euro)



Der Spezialist für Finanzaktien

15 | Nov | 2010

Kurs (Euro) **0,72**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,94 / 0,61

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)	90.300
Marktkapitalisierung (Mio.)	31,4
Anzahl der Aktien (Mio.)	43,6
Streubesitz (Free Float)	65,1%
Free Float MarketCap (Mio.)	20,4
CAGR Vorsteuergewinn 10e-13e	50,8%

Bewertung (Multiplikatoren)	2009	2010e	2011e	2012e
MarketCap/ Gesamterträge	0,3	0,4	0,3	0,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	911,5	9,9	6,7	4,9
Dividendenrendite	0,0%	2,8%	4,2%	5,6%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2009	2010e	2011e	2012e
EPS (Ergebnis je Aktie)	0,00	0,07	0,11	0,15
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,03	0,04

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	92.079	84.713	85.560	89.838
Gesamterträge	97.931	88.963	90.060	93.738
Sonstige betriebliche Aufw.	-12.455	-11.436	-11.551	-12.128
Operatives Ergebnis (EBIT)	4.034	2.912	6.124	8.333
Gewinn vor Steuern (EBT)	3.021	3.177	6.384	8.633
Gewinn nach Steuern	37	3.167	4.434	6.058

Großaktionäre

Michael Schmidt (Vorstand)	19,2%
Roland Thieme	5,9%
Aktien im eigenen Bestand	9,8%

Nächste Termine

Eigenkapitalforum	24.11.10
Geschäftsbericht 2010	31.03.11
1Q Bericht 2011	13.05.11

Analysten

Stefan Scharff, CREA
André Hüsemann, CREA

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

Gemischte Neunmonatszahlen – wenig Umsatz im Solargeschäft - Kursziel auf 1,00 Euro reduziert

Der am Freitag veröffentlichte 3Q-Bericht fiel gemischt aus. Die 2 traditionellen Bereiche Festnetz und Lambda-Net liefen gut. Die Ergebnisse im Solarbereich und beim Bereich Services waren hingegen schwach. Wie erwartet setzte sich der Rückgang des Konzernumsatzes auf nur noch 20,6 Mio. Euro in 3Q fort, nach noch 22,4 Mio. Umsatz im Vorjahreszeitraum (-10%). Auch auf Neunmonats-Sicht war der Konzernumsatz etwa 10% rückläufig von über 70 Mio. Euro im letzten Jahr auf nun 62,5 Mio. Das von 0,82 Mio. Euro auf nun 0,33 Mio. gesunkene Quartalsergebnis ist in erster Linie den hohen Investitionen in die neuen Konzernbereiche Erneuerbare Energien sowie Services geschuldet. Ähnlich wie in den vergangenen beiden Quartalen ergaben sich hier Ergebnisbelastungen von 0,2 Mio. bzw. 1,0 Mio. Euro. Das Segment Festnetztelefonie zeigte sich trotz weiter leicht rückläufiger Umsätze weiter als Cash-Cow der Gruppe mit einem positiven Ergebnis von 1,64 Mio. Euro bei einem Umsatz, der sich bei 11 Mio. Euro pro Quartal zu stabilisieren scheint. Auch der zweite Kernbereich LambdaNet konnte dank der überraschend guten Konjunkturdaten und des erfolgreichen Restrukturierungsprogrammes ein im Vergleich mit den ersten neun Monaten des Vorjahres (-4 Mio.) deutlich verbessertes Ergebnis von nunmehr +0,8 Mio. Euro vermelden. Das bei stabilen Umsätzen von knapp 9 Mio. Euro lediglich ausgeglichene Ergebnis des 3. Quartals war von einmaligen Aufwendungen für die Abfindung für einen Vorstand belastet, der LambdaNet verlassen hat (ca. 0,3 Mio. Euro). Nachdem das Segment Services auch im 3. Quartal keine wesentlichen externen Umsätze vermelden konnte und das Marketing- sowie Vertriebspersonal zu Beginn des Quartals ebenfalls auf das Segment Services übergegangen ist, belastete der Bereich das 9M-Ergebnis mit insgesamt 2 Mio. Euro. Der Umsatz bei den Erneuerbaren Energien war schwach und konnte nur leicht von 0,8 Mio. in 2Q auf 0,9 Mio. Euro in 3Q ausgebaut werden. Die von 3U anvisierte Jahresplanung von 5 bis 7 Mio. Euro ist damit nicht mehr zu erreichen. Realistisch sind nun allenfalls 3 Mio. Euro Umsatz im Solarbereich für 2010 (9M: 1,74 Mio.). 3U berichtet davon, den Solarbereich breiter aufstellen zu wollen als ursprünglich geplant, um auch den Bereich Produktion und nicht nur den Vertrieb abdecken zu können. **Das birgt sicher langfristig mehr Ertragspotential, erhöht aber auch erheblich das Risikoprofil und verlangsamt den Konzernumbau. Vor diesem Hintergrund reduzieren wir unser Target für die 3U-Aktie von 1,20 auf 1,00 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 Telefonie und Breitband gut verdient.
- Der Bereich Festnetztelefonie ist ein schrumpfender Markt (-10% Umsatz in 9M 2010). Dennoch rechnen wir damit, 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 in den ersten neun Monaten des Jahres 2010 bereits Früchte. Das operative Ergebnis (EBITDA) konnte durch die erfolgreiche Restrukturierung wieder auf 7 Mio. Euro gesteigert werden.
- Im Moment wird die neue Konzernzentrale mit einem eigenen Solar-Energie-Kraftwerk ausgestattet und für 2011 erwarten wir erste Verhandlungen mit Kommunen über die Errichtung von Solar-Energie-Kraftwerken, was Zusatzerträge bereits ab Ende 2011 bedeuten würde.

Schwächen

- Die Telekommunikationsbranche hat sich von einem Wachstumsmarkt zu einem Verdrängungsmarkt gewandelt. 3U sucht sich profitable Nischen und konnte die Gewinne zuletzt wieder deutlich steigern, aber dieses Niveau wird nicht zu halten sein. Für strategisch richtig halten wir daher die Ausrichtung auf den neuen Bereich Erneuerbare Energie.
- Im Bereich der Erneuerbaren Energie hat 3U bis 2010 selbst noch keinen Track Record aufzuweisen. Allerdings hat man für Solar-Systemhandel einen erfolgreichen Partner als Geschäftsführer gewinnen sowie erste Umsätze im zweiten und dritten Quartal vorweisen können, die aber unter Plan lagen.

Chancen

- Der Bereich Erneuerbare Energien soll nach unserer Schätzung für 2011 bereits rund 5–7 Mio. Euro zum Gesamtumsatz beisteuern.
- In 1Q 2010 wurden mehrere neue Firmen gegründet (RISIMA Consulting und EuroSun Vacuum-Solar-Systems sowie 3U DYNAMICS), die das Service- und Produktangebot sowie die Vertriebskraft nachhaltig verbessern sollen.
- Am 15. Juli wurde ein neues Aktienrückkaufprogramm beschlossen, das bis 27. Februar 2011 gilt. Dies sollte der Aktie weiteren Auftrieb geben.

Risiken

- Der Worst Case wäre, wenn das Festnetz noch schneller schwindet als vermutet, der LambdaNet-Turnaround nicht nachhaltig ist und der Bereich Solar-Systemhandel und Solarkraftwerk sowie die Produktion von Solarkomponenten nicht die erwarteten nachhaltigen Ergebnisbeiträge in den nächsten Jahren liefern.
- Die Entscheidung der Firma, noch mehr in die eigene Produktion von Solarkomponenten zu investieren und den Fokus nicht mehr nur auf den Verkauf zu legen, birgt neben einem höheren Potential für künftige Gewinne auch ein erheblich gestiegenes Risiko, da mehr investiert werden muss. Außerdem hat sich dadurch der Konzernumbau sichtbar verlangsamt. Das Solar-Energie-Kraftwerk, dessen Fertigstellung eigentlich für Herbst 2010 geplant war, verschiebt sich nun auf das Ende des ersten Quartals 2011.

3U hat die strategische Weiterentwicklung vom reinen Telefonieanbieter zur diversifizierten Holding mit Fokus auf Zukunftstechnologien fortgesetzt

Geschäftsbereiche – Markttrends und Ergebnisentwicklung

Der 3U-Konzern setzt sich derzeit aus vier Säulen zusammen: Die beiden Kernbereiche und Hauptumsatzbringer sind derzeit klar die Telefonie und der Bereich Breitband/IP, hinter dem sich die 100% Tochter LambdaNet Communications Deutschland AG verbirgt. Daneben gibt es zwei momentan noch sehr viel kleinere Geschäftsbereiche, die im laufenden Geschäftsjahr noch sehr 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.

Konzernstruktur 3U Holding AG zum 30. September 2010

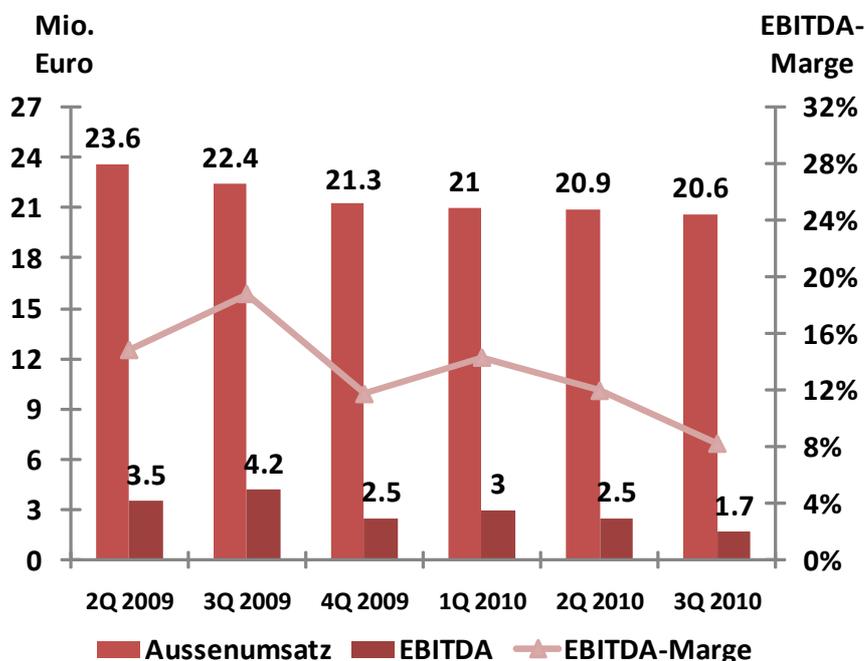
3U HOLDING AG			
Telefonie	Breitband/IP	Services	Erneuerbare Energien
010017 Telecom GmbH Marburg, Deutschland	LambdaNet Communications Deutschland AG Hannover, Deutschland	3U DYNAMICS GmbH Marburg, Deutschland	3U SOLAR Systemhandel AG Marburg, Deutschland
3U MOBILE GmbH* Marburg, Deutschland	LambdaNet Communications Austria GmbH Wien, Österreich	myFairPartner Limited* London, Großbritannien	3U Solarkraft Friedrichstraße GmbH Marburg, Deutschland
3U TELECOM GmbH Marburg, Deutschland	LambdaNet Communications s. r. o. Městec Králové, Tschechien	RISIMA Consulting GmbH Marburg, Deutschland	EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH Marburg, Deutschland
3U TELECOM GmbH Wien, Österreich		SEGAL Systems GmbH Marburg, Deutschland	
Discount Telecom S&V GmbH Marburg, Deutschland			
fon4U Telecom GmbH Marburg, Deutschland			
LineCall Telecom GmbH Marburg, Deutschland			
OneTel Telecommunication GmbH Marburg, Deutschland			
Spider Telecom GmbH* Marburg, Deutschland			

Quelle: 2Q Bericht 2010; *at-equity

Konzernergebnis nach Quartalen - Überblick

Konzernumsatz stabil – Margen leicht rückläufig

Der Konzernumsatz pro Quartal hat sich wie von uns erwartet oberhalb der 20 Mio. Euro-Marke stabilisiert, allerdings litt die Profitabilität im dritten Quartal erneut unter einem negativen Einmalaufwand bei der LambdaNet (-0,3 Mio. Euro)



Quelle: 3Q-Bericht des Unternehmens

Bewertung der 3U Holding AG anhand von EBITDA-Multiples

Nach wie vor lassen wir bei der Berechnung des Fair Value beide neuen Konzernbereiche unberücksichtigt, da hier erst im kommenden Geschäftsjahr mit ersten nennenswerten Ergebnisbeiträgen zu rechnen ist. Der hohe Discount auf den aktuellen Cashbestand soll etwaige zusätzliche Investitionen in die beiden neuen Segmente berücksichtigen.

Bewertung 3U Holding AG (Konzern)

Segment	sustainable EBITDA ('10-'12) [Mio. Euro]	Multiple	Fair Value Range [Mio. Euro]
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	25,0	0,7 - 0,9	17,5 - 22,5
Fair Value 3U Holding AG			43,5 - 62,5
je 3U-Aktie (43,6 Mio. Aktien)			1,00 € - 1,43 €

Quelle: Geschäftsbericht 2009, Quartalsberichte 2010, eigene Berechnungen

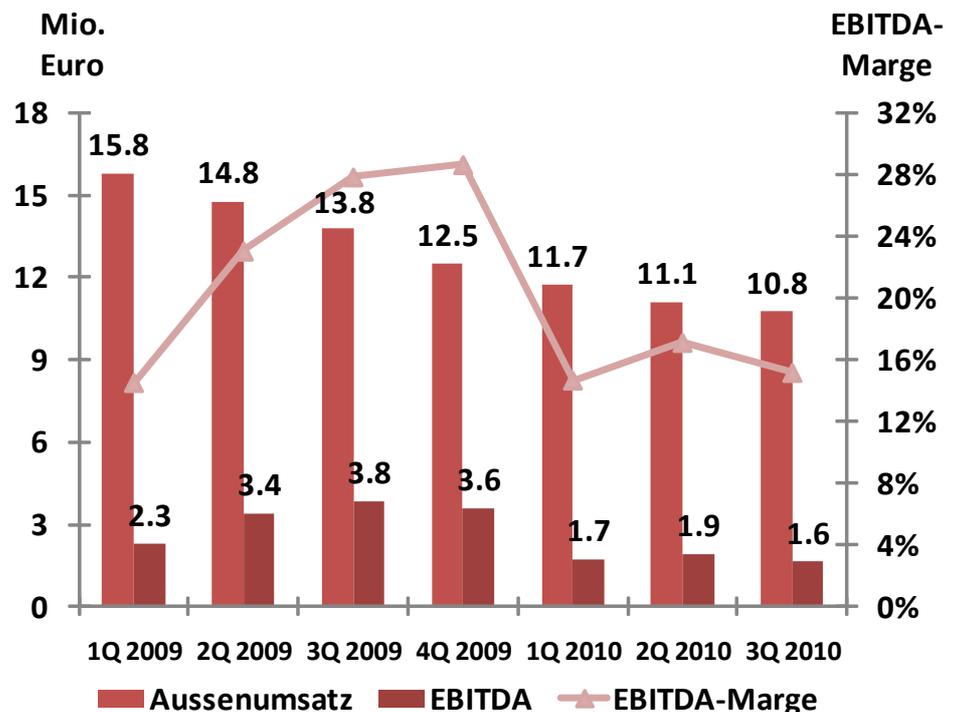
Dank stabilisiertem Umsatzniveau in Höhe von knapp 11 Mio. Euro pro Quartal, rund 5,5 Mio. Nettogewinn des Segments nach den ersten 9 Monaten

Stabile positive Cash-Flows aus der Telefonie-Sparte machen den Ausbau der neuen Segmente aus Eigenmitteln möglich

Segment Telefonie

Wie bereits in unserer Eröffnung der Coverage am 20. Mai beschrieben, handelt es sich hier mit einem Anteil von konstant über 50% am Konzernumsatz immer noch klar um die Cash Cow des Konzerns.

Entwicklung von Umsatz und Profitabilität im Kernsegment Telefonie



Quelle: 3Q-Bericht des Unternehmens

Trotz eines stetig schrumpfenden Gesamtmarktes und dem hohen Kostendruck im Telekommunikationsmarkt konnte die 3U ihre Produktivität im zweiten und dritten Quartal des Jahres kontinuierlich steigern und so ein Nettoergebnis von rund 5,5 Mio. Euro verbuchen. Zudem trat die von uns erwartete Bodenbildung der Umsätze im Segment Telefonie ab Mitte des Jahres tatsächlich ein.

Wir glauben dass hier in den nächsten Quartalen wieder attraktive EBITDA-Margen von über 20% erzielt werden können. Darüber hinaus halten wir die derzeitige Konzernstrategie für sinnvoll, hier mit verkleinerter Kostenbasis die positiven Cash-Flows des Segments weiterhin abzuschöpfen und für die Weiterentwicklung der neuen Wachstumssegmente Erneuerbare Energien sowie Services zu nutzen.

Knapp 1 Mio. Euro Nettoergebnis in den ersten neun Monaten, nach 4 Mio. Verlust im Vorjahreszeitraum

Exzellente Aussichten für die IT-Branche in Deutschland seit dem deutlichen Anziehen der Konjunktur in 2010

Quartalsumsätze stabil in der Region von 9 Mio. Euro. Profitabilität auf EBITDA-Basis von derzeit rund 25%

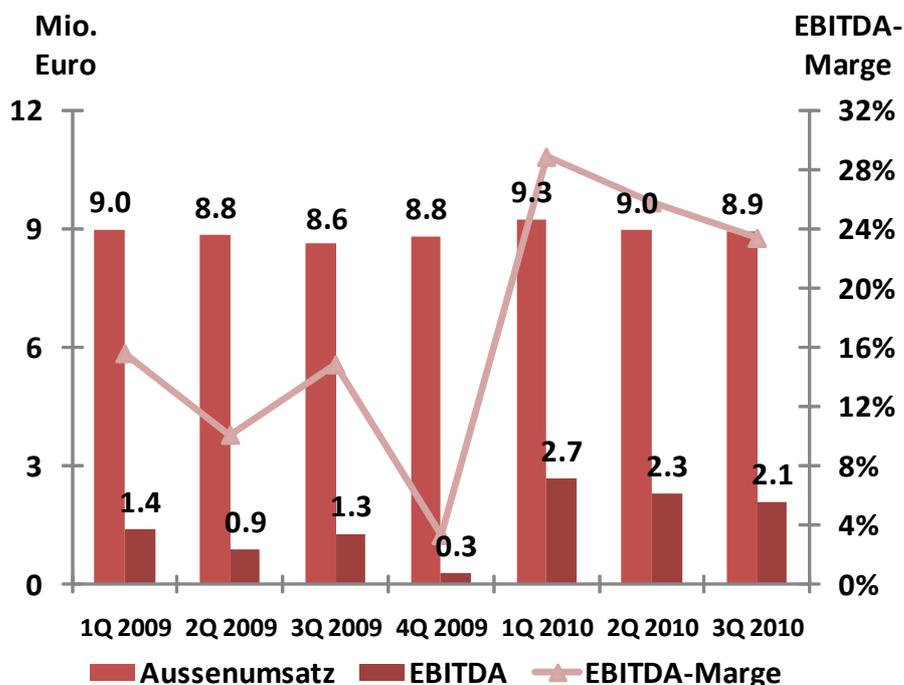
Segment Breitband / IP (LambdaNet)

Bereits in den Halbjahreszahlen ließ sich der Erfolg des im vierten Quartal 2009 eingeleiteten Turnarounds der Breitbandsparte durch ein umfangreiches Restrukturierungsprogramm deutlich ablesen. Nach dem Gewinn von 0,45 Mio. Euro im zweiten Quartal konnte 3U in 3Q lediglich ein ausgeglichenes Ergebnis vermelden.



Die deutliche Kostenreduzierung im Personalbereich der Sparte und die fortschreitende Bündelung der Vermarktungsaktivitäten in der 3U DYNAMICS GmbH sowie stabile Quartalsumsätze auf Vorjahresniveau von circa 9 Mio. Euro ermöglichten die erfreuliche Entwicklung im ersten Halbjahr. Im dritten Quartal konnte zwar erneut rund 9 Mio. Euro Umsatz vermeldet werden, allerdings belasteten einmalige Aufwendungen, u.a. begründet durch Veränderungen im Management, das Nettoergebnis. Nichtsdestotrotz erwarten wir, auch aufgrund der überraschend positiven Konjunktorentwicklung, wieder deutlich positive Ergebnisbeiträge in naher Zukunft. Im Zuge der konjunkturellen Erholung ist mit einem Nachholbedarf bei vielen Unternehmen zu rechnen, nachdem diese in den vergangenen zwei bis drei Jahren der Krise teils drastisch ihre Investitionen zurückgefahren hatten.

Segmentumsätze und Profitabilität im Bereich Breitband



Quelle: 3Q-Bericht des Unternehmens

BITKOM-Branchenbarometer auf Allzeithoch – LambdaNet sollte nach Neuausrichtung hiervon profitieren

Laut dem Branchenbarometer des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) ist die Stimmung in der Informations- und Telekommunikationsbranche auf im dritten Quartal dieses Jahres auf einem 10-Jahres-Hoch angekommen. Der sogenannte BITKOM-Index kletterte von 48 Punkten im Sommer auf den historischen Höchststand von 67 Punkten. Ausserdem erwarten 79% aller befragten Unternehmen ein Umsatzwachstum und immerhin mehr als die Hälfte aller befragten Unternehmen planen zusätzliche Mitarbeiter einzustellen. LambdaNet als klassischer B2B-Anbieter von IT-Lösungen sollte von diesem verbesserten Investitionsklima profitieren können.

Vertriebs- und IT-Kapazitäten im Laufe dieses Jahres ausgegründet – Die neuen Gesellschaften werden ihre Dienste nun auch vermehrt externen Kunden anbieten

Segment Services

Im Segment Services bündelt die 3U Holding momentan folgende Firmen:

Leider bisher noch keine nennenswerten externe Umsätze im Bereich Services

- **3U DYNAMICS GmbH (60% Beteiligung):** Hier wurden alle Vertriebs- und Vermarktungsressourcen gebündelt, die nun sämtlichen Konzerngesellschaften zur Verfügung stehen. Mit Wirkung zum 1. Juli 2010 sind alle Vertriebs- und Marketingmitarbeiter von der 3U TELECOM GmbH hier zusammengefasst worden.
- **RISIMA Consulting GmbH (80% Beteiligung):** Das Unternehmen wurde im ersten Quartal 2010 gegründet und ist auf die Zielgruppe mittelständischer Unternehmen ausgerichtet. Es bietet Beratungsdienstleistungen in den Bereichen Geschäftsprozess- und Risikomanagement, IT-Strategie und IT-Sicherheit sowie Wissensmanagement seit dem zweiten Quartal an. Leider konnten hier bis dato keine signifikanten externen Umsätze generiert werden. Wir rechnen jedoch mit ersten Mandaten im Laufe der nächsten Quartale.
- **SEGAL Systems GmbH (75% Beteiligung):** Bei der SEGAL Systems handelt es sich um einen Anbieter von innovativen Softwarelösungen im Bereich der Verarbeitung und Abrechnung von Telefondaten. Die hier entwickelten Technologien sind konzernintern bereits seit längerem implementiert und man hofft hier ebenfalls auf externe Kunden in naher Zukunft.

Strategische Neuausrichtung des Segments – Vom reinen Händler zum Integrierten Hersteller von Solarthermie- und Photovoltaikanlagen

Umsatz im Solarhandel hinkt momentan der ursprünglichen Planung deutlich hinterher. Wir rechnen mit 5-7 Mio. Euro Umsatz der Sparte in 2011, die eigentlich schon für 2010 geplant waren.

Direktbeteiligungen an Spezialteilproduktion für Solaranlagen können bald zum entscheidenden Wettbewerbsvorteil werden

Segment Erneuerbare Energien

Darüber hinaus unternimmt die 3U Holding vielversprechende Aktivitäten im wichtigen Zukunftsbereich Erneuerbare Energien. Das Segment setzt sich zusammen aus folgenden Firmen:

- **3U SOLAR Systemhandel AG (75% Beteiligung):** Die 3U SOLAR Systemhandel AG ist ein Handelsunternehmen, das sich auf solare Systemtechnik wie zum Beispiel thermische Solaranlagen zur solaren Wärmeerzeugung und -speicherung sowie Photovoltaik-Systeme) spezialisiert hat. Die Zielgruppe umfasst sowohl B2B als auch Privatkunden. Die 3U SOLAR Systemhandel AG hat wie geplant ab dem zweiten Quartal 2010 zu den Umsätzen beigetragen. Auch im dritten Quartal wurden erneut leicht gestiegene Umsätze verzeichnet.
- **EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH (75% Beteiligung):** Die EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH betreibt in erster Linie die Entwicklung, Produktion und den Handel von Produkten der Elektroindustrie sowie Umwelttechnikgüter unter anderem für sogenannte thermische Solaranlagen und Anlagen zur Stromerzeugung aus Wärme.

Bedingt durch die kürzlich veränderte Strategie des Konzerns vermehrt die gesamte Wertschöpfungskette in diesem Bereich abzuschöpfen werden derzeit weniger personelle und finanzielle Ressourcen für den Teilbereich Solar Systemhandel, den Vertrieb von Solarkomponenten, aufgewandt als es die Planung zu Jahresbeginn eigentlich vorgesehen hat.

Dies wird allerdings vorübergehend auch zur Folge haben, dass die ursprünglich vom Management angepeilten Umsätze von 5 bis 7 Mio. Euro in diesem Jahr nicht erreicht werden können. Uns erscheinen nach gegenwärtigem Stand höchstens noch 3 Mio. Euro Jahresumsatz in 2010 erreichbar, wenn das vierte Quartal sehr gut läuft.

Nichtsdestotrotz glauben wir, dass durch die ergänzte Strategie zukünftig hochprofitable Stufen der Wertschöpfungskette erschlossen werden können. Wir machen darüber hinaus aber auch darauf aufmerksam, dass durch die erhöhten Investitionen nicht nur das Upside-Potential für zukünftige Erträge, sondern ebenso auch das Risikoprofil des Konzerns steigt.



Der Erwerb der EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH erscheint im Lichte dieser neuen strategischen Ausrichtung umso mehr sinnvoll, da hierdurch ein entscheidender Schritt vollzogen wurde hin zur konzerninternen Produktion von Teilen für Solaranlagen. Beispielsweise

sogenannte „Heatpipes“ können dann Konzernintern hergestellt werden, was mehrere Vorteile mit sich bringt: Erstens verbleibt die zumeist recht attraktive Herstellermarge dieser Spezialteile im Konzern. Zweitens ist durch die direkte Beteiligung an Produktionsanlagen der Teilennachschub wesentlich besser gewährleistet als wenn man hier ein Spezialteil-Käufer unter vielen wäre.

Buy Rating bestätigt, Target von 1,20 auf 1,00 Euro reduziert

Die Neunmonatszahlen fielen gemischt aus. Die Zahlen für die beiden traditionellen Bereiche Festnetz und Breitband (LambdaNet) haben uns gefallen und entsprechen unseren Planungen, auch wenn es bei LambdaNet leider einen kleinen negativen Einmaleffekt durch die Abfindung für einen Vorstand gab, der den Quartalsgewinn für das dritte Quartal zunichte machte.

Im Bereich Services warten wir noch auf erste nennenswerte externe Umsätze, die eine bessere Aussage über zukünftige Wachstumspotentiale und Gewinne ermöglichen.

Der Bereich Erneuerbare Energien enttäuschte uns, weil das Unternehmen sehr weit von seiner ursprünglichen Planung abgewichen ist und bei Weitem nicht den Umsatz zeigte, den man sich selbst zum Ziel gesetzt hat. Gerade in der derzeitigen Börsensituation ist es sehr wichtig, Planungen einzuhalten und damit das Vertrauen der Investoren in die Zuverlässigkeit des Managements zu bestärken.

Durch die Verbreiterung der Wertschöpfungskette im Solarbereich auf den Bereich Produktion mögen sich sehr viel höhere Gewinnmöglichkeiten auf mittlere und lange Sicht ergeben. Allerdings ergibt sich dafür auch ein sehr viel höheres Risiko, weil man mehr investieren muss.

Insgesamt hat sich der Konzernumbau verlangsamt, was sich auch daran zeigt, dass die für Herbst geplante Fertigstellung des Solar-Energie-Kraftwerks an der neuen Konzernzentrale in Marburg auf das Ende des ersten Quartals 2011 verschoben wurde.

Wir denken noch immer, dass die 3U-Aktie eine interessante Investitionsmöglichkeit im deutschen Small- und Midcap-Segment darstellt. Daher bestätigen wir unser Buy-Rating, zumal die Aktie auch vom derzeitigen Aktienrückkaufprogramm profitieren sollte.

Was das Kursziel angeht, so nehmen wir jedoch eine vorsichtigeren Haltung ein und reduzieren dies nun auf 1,00 Euro von zuvor 1,20 Euro.

3U Holding AG

31/12 IFRS (Tsd. Euro)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR '10e - '13e
Umsatzerlöse	107.459	92.079	84.713	85.560	89.838	94.330	3,6%
Andere Erträge	2.296	5.852	4.250	4.500	3.900	4.300	
Gesamtleistung	109.755	97.931	88.963	90.060	93.738	98.630	3,5%
Materialaufwand	-75.055	-59.336	-55.063	-53.047	-54.801	-57.541	
Rohertrag	34.700	38.595	33.899	37.013	38.937	41.089	
Rohertragsmarge	31,6%	41,9%	40,0%	43,3%	43,3%	43,6%	
Personalaufwand	-11.521	-12.900	-11.080	-11.888	-12.128	-12.452	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13.626	-12.455	-11.436	-11.551	-12.128	-12.735	
Operatives Ergebnis (EBITDA)	9.553	13.240	11.383	13.574	14.681	15.903	11,8%
Abschreibungen	-12.127	-9.206	-8.471	-7.450	-6.348	-5.310	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-2.574	4.034	2.912	6.124	8.333	10.593	53,8%
EBIT Marge	neg.	4,4%	3,4%	7,2%	9,3%	11,2%	
Finanzergebnis	-1.290	-1.013	265	260	300	300	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-3.864	3.021	3.177	6.384	8.633	10.893	50,8%
Steuern	-117	-2.983	200	-1.660	-2.244	-2.832	
Steuerquote	n.s.	98,7%	pos.	26,0%	26,0%	26,0%	
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3.205	38	3.377	4.724	6.388	8.060	
Minderheitsgesellschafter	0	1	-210	-290	-330	-400	
Nettogewinn nach Minderheiten	-3.205	37	3.167	4.434	6.058	7.660	34,2%
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46.842	46.842	43.598	41.000	41.000	41.000	
Gewinn je Aktie EpS (Euro)	-0,07	0,00	0,07	0,11	0,15	0,19	37,0%
Dividende je Aktie DpS (Euro)	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,06	
Buchwert je Aktie BVpS (Euro)	0,82	0,80	0,91	1,05	1,15	1,28	
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	38.590	37.394	39.689	42.893	47.311	52.512	
Eigenkapitalrendite nach Steuern	-8,3%	0,1%	8,2%	10,7%	13,4%	15,3%	
Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	
Margen in %							
Rohertrag	32,3%	41,9%	40,0%	43,3%	43,3%	43,6%	
EBITDA	8,9%	14,4%	13,4%	15,9%	16,3%	16,9%	
EBIT	-2,4%	4,4%	3,4%	7,2%	9,3%	11,2%	
EBT	-3,6%	3,3%	3,8%	7,5%	9,6%	11,5%	
Kostenquoten in %							
Personalkostenquote	10,7%	14,0%	13,1%	13,9%	13,5%	13,2%	
Materialkosten	69,8%	64,4%	65,0%	62,0%	61,0%	61,0%	
Abschreibung/Umsätze	11,3%	10,0%	10,0%	8,7%	7,1%	5,6%	
Steuerquote	n.s.	98,7%	pos.	26,0%	26,0%	26,0%	
Profitabilität in %							
Umsatzrendite	-3,0%	0,0%	3,7%	5,2%	6,7%	8,1%	
Return on Equity (RoE)	-8,3%	0,1%	8,2%	10,7%	13,4%	15,3%	
Bewertung							
KGV	-10,52	911,52	9,91	6,66	4,87	3,85	
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,8%	4,2%	5,6%	8,3%	
Marktkapitalisierung/Umsatz	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	
Marktkapitalisierung/EBITDA	3,5	2,5	3,0	2,5	2,3	2,1	
Marktkapitalisierung/EBIT	-13,1	8,4	11,6	5,5	4,0	3,2	
Aktiendaten							
Anzahl Aktien in Mio.	46,8	46,8	43,6	41,0	41,0	41,0	
EpS	-0,07	0,00	0,07	0,11	0,15	0,19	
DpS	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,06	
BVpS	0,82	0,80	0,91	1,05	1,15	1,28	

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:

Rating Chronik	Datum	Rating	damaliger Aktienkurs	damaliges Kursziel
3U Holding AG	16.08.2010	Buy	0,72 €	1,20 €
3U Holding AG	20.05.2010	Buy	0,70 €	1,10 €

Wichtige Hinweise:

Der in dieser Studie genannte Kurs der 3U Holding AG entspricht dem Schlusskurs vom 12. November 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.