

3U Holding AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,30 Euro (alt: 1,10 Euro)



Der Spezialist für Finanzaktien

20 | Mai | 2011

Kurs (Euro) **0,88**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,88 / 0,56

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)	131.860
Marktkapitalisierung (Mio.)	38,4
Anzahl der Aktien (Mio.)	43,6
Streubesitz (Free Float)	63,2%
Free Float MarketCap (Mio.)	24,2
CAGR Nettogewinn 10e-13e	8,8%

Bewertung (Multiplikatoren)	2009	2010	2011e	2012e
MarketCap/ Gesamterträge	0,4	0,4	0,4	0,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	1114,1	6,0	10,3	5,1
Dynamic PEG	126,6	0,7	1,2	0,6
Dividendenrendite	0,0%	2,3%	3,4%	4,5%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2009	2010	2011e	2012e
EPS (Ergebnis je Aktie)	0,00	0,15	0,09	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,03	0,04

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	92.079	82.403	84.200	92.000
Gesamterträge	97.931	87.515	86.300	94.000
Sonstige betriebliche Aufw.	-12.455	-14.900	-14.785	-15.100
Operatives Ergebnis (EBIT)	4.034	-1.602	2.715	4.950
Gewinn vor Steuern (EBT)	3.021	-1.689	2.865	5.450
Gewinn nach Steuern	37	5.831	3.353	6.735

Großaktionäre

Michael Schmidt (CEO)	20,6%
Roland Thieme	6,2%
Aktien im eigenen Bestand	10,0%

Nächste Termine

Hauptversammlung	26.05.11
2Q Bericht 2011	15.08.11

Analysten

Stefan Scharff, CREA
André Hüsemann, CREA

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

Verkauf der LambdaNet – Wir erhöhen das Kursziel deutlich von 1,10 auf 1,30 Euro

Gestern, am 19. Mai meldete die Marburger 3U Holding AG den Verkauf der 100% Tochter LambdaNet inklusive deren ausländischen Töchter an die euNetworks Group Limited, einem europaweiten Anbieter von Breitbandinfrastruktur. Der Kaufpreis beträgt in Summe 34,8 Mio. Euro, wobei der 3U hieraus sofort rund 27 Mio. Euro Liquidität zufließen. Die restlichen knapp 8 Mio. Euro sind Forderungen gegenüber der LambdaNet, die innerhalb der nächsten fünf Jahre beglichen werden.

Wir begrüßen diesen Verkauf, da nach der erfolgreichen Neuausrichtung und Restrukturierung der LambdaNet in 2009 unserer Meinung nach nun ein attraktiver Exit gelang, der unserer eigenen Bewertung der Gesellschaft in unserem letzten Update vom 4. April (36 bis 40 Mio. Euro) sehr nahe kommt, vor allem wenn man in Betracht zieht, dass die Overhead-Kosten des 3U-Konzerns nun deutlich zurückgehen werden und der Bereich Services (RISIMA Consulting, SEGAL Systems, 3U Dynamics) nun auch in Zukunft einige externe Umsätze mit der LambdaNet wird schreiben können, die bei 1 bis 2 Mio. Euro auf jährlicher Basis liegen werden. Desweiteren kann sich das 3U-Management nun voll auf den Ausbau des Bereichs Erneuerbare Energien fokussieren. Der gestrige Deal, der bis Ende Mai abgeschlossen sein soll, vergrößert die Liquiditätspolster des Konzerns weiter, und zwar auf eine Größenordnung von rund 50 Mio. Euro. Das entspricht allein schon rund 1,15 je 3U-Aktie und liegt weit über dem aktuellen Kurs. Wenn man davon ausgeht, dass fast 10% der 43,6 Mio. Aktien im eigenen Bestand sind und diese wohl bald eingezogen werden, so kommt man auf rund 1,30 Euro je Aktie.

Außerdem dürfte sich die Bilanzstruktur der 3U nach dem LambdaNet-Verkauf verbessern. Die langfristigen Rückstellungen und Verbindlichkeiten in Höhe von 16 Mio. Euro sollten um ca. 75% auf unter 5 Mio. Euro zurückgehen. Gleichzeitig sollte sich die Eigenkapitalquote, die jetzt schon mit 55% komfortabel ist, nach dem LambdaNet-Deal auf fast 85% erhöhen.

Wir begrüßen den LambdaNet-Verkauf und halten den Kaufpreis für angemessen. Wir erhöhen unser Kursziel auf 1,30 Euro. Die 3U ist an der Börse aktuell extrem unterbewertet. Dieser Bewertungsabschlag sollte sich aber kurzfristig reduzieren.

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 (-23% Umsatz in 2010). Dennoch rechnen wir damit, dass 3U hier in den nächsten drei Jahren noch veritable operative Gewinne in einer Größenordnung von mind. 10 - 15 Mio. Euro einfahren kann, ohne in dieses Geschäftsfeld viel zu investieren.
- Die erfolgreich abgeschlossene Restrukturierung der 100%-Tochter LambdaNet im Laufe des Geschäftsjahres 2010 zahlte sich bereits jetzt aus. Das Unternehmen konnte seit der zweiten Jahreshälfte 2010 wieder wachsende Umsätze verbuchen und laut Meldung vom 19. Mai erfolgreich verkauft werden. Der 3U werden aus diesem erfolgreichen Exit rund 27 Mio. Euro an Cash zufließen plus weitere knapp 8 Mio. in den nächsten 5 Jahren, da noch Forderungen bestehen. Mit jetzt schon rund 50 Mio. Euro an Liquidität kann die 3U ihre Expansion im Segment Erneuerbare Energien sehr schnell vorantreiben.
- 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. Allerdings wurde die Fertigstellung auf Mai / Juni 2011 verschoben.

Schwächen

- Die Telekommunikationsbranche hat sich von einem Wachstumsmarkt zu einem Verdrängungsmarkt gewandelt. 3U findet immer noch profitable Nischen, aber die dortigen Gewinne werden nicht auf Dauer zu halten sein. Für strategisch richtig halten wir daher die Ausrichtung auf den neuen Bereich Erneuerbare Energie, der allerdings bis dato noch keine positiven Ergebnisbeiträge liefern konnte.

Chancen

- Im Bereich der Erneuerbaren Energie hatte 3U bis 2010 selbst noch keinen Track Record aufzuweisen. Allerdings hat man für die Solar-Systemhandel einen erfolgreichen Partner als Geschäftsführer gewinnen, sowie erste Umsätze ab dem zweiten Quartal 2010 vorweisen können, die aber noch weit unter Plan lagen.
- Der Bereich Erneuerbare Energien soll nach unserer Schätzung für 2011 bereits über 30 Mio. Euro zum Gesamtumsatz beisteuern (etwa ein Viertel).
- Die in 2010 neu gegründeten Firmen (u.a. RISIMA Consulting und 3U DYNAMICS), die das Service- und Produktangebot sowie die Vertriebskraft erweitern haben noch keine signifikanten Außenumsätze erwirtschaftet, sollten aber in Zukunft signifikante Außenumsätze mit der LambdaNet schreiben.
- Sowohl das abgeschlossene, als auch ein sehr wahrscheinliches neues Aktienrückkaufprogramm wird bei Einziehung der Aktien den inneren Wert der ausstehenden Aktien erhöhen.

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 der Firma, noch mehr in die eigene Produktion von Solar-Komponenten 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. Durch die Mittel aus dem LambdaNet-Verkauf sollte das kein Problem mehr sein.

Verkauf der LambdaNet spült insgesamt knapp 35 Mio. Euro in die 3U Holding, davon 27 Mio. Euro sofort.

Transaktion sollte dem Aktienkurs nachhaltig Aufwind geben

Eigenkapitalquote von nunmehr fast 85% bei einer Liquidität von rund 50 Mio. Euro gibt der 3U alle Möglichkeiten beim Ausbau des Segments Erneuerbare Energien.

Konzernoverhead wird sinken da diverse Verwaltungsdienstleistungen nun extern abrechnet werden können.

Highlight: LambdaNet-Verkauf

Am 19. Mai vermeldete die 3U Holding den Verkauf ihrer Breitband/IP-Services Tochter LambdaNet an die euNetwork GmbH, eine 100%-ige Tochter der euNetwork Group Limited. Der Nettokaufpreis beträgt rund 25 Mio. Euro. Da der Käufer aber von den insgesamt 9,8 Mio. Euro an Verbindlichkeiten der LambdaNet rund 2 Mio. sofort an die 3U zurückführen wird, werden dem Konzern bereits Ende Mai insgesamt 27 Mio. Euro an Liquidität zufließen. Die verbleibenden 7,8 Mio. Euro wird der Käufer über einen Zeitraum von fünf Jahren tilgen.



Wir begrüßen den erfolgreichen Verkauf der LambdaNet ausdrücklich, insbesondere aufgrund des positiven Effektes auf Eigenkapital und die Liquidität der 3U. Nach der im Laufe des Jahres 2010 abgeschlossenen Restrukturierung der Gesellschaft konnten nunmehr also sehr zeitnah die Früchte dieser Maßnahmen geerntet werden.

Dass der 3U aus dem Verkauf der LambdaNet nun insgesamt knapp 35 Mio. Euro zufließen werden, war noch vor rund einem Jahr kaum vorstellbar. Neben den reinen Liquiditätseffekten konnte die 3U so auch ihre besondere Managementkompetenz unter Beweis stellen. Nach unseren Berechnungen wird sich durch die Transaktion die Eigenkapitalquote auf nunmehr knapp 85% erhöhen. Sie lag schon nach dem ersten Quartal 2011 bei komfortablen 55%.

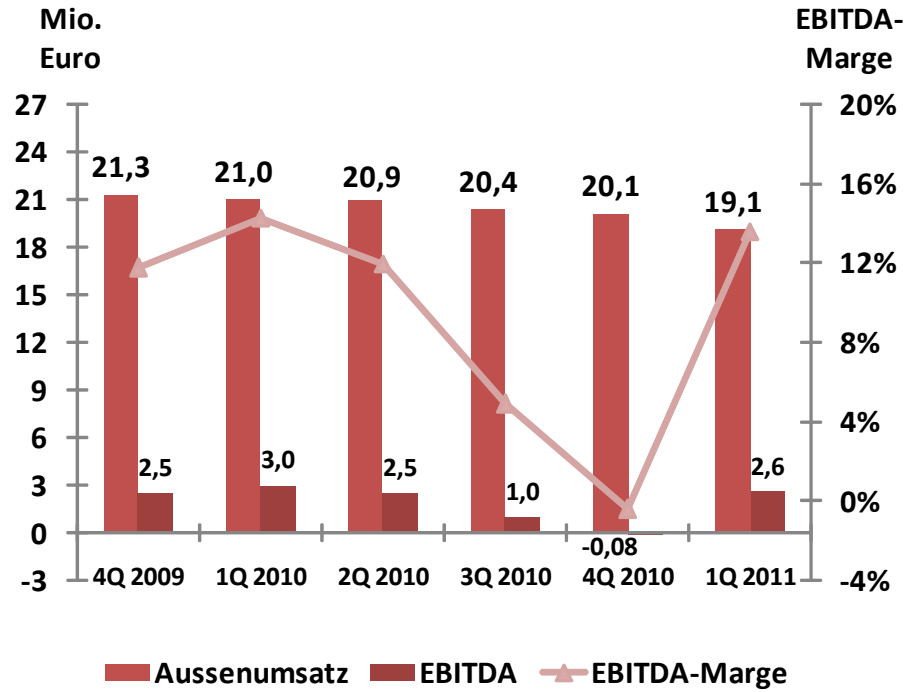
Mit liquiden Mitteln von dann rund 50 Mio. Euro wird die 3U Holding AG ab sofort noch besser in der Lage sein alle notwendigen Investitionen in das konzerninterne Wachstumssegment Erneuerbare Energien ohne Verzögerungen durchzuführen und sich bietende Wachstumchancen in diesem schnell wachsenden Markt wahrzunehmen.



Weiterhin wird sich ein positiver Effekt auf der Kosten- und Ertragsseite der 3U Holding AG ergeben, da ab sofort alle für die LambdaNet erbrachten Verwaltungs- und Beratungsleistungen auch konzernextern in Rechnung gestellt werden können.

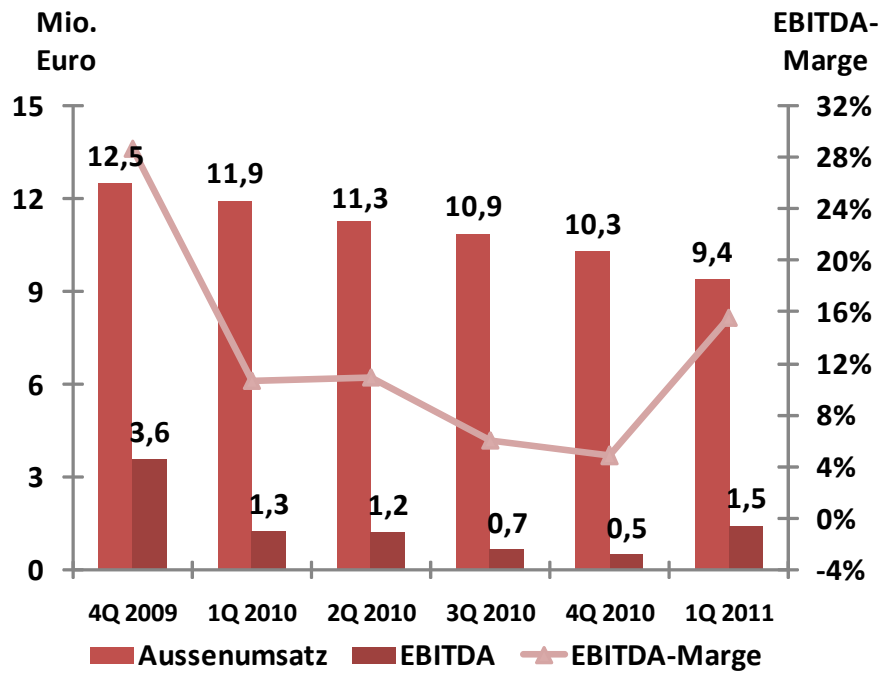
Insbesondere Dienstleistungen wie Beratungshonorare oder Marketing- und IT-Dienstleistungen werden vorerst weiterhin von konzerninternen Unternehmen wie der 3U DYNAMICS oder der RISIMA Consulting erbracht werden und somit zu Aussenumsätzen der 3U Holding werden.

Konzernumsatz weiter leicht rückläufig in 1Q aber EBITDA wieder positiv. EBITDA-Marge wieder bei über 13%.



Quelle: Geschäftsbericht und Quartalsberichte des Unternehmens

Insbesondere die Profitabilität im Segment Telefonie wurde durch nachhaltige Kostensenkungen wesentlich verbessert.



Quelle: Geschäftsbericht und Quartalsberichte des Unternehmens

Unser neues Kursziel ist nicht einmal besonders ambitioniert

Wir sind uns sicher, dass unser neues Kursziel von 1,30 Euro nicht einmal besonders ambitioniert ist. Wenn man sich vor Augen führt, dass 3U noch knapp 10% der Aktien im eigenen Bestand hat, also knapp 4,36 Mio. Stück, und diese wahrscheinlich in Kürze eingezogen werden, so ergibt sich eine neue, reduzierte Aktienanzahl von nur noch rund 39,2 Mio. Aktien.

Wir haben bei unserer Bewertung nun nur noch den Bereich der Telefonie mit einem vorsichtigen EBITDA-Multiplikator angesetzt und den neuen Cash-Bestand berücksichtigt. Desweiteren dürften sich die Overhead-Kosten des Konzerns nach dem LambdaNet-Verkauf in Summe mindestens halbieren.

Es ergibt sich eine faire Bewertungsrange für das 3U-Papier von 1,37 Euro bis 1,46 Euro. Somit ist unser neues Kursziel von 1,30 Euro als sehr konservativ einzustufen.

Bewertung 3U Holding AG (Konzern)

Segment	sustainable EBITDA		Fair Value Range	
	('11-'13) [Mio. Euro]	Multiple	[Mio. Euro]	
Festnetz	4,0	2,5 - 3,0	10,0	- 12,0
Konzern Overhead	-1,8	3,0 - 4,0	-7,2	- -5,4
Total			2,8	- 6,6
Netto-Cash	50,8	1,0 - 1,0	50,8	- 50,8
Fair Value 3U Holding AG			53,6	- 57,4
je 3U-Aktie (39,2 Mio. Aktien)			1,37 €	- 1,46 €

Quelle: SRC Research

3U Holding AG 31/12 IFRS (Tsd. Euro)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	CAGR '10e - '13e
Umsatzerlöse	107.459	92.079	82.403	84.200	92.000	96.600	5,4%
Andere Erträge	2.296	5.852	5.112	2.100	2.000	2.500	
Gesamtleistung	109.755	97.931	87.515	86.300	94.000	99.100	4,2%
Materialaufwand	-75.055	-59.336	-54.254	-56.500	-64.050	-66.100	
Rohrertrag	34.700	38.595	33.261	29.800	29.950	33.000	-0,3%
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>31,6%</i>	<i>41,9%</i>	<i>40,4%</i>	<i>35,4%</i>	<i>32,6%</i>	<i>34,2%</i>	
Personalaufwand	-11.521	-12.900	-11.942	-9.000	-9.200	-10.800	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13.626	-12.455	-14.900	-14.785	-15.100	-15.700	
Operatives Ergebnis (EBITDA)	9.553	13.240	6.419	6.015	5.650	6.500	0,4%
<i>EBITDA-marge</i>	<i>8,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,7%</i>	
Abschreibungen	-12.127	-9.206	-8.021	-3.300	-700	-800	
Operatives Ergebnis (EBIT)	-2.574	4.034	-1.602	2.715	4.950	5.700	n.v.
<i>EBIT Marge</i>	<i>neg.</i>	<i>4,4%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,9%</i>	
Finanzergebnis	-1.290	-1.013	-87	150	500	500	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	-3.864	3.021	-1.689	2.865	5.450	6.200	n.v.
<i>EBT-marge</i>	<i>-3,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,4%</i>	
Steuern	-117	-2.983	7.198	688	1.635	1.860	
<i>Steuerquote</i>	<i>n.s.</i>	<i>98,7%</i>	<i>pos.</i>	<i>24,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3.205	38	5.509	3.553	7.085	8.060	
Minderheitsgesellschafter	0	1	322	-200	-350	-550	
Nettogewinn nach Minderheiten	-3.205	37	5.831	3.353	6.735	7.510	8,8%
<i>Umsatzrendite</i>	<i>-3,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,8%</i>	
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46.842	46.842	43.598	39.238	39.238	39.238	
Gewinn je Aktie EpS (Euro)	-0,07	0,00	0,15	0,09	0,17	0,19	9,4%
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	0,92	1,72	1,85	1,98	
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	38.590	37.394	40.305	67.481	72.646	77.802	
Eigenkapitalrendite nach Steuern (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	6,2%	9,6%	10,0%	
Kennzahlen	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	
Wachstumsraten in %							
Umsätze	n.s.	-14,3%	-10,5%	2,2%	9,3%	5,0%	
EBITDA	n.s.	38,6%	-51,5%	-6,3%	-6,1%	15,0%	
EBIT	n.s.	-256,7%	-139,7%	-269,5%	82,3%	15,2%	
EBT	n.s.	-178,2%	-155,9%	-269,6%	90,2%	13,8%	
Nettogewinn	n.s.	-101,2%	15659,6%	-42,5%	100,9%	11,5%	
Margen in %							
Rohrertrag	32,3%	41,9%	40,4%	35,4%	32,6%	34,2%	
EBITDA	8,9%	14,4%	7,8%	7,1%	6,1%	6,7%	
EBIT	-2,4%	4,4%	-1,9%	3,2%	5,4%	5,9%	
EBT	-3,6%	3,3%	-2,0%	3,4%	5,9%	6,4%	
Kostenquoten in %							
Personalkostenquote	10,7%	14,0%	14,5%	10,7%	10,0%	11,2%	
Materialkosten	69,8%	64,4%	65,8%	67,1%	69,6%	68,4%	
Abschreibung/Umsätze	11,3%	10,0%	9,7%	3,9%	0,8%	0,8%	
Steuerquote	n.s.	98,7%	pos.	24,0%	30,0%	30,0%	
Profitabilität in %							
Umsatzrendite	-3,0%	0,0%	7,1%	4,0%	7,3%	7,8%	
Return on Equity (RoE)	-8,3%	0,1%	15,0%	6,2%	9,6%	10,0%	
Gesamtkapitalrentabilität (RoA)							
Return on Investment (Rol)	neg.	0,0%	7,4%	4,2%	7,8%	8,7%	
Bewertung							
KGV (aktueller Kurs)	-12,86	1114,09	6,02	10,30	5,13	4,60	
KGV (bez. auf hist. Kurs am Jahresende)	-5,70	949,50	4,45	-	-	-	
Kurs/ Buchwert	1,07	1,10	0,95	0,51	0,48	0,44	
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,3%	3,4%	4,5%	6,8%	
KUV (Marktkapitalisierung/Umsatz)	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Marktkapitalisierung/ EBITDA	4,0	2,9	6,0	6,4	6,8	5,9	
Marktkapitalisierung/ EBIT	-14,9	9,5	-24,0	14,1	7,8	6,7	
EV/Sales	neg.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	
EV/EBITDA	neg.	0,2	-3,8	0,5	1,1	0,8	

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	Datum	Rating	damaliger Aktienkurs	damaliges Kursziel
3U Holding AG	04.04.2011	Buy	0.76 €	1.10 €
3U Holding AG	15.11.2010	Buy	0.72 €	1.00 €
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 19. Mai 2011. Die 3U Holding AG hat SRC Research mit der Research-Betreuung des Unternehmens beauftragt.

Disclaimer © 2011 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.