

3U HOLDING AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,00 Euro (unverändert)



Der Spezialist für Finanzaktien

21 | Mai | 2013

■ **Kurs (Euro)** **0,42**
Hoch / Tief 52 Wochen 0,82 / 0,40

■ 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.)	14,8
Anzahl der Aktien (Mio.)	35,3
Streubesitz (Free Float)	68,9%
Free Float MarketCap (Mio.)	10,2
CAGR Umsatz '12 - '15e	1,0%

■ Bewertung (Multiplikatoren)	2012	2013e	2014e	2015e
MarketCap/ Gesamterträge	0,23	0,29	0,27	0,23
Kurs-Gewinn-Verhältnis	neg.	neg.	15,1	6,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,8%	7,1%
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,29	0,30	0,30	0,29

■ Kennzahlen je Aktie (Euro)	2012	2013e	2014e	2015e
EPS (Ergebnis je Aktie)	-0,27	-0,04	0,03	0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,02	0,03

■ Finanzdaten (Mio. Euro)	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	61,0	47,5	52,1	62,9
Gesamterträge	64,6	50,7	54,8	65,4
Sonstige betriebliche Aufw.	-9,2	-5,2	-6,9	-8,8
Operatives Ergebnis (EBIT)	-11,2	-2,4	1,8	3,9
Gewinn vor Steuern (EBT)	-10,8	-1,6	1,9	3,5
Gewinn nach Steuern	-9,4	-1,3	1,0	2,1
Eigenkapital	50,7	49,4	49,7	50,7

■ Großaktionäre

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

■ Nächste Termine

Hauptversammlung 2013	29. Mai 2013
Bericht 2Q 2013	15. August 2013
Bericht 3Q 2013	11. Nov. 2013

■ Analysten

Dipl.-Kfm. Stefan Scharff, CREA
Dipl.-Vw. Denis Kuhn

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

Gutes Telefonie-Geschäft im ersten Quartal, erste positive Signale aus den Bereichen Services und Erneuerbare Energien – Bestätigung des Ratings

Die 3U veröffentlichte am 15. Mai den Q1 Quartalsbericht. Im traditionellen Geschäftssegment Telefonie fielen die Zahlen positiv aus, so dass zu konstatieren ist, dass das Unternehmen die Strategie zur Kostensenkung und zur Besetzung profitabler Nischen im Auftaktquartal umsetzen konnte. Der Umsatz des Telefonie-Segments stieg deutlich gegenüber dem 4. Quartal 2012 von 4,9 Mio. Euro auf 6,1 Mio. Euro (+25%). Das operative Ergebnis, das im 4. Quartal mit -0,23 Mio. Euro noch leicht negativ war, kletterte auf 0,64 Mio. Euro. Vergleicht man das Ergebnis mit dem 1. Quartal 2012, so ergab sich eine Verdreifung des Ergebnisses (1Q 2012: 0,20 Mio. Euro).

Im Bereich Services, dem unter anderem die Firmen RLSIMA, die 3U Dynamics und die auf Cloud Computing spezialisierte weclapp angehören, wird die Mehrheit der Umsätze immer noch intern generiert. Da die konzerninternen Umsätze zurückgefahren wurden und dies noch nicht in gleichem Ausmaß durch externe Aufträge kompensiert wurde, kam es zu einem Umsatzrückgang in diesem Segment von 1,1 Mio. Euro im 4. Quartal auf nunmehr rund 0,7 Mio. Euro. Aus unseren Gesprächen mit dem Management haben wir die Überzeugung gewonnen, dass einige lukrative Aufträge für den Bereich Beratung und IT-Services gewonnen werden konnten und zudem für die weclapp eine zukunftsweisende strategische Kooperation bzw. Übernahme möglich erscheint, die die Entwicklung von weclapp und die Marktpräsenz der Produkte sowie den Wert der 75% Beteiligung stark steigern würde.

Der Bereich Erneuerbare Energien konnte trotz eines harten Winters, der für die Verschiebung diverser Aufträge sorgte, den Umsatz von 1,9 Mio. im Vorjahr auf 2,6 Mio. Euro ausbauen, ohne dass die Zahlen durch großvolumiges Geschäft mit Photovoltaikmodulen befördert wurden. Allein durch den Solarpark Adelebsen rechnen wir für die viel sonnenreicheren Sommermonate mit einem weiteren Umsatzanstieg, der sich auch positiv auf das derzeit noch leicht negative Segment-EBITDA von -0,5 Mio. Euro auswirken sollte. Zudem hat 3U frühzeitig die Planungsressourcen weg von nicht mehr lukrativen neuen Solarparks hin zur Identifizierung von Windkraftprojekten umgeschichtet, so dass wir ein erstes Windkraftprojekt in den nächsten 12 Monaten erwarten. Das 1Q Ergebnis ist mit -1,7 Mio. sicher noch nicht gut, doch schon weitaus besser als in den Vorquartalen. **Die bisher negative Geschäftsentwicklung ist mehr als genug eingepreist, während das Upside aus verschiedenen Themen nicht berücksichtigt ist. Wir bestätigen Rating und Kursziel.**

SWOT – Analyse

Stärken

- 3U ist eine kapitalstarke Beteiligungsgesellschaft, die die letzten Jahre zum Aufbau von Firmen und Strukturen in den Bereichen Erneuerbare Energien sowie IT-Services / IT-Security nutzte. Die EK-Quote lag zum 31. März bei 83%.
- Die Umsätze im Segment Telefonie werden langfristig weiter sinken, dennoch rechnen wir damit, dass 3U hier in den nächsten zwei bis drei Jahren weiter positive Ergebnisbeiträge erzielen und damit das Wachstum in den beiden anderen Unternehmensbereichen Erneuerbare Energien und Services stützen kann.
- Auch nach den jüngsten Investitionen und der Inbetriebnahme des Solarpark Adelebsen und trotz des Verlustes in 2012 ist der Konzern mit immer noch über 8 Mio. Euro Liquidität und kurzfristigen Vermögenswerten nach wie vor in einer guten finanziellen Ausgangsposition, um die begonnene Expansion in ihren Wachstumssegmenten weiter voranzutreiben. Das im November beschlossene Effizienz- und Kostensenkungsprogramm sollte helfen, die Liquidität zu schonen.
- Mit der weclapp GmbH verfügt die 3U über eine aussichtsreiche Firma im Boommarkt des Cloud Computing. Gespräche über den Einstieg eines strategischen Partners werden bereits geführt.
- Inzwischen starke Diversifikation u.a. durch breite Palette an angebotenen Dienstleistungen im Bereich Erneuerbare Energien (Solarthermie, Planungs-kapazitäten, Onlinehandel, Klimatechnik).

Schwächen

- Der für 3U relevante Teil der Telekommunikationsbranche ist nach wie vor ein schrumpfender und hart umkämpfter Markt. 3U findet immer wieder profitable Nischen (wie das 1Q Ergebnis bewiesen hat), 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 bezüglich zukünftiger Einspeisevergütungen ist diese Sparte in 2012 hinter den Erwartungen geblieben. Der strategische Schwenk zu Windkraftprojekten ist daher nachzuvollziehen.
- Den im Verlauf des Jahres 2012 stark gestiegenen Personalkosten im Bereich Services stehen bisher noch sehr geringe externe Umsätze gegenüber. Erste signifikante externe Mandate konnten in den letzten Monaten gewonnen werden.

Chancen

- Die Gesellschaft hat am 22. April beschlossen, ein neues Aktienrückkaufprogramm zum Rückkauf von bis zu 3,5 Mio. eigenen Aktien zu beginnen.
- Erfolgreiche Verkäufe von Portfoliounternehmen auf Sicht der nächsten 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 12 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 liefern können.
- Die Entscheidung, in die eigene Produktion von Komponenten im umkämpften Markt für Erneuerbare Energien zu investieren, war im Nachhinein sicherlich nicht richtig.

Der Umsatz blieb trotz harter Wintermonate relativ stabil zum 4. Quartal 2012. Der Nettoverlust wurde im Vergleich zu den Vorquartalen auf -1,7 Mio. Euro halbiert.

Das im November eingeführte 4-Punkte-Programm zeigte schon im ersten Quartal erste Wirkung; nicht zuletzt im Geschäftsfeld Telefonie deutlicher Anstieg im Ergebnis

Umsatz stabil zum Vorquartal, Verlust zu den Vorquartalen trotz sehr harter Wintermonate halbiert, Kostensenkungen zeigen Wirkung

Das erste Quartal 2013 brachte für den 3U-Konzern zwar immer noch kein positives Ergebnis auf Konzernebene, aber zu den Vorquartalen, insbesondere zum dritten und vierten Quartal 2012, eine deutliche Verbesserung.

Während im dritten und vierten Quartal 2012 ein deutlich negatives operatives Ergebnis (EBITDA) von -3,6 Mio. Euro bzw. -3,2 Mio. Euro eingefahren wurde, konnte dies nun im ersten Quartal 2013 auf nur noch -1,6 Mio. Euro halbiert werden. Dabei blieb der Umsatz auf Konzernebene mit etwas mehr als 8,5 Mio. Euro relativ stabil zum 4. Quartal 2012 (8,9 Mio. Euro), und das obwohl der in diesem Jahr sehr harte Winter gerade bei den Konzernunternehmen aus dem Bereich der Erneuerbaren Energie, wie zum Beispiel bei der ClimateLevel GmbH, eine signifikante Verschiebung von Umsätzen hervorrief.

Mit Blick auf das Nettoergebnis ergab sich im ersten Quartal ein Verlust von -1,7 Mio. Euro, der schon deutlich unter dem Niveau der Quartale in 2012 lag, wo die Gesellschaft jeweils einen Quartalsverlust von rund 3 Mio. Euro verbuchen musste. So lag der Verlust im 4. Quartal 2012 bei -3,1 Mio. Euro und im 3. Quartal 2012 bei -2,8 Mio. Euro.

Die vom Vorstand im November eingeleitete **4-Punkte-Zielerreichungsstrategie** für 2013 zeigt damit erste Wirkung, wobei viele Massnahmen zur Kostensenkung und zum Personalabbau ihre volle Wirkung erst im Laufe der nächsten Quartale entfalten werden, was sich weiter positiv auf die Quartalsergebnisse auswirken sollte.

- Kostensenkungs- und Margensteigerungsprogramm im traditionellen Geschäftsfeld Telefonie, um auch bei reduziertem Umsatz möglichst lange positive Ergebnisbeiträge erwirtschaften zu können.
- Effizienzsteigerungsprogramm samt Kostenreduktionen im Geschäftsfeld Erneuerbare Energien, um auf ein eingetrübtes regulatorisches Umfeld zu reagieren.
- Beschleunigte Markteinführung von Programmen und Lösungen der weclapp und Suche eines strategischen Partners für das Unternehmen (weclapp gehört zum Geschäftsfeld Services)
- Kostenstabilisierungsprogramm im Projektentwicklungsgeschäft, Abbau von konzerninternen Projekten und Konzentration auf die Gewinnung konzernexterner Projekte / erweiterter Fokus auf den Bereich Windenergie

3U Konzern (Mio. Euro)	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	1Q 2013
Umsatzerlöse	23,20	17,55	11,32	8,91	8,54
Operatives Ergebnis (EBITDA)	-0,89	-2,27	-3,58	-3,19	-1,61
EBITDA-Marge	-3,8%	-12,9%	-31,6%	-35,8%	-18,9%
Nettoergebnis	-0,78	-2,69	-2,82	-3,09	-1,73

Quelle: Unternehmensangaben

Das Konzernergebnis war zwar in den ersten drei Monaten noch negativ, aber das Effizienzsteigerungsprogramm zeigte durchaus bereits eine erste Wirkung. Die Verluste im Bereich Services und Erneuerbare Energien konnten signifikant im Vergleich zu den Vorquartalen begrenzt werden. Zudem verhalf eine deutliche Gewinnsteigerung im Telefonie-Segment zu einem verbesserten Bild auf Konzernebene. Der Umsatz blieb im Vergleich mit dem vierten Quartal 2012 fast unverändert, vor allem wenn man berücksichtigt, dass interne Umsätze, insbesondere im Bereich Services, deutlich heruntergefahren wurden und die

Firma schon einige externe Aufträge verbuchen konnte, die sich aber umsatzseitig erst in den Folgequartalen positiv auf den Umsatz auswirken werden.

Telefonie-Segment zurück in den schwarzen Zahlen, Gewinnverdreifung im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres

Das Bild im Bereich Telefonie war im ersten Quartal trotz des weiter sehr intensiven Wettbewerbs und den Einschnitten durch die Novellierung des Telekommunikationsgesetzes durchaus erfreulich. Die Gesellschaft konnte die Umsatzerlöse verglichen mit dem 4. Quartal 2012 deutlich um 25% auf 6,1 Mio. Euro steigern und den massiven Abwärtstrend der letzten Quartale stoppen.

Was noch viel wichtiger für den Konzern ist, ist die Tatsache, dass es der Firma gelungen ist, profitable Nischen zu besetzen. Auch wenn klar ist, dass für diesen Geschäftsbereich auf lange Sicht weiter mit deutlich schrumpfenden Umsätzen gerechnet werden muss, so geht es darum, mit relativ geringem Aufwand und geringen Investitionen möglichst lange Gewinne zu erzielen. Diese helfen dem Gesamtkonzern in einer Zeit des Umbaus in eine attraktive Beteiligungsholding mit zwei weiteren Schwerpunkten IT-Services und Erneuerbare Energien.

Während vor einem Jahr im ersten Quartal 2012 noch mehr als dreimal soviel Umsatz generiert wurde (21,2 Mio. Euro), so konnte die 3U mit nunmehr nur noch etwas mehr als 6 Mio. Euro Umsatz einen weitaus höheren operativen Gewinn (EBITDA) von 0,6 Mio. Euro erzielen, der dreimal über dem ersten Quartal 2012 (0,2 Mio. Euro) lag. Die operative Marge kletterte von knapp 1% auf nunmehr über 10%. Die anvisierte Margen-Steigerung aus dem im November verkündeten 4-Punkte Effizienzsteigerungsprogramm ist der Gesellschaft also bereits im 1. Quartal 2013 sehr gut gelungen.

Telefonie (Mio. Euro)	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	1Q 2013
Umsatzerlöse	21,24	15,08	6,46	4,87	6,09
Operatives Ergebnis (EBITDA)	0,20	0,47	-0,40	-0,23	0,64
EBITDA-Marge	0,9%	3,1%	-6,2%	-4,7%	10,5%
Segmentergebnis	0,08	0,69	0,15	-0,88	0,57

Quelle: Unternehmensangaben

Leicht verbessertes Ergebnis im Geschäftsfeld Services, Fantasie durch einen strategischen Partner bei der weclapp GmbH

Das Geschäftsfeld Services umfasst die Bereiche IT-Beratung und IT-Entwicklung sowie das Thema IT-Security und Unternehmensberatung sowie den Zukunftsmarkt Cloud Computing. Es beinhaltet die Tochtergesellschaften RISIMA Consulting GmbH, die 3U DYNAMICS GmbH und die weclapp GmbH und konnte den operativen Verlust im ersten Quartal 2013 gegenüber dem 4. Quartal 2012 leicht von 0,8 Mio. Euro auf nunmehr knapp 0,7 Mio. Euro zurückführen, auch wenn die eingeleiteten Maßnahmen zum Personalabbau und zur Kostenreduktion in größerem Umfang erst in den folgenden Quartalen greifen werden.

Der Umsatz lag nach 1,1 Mio. Euro im 4. Quartal nun bei nur noch 0,7 Mio. Euro. Diese Zahl ist aber wenig aussagekräftig, da die Gesellschaft ihre konzerninternen Dienstleistungen reduziert hat und diese derzeit noch mindestens 80% an den Gesamtumsätzen dieses Geschäftsfeld ausmachen. Allerdings konnten in diesem Geschäftsfeld vermehrt erste externe Aufträge gewonnen (u.a. eine Bank mit einem sechststelligen Auftragsvolumen) und zudem weitere interessante potentielle Neukunden angesprochen werden, so dass wir bei rückläufigen Kosten von steigenden externen Umsätzen und somit auch besseren Ergebnissen für die nächs-

Mit zweistelliger Marge das beste Quartalsergebnis seit langer Zeit erreicht

Trotz rückläufiger interner Dienstleistungen konnte das Geschäftsfeld seinen operativen Verlust leicht zurückführen. Erste externe Aufträge sind bereits gewonnen und sollten den Zahlen der nächsten Quartale Auftrieb geben.

Ein strategischer Partner bei weclapp würde erhebliches Upside für die 3U bedeuten und die Markteinführung der Cloud Computing-Produkte beschleunigen.

Für uns sind deutlich ansteigende externe Umsätze und ein positiver Ergebnisbeitrag des Segments ab dem Jahr 2014 realistisch.

ten Quartale ausgehen. Was die weclapp und das wichtige Zukunftsthema Cloud Computing angeht, so hat die 3U HOLDING hier bereits im Vorjahr erheblich investiert, nicht zuletzt in eine Aufstockung des Personals und der Entwicklungskapazitäten. Nach unseren Eindrücken aus den Gesprächen mit dem Unternehmen nehmen die Verhandlungen mit strategischen Partnern zur Weiterentwicklung dieses höchst interessanten Geschäftsfelds innerhalb der Informationstechnologie nun immer konkretere Formen an. Sollte hier ein Durchbruch gelingen und ein strategischer Partner gefunden werden, der sich an weclapp in nennenswertem Umfang beteiligt, so würde das die Markteinführung der weclapp-Produkte beschleunigen und die finanziellen Ressourcen von 3U in Zukunft entlasten sowie gleichzeitig einen Veräußerungserlös bedeuten, der mit Sicherheit signifikant zu den Geschäftszahlen des Unternehmens beiträgt.

Insgesamt sehen wir nach den bisherigen Verlusten gute Chancen, dass bis Jahresende mindestens die Hälfte der Umsätze in diesem Geschäftsfeld extern erwirtschaftet werden wird und ab 2014 auch schwarze Zahlen geschrieben werden. Auch der 3U-Vorstand erwartet für 2014 einen positiven Ergebnisbeitrag dieses Geschäftsfelds. Zusätzliche positive Impulse könnten durch einen Einstieg eines Investors bei weclapp gegeben sein.

Services (Mio. Euro)	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	1Q 2013
Umsatzerlöse	1,22	1,19	1,16	1,11	0,68
Operatives Ergebnis (EBITDA)	-0,19	-0,30	-0,55	-0,81	-0,68
EBITDA-Marge	-15,6%	-25,2%	-47,4%	-73,0%	-100,0%
Segmentergebnis	-0,18	-0,29	-0,42	-0,61	-0,53

Gute Umsatzentwicklung im Bereich Erneuerbare Energien trotz des harten Winters, operativer Verlust reduziert, neuer Fokus auf Wind

Das Geschäftsfeld Erneuerbare Energien umfasst bis auf das Solarkraftwerk-Projekt und anderen internen Planungsleistungen fast alle Aktivitäten des 3U-Konzerns im Bereich der Erneuerbaren Energien. Der Handel mit solarer Systemtechnik schließt thermische Solaranlagen zur solaren Wärmeerzeugung, Regelung, Wärmespeicherung und Wärmeverteilung sowie Photovoltaik-Systeme ein. Das Leistungsspektrum reicht von Systemlösungen für Einfamilienhäuser bis hin zu solaren Großanlagen. Außerdem beinhaltet dieser Geschäftsbereich die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von Produkten der Elektroindustrie und Umwelttechnikgütern, u.a. für thermische Solaranlagen und Anlagen zur Stromerzeugung aus Wärme. Zum Geschäftsfeld Erneuerbare Energien gehören unter anderem der Solarpark in Adelebsen (Niedersachsen) und die 75% Beteiligungen an der in Köln ansässigen ClimaLevel Energiesysteme GmbH und an der in Marburg ansässigen EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH sowie die 60% Beteiligung an der Selfio GmbH aus Linz am Rhein.

Trotz des harten und langen Winters, der dafür sorgte, dass viele Aufträge und Umsätze erst in den Folgequartalen erzielt werden, konnte die 3U HOLDING die Umsatzerlöse in diesem Geschäftsbereich von 1,9 Mio. Euro im 1. Quartal 2012 auf nunmehr fast 2,6 Mio. Euro um 36% ausbauen. Was das operative Ergebnis betrifft, so zeigten die Einsparmaßnahmen und einige Personalreduktionen bereits Wirkung, so dass der operative Verlust leicht von rund -0,9 Mio. Euro im vierten Quartal 2012 auf -0,5 Mio. Euro im ersten Quartal 2013 zurückging. Zu beachten ist auch, dass die Einspeisevergütung für den Solarpark Adelebsen naturgemäß in den Wintermonaten sehr gering ist. Dies sollte sich deutlich verbessern im zweiten und dritten Quartal.

Trotz des langen und harten Winters konnte das Umsatzvolumen um 36% im Vergleich zum 1. Quartal 2012 ausgebaut werden. Durch die Einsparmaßnahmen wurde der operative Verlust bereits reduziert.

Strategischer Schwenk weg von unattraktiv gewordenen Solarparks hin zu Windkraftprojekten

Das Management erwartet ein positives Segmentergebnis ab 2014 – wir erachten dies für realistisch.

Die am 16. März gegebene Prognose zum Geschäftsjahr 2013 wurde bestätigt und erscheint uns auch realistisch.

Die Maßnahmen zur Effizienzsteigerung und zum Kostenabbau trugen in 1Q erste Früchte.

Für 2014 ist die Rückkehr in die Gewinnzone geplant.

Zusätzliche Fantasie durch den potentiellen Einstieg eines Investors bei weclapp möglich.

Was den Bau weiterer Solarparks betrifft, der ja ursprünglich geplant war, so scheint das regulatorische Umfeld und auch die aktuellen Sätze für die Einspeisevergütung für neue Projekte im Solarbereich nur noch wenig attraktiv.

Vor dem Hintergrund der veränderten Rahmenbedingungen hat sich die 3U HOLDING auf den Bereich der Windenergie und auf die Identifizierung von Windkraftprojekten an attraktiven Standorten konzentriert. Die Gesellschaft hat in unseren Augen die entsprechenden Planungsressourcen und das Know-How, um solche Projekte zu identifizieren und zu realisieren. Wir rechnen hier nach unseren Gesprächen mit dem Management mit ersten Nachrichten zu Windkraftprojekten in den nächsten 12 Monaten.

Der Vorstand rechnet mit einer Umsatzausweitung dieses Geschäftsbereichs im laufenden Geschäftsjahr 2013 und mit einem positiven Ergebnis erstmalig in 2014. Nach unserer Einschätzung ist das realistisch, zumal alleine der Solarpark Adelebsen einen positiven EBITDA-Beitrag von rund 1,6 Mio. bis 1,8 Mio. Euro pro Jahr leisten dürfte.

Erneuerbare Energien (Mio. Euro)	1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	1Q 2013
Umsatzerlöse	1,88	2,40	4,86	3,74	2,56
Operatives Ergebnis (EBITDA)	-0,69	-0,74	-0,46	-0,87	-0,47
EBITDA-Marge	-36,7%	-30,8%	-9,5%	-23,3%	-18,4%
Segmentergebnis	-0,56	-0,88	-0,38	-1,12	-0,80

Quelle: Unternehmensangaben

Ausblick für 2013 und 2014 nach dem ersten Quartal bestätigt

Das Management hat den am 16. März zu den vorläufigen Zahlen für 2012 gegebenen Ausblick für 2013 mit dem Bericht zum ersten Quartal noch einmal bestätigt.

Wir können bestätigen, dass die jüngst eingeleiteten Maßnahmen zum Personalabbau an einigen defizitären Stellen sowie die Maßnahmen zur Effizienzsteigerung bereits erste Früchte im abgelaufenen ersten Quartal trugen. Das Ergebnis im Telefonie-Geschäft war gut, der operative Verlust in den beiden anderen Sparten Services und Erneuerbare Energien konnte trotz eher widriger Rahmenbedingungen zurückgeführt werden.

Der Vorstand der Gesellschaft erwartet nach wie vor einen Konzernumsatz für das laufende Geschäftsjahr 2013 zwischen 45 und 50 Mio. Euro bei einem mehr oder weniger ausgeglichenen operativen EBITDA-Ergebnis in einer Bandbreite von -1,0 Mio. Euro und +1,0 Mio. Euro. Das Konzernergebnis nach Steuern sollte leicht negativ zwischen -1,0 Mio. Euro und -3,0 Mio. Euro sein. Nachdem das EBITDA nach dem ersten Quartal bei -1,6 Mio. Euro und das Nettoergebnis bei -1,7 Mio. Euro lag, bedeutet dies, dass die anderen drei Quartale in Summe mindestens ein ausgeglichenes oder leicht positives Ergebnis hervorbringen sollten. Für 2014 rechnet der Vorstand mit einem positiven operativen Ergebnis (EBITDA) von 2 Mio. bis 5 Mio. Euro, das auch im Nettoergebnis eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen erlauben sollte (0 bis 2 Mio. Euro).

Da viele Maßnahmen zur Kostenreduzierung und Effizienzsteigerung erst im Laufe der nächsten Quartale ihre volle Wirkung entfalten und sich zudem die Umsätze in den Sommermonaten aus dem Bereich Erneuerbare Energien deutlich erhöhen sollten, erscheinen uns die Prognosen des Vorstands realistisch. Auch der Bereich Services zeigt positive Signale, dass hier in signifikantem Umfang externe Umsätze die zukünftigen Ergebnisse verbessern werden. Weitere Fantasie käme aus einem möglichen Einstieg eines Investors bei der auf Cloud Computing spezialisierten weclapp GmbH, an der die 3U derzeit rund 75% der Anteile hält.

**Kurs/ Buchwert-Verhältnis
sehr niedrig bei nur 0,30.**

**Zusätzlicher Support für
den Kurs aus dem neuen
Aktienrückkaufprogramm**

**Wir bestätigen auf dem sehr
niedrigen Kursniveau unse-
re Kaufempfehlung.**

Insgesamt erscheinen uns die Risiken und schlechten Geschäftsergebnisse der letzten Quartale nunmehr mehr als genug eingepreist. Das Eigenkapital der Gesellschaft liegt per Ende März noch immer bei fast 49 Mio. Euro und sollte auch am Jahresende ähnlich hoch sein.

Das bedeutet einen Buchwert je Aktie von 1,38 Euro bei einem Kursniveau nur leicht oberhalb von 40 Cent, was ein sehr niedriges Kurs/ Buchwert-Verhältnis von nur noch 0,30 bedeutet. Der Kurs sollte zudem eine gewisse Stützung erfahren durch das im April bekannt gegebene Aktienrückkaufprogramm, bei dem bis zu 10% der 35,3 Millionen 3U-Aktien im Zeitraum Mai 2013 bis Mai 2017 über die Börse erworben werden. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass diese weit unter Buchwert zurückgekauften Aktien später eingezogen werden, was auch schon bei früheren Aktienrückkaufprogrammen gemacht wurde. Somit würde sich in späteren Geschäftsjahren hieraus ein höherer Gewinn je Aktie für die verbleibenden Aktionäre ergeben und mögliche Ausschüttungen müssten unter einer kleineren Anzahl von Aktionären aufgeteilt werden.

Nach unserer Einschätzung ist der Gesellschaft den Umständen entsprechend ein guter Jahresauftakt gelungen. Aufgrund des niedrigen Kurs/ Buchwert-Verhältnisses ist die Aktie trotz des für dieses Geschäftsjahr zu erwartenden leicht negativen Ergebnisses klar unterbewertet. Wir sehen zudem Support durch das jüngst beschlossene Aktienrückkaufprogramm, das noch einmal unterstreicht, dass auch das Management das derzeitige Kursniveau als viel zu niedrig erachtet. Wir bestätigen unser Rating Buy und ebenso unser Kursziel von 1,00 Euro, das immer noch rund 30% unter dem Buchwert liegt.

3U HOLDING AG 31/12 IFRS (Tsd. Euro)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	CAGR '12 - '15e
Umsatzerlöse	92,079	82,403	77,267	60,983	47,520	52,055	62,850	1.0%
Andere Erträge	5,852	5,112	32,946	3,656	3,210	2,740	2,500	
Gesamtleistung	97,931	87,515	110,213	64,639	50,730	54,795	65,350	0.4%
Materialaufwand	-59,336	-54,254	-56,314	-52,879	-34,875	-32,610	-37,880	
Rohertrag	38,595	33,261	54,108	11,760	15,855	22,185	27,470	32.7%
Rohertragsmarge	41.9%	40.4%	70.0%	19.3%	33.4%	42.6%	43.7%	
Personalaufwand	-12,900	-11,942	-11,029	-12,473	-10,845	-11,085	-12,230	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,455	-14,900	-14,613	-9,218	-5,180	-6,870	-8,765	
Operatives Ergebnis (EBITDA)	13,240	6,419	28,466	-9,931	-170	4,230	6,475	
EBITDA-marge	14.4%	7.8%	36.8%	-16.3%	-0.4%	8.1%	10.3%	
Abschreibungen	-9,206	-8,021	-2,920	-1,302	-2,235	-2,450	-2,550	
Operatives Ergebnis (EBIT)	4,034	-1,602	25,546	-11,233	-2,405	1,780	3,925	
EBIT Marge	4.4%	-1.9%	33.1%	-18.4%	-5.1%	3.4%	6.2%	
Finanzergebnis	-1,013	-87	774	421	820	100	-385	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3,021	-1,689	26,320	-10,812	-1,585	1,880	3,540	
EBT-marge	3.3%	-2.0%	34.1%	-17.7%	-3.3%	3.6%	5.6%	
Steuern	-2,983	7,198	-780	182	0	-450	-750	
Steuerquote	98.7%	pos.	3.0%	pos.	pos.	23.9%	21.2%	
Nettoergebnis vor Minderheiten	38	5,509	25,540	-10,630	-1,585	1,430	2,790	
Anteile von Minderheiten	1	322	1,104	1,248	250	-450	-650	
Nettoergebnis nach Minderheiten	37	5,831	26,644	-9,382	-1,335	980	2,140	
Umsatzrendite	0.0%	7.1%	34.5%	-15.4%	-2.8%	1.9%	3.4%	
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46,842	43,060	35,314	35,314	35,314	35,314	35,314	
Gewinn je Aktie (EPS in Euro)	0.00	0.14	0.75	-0.27	-0.04	0.03	0.06	
Dividende je Aktie (DPS in Euro)	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.02	0.03	
Buchwert je Aktie (BVPS in Euro)	0.80	0.94	1.73	1.44	1.40	1.41	1.44	0.0%
Eigenkapital nach Minderheiten und Ausschüttung	37,394	40,305	61,206	50,730	49,395	49,669	50,750	0.0%
Eigenkapitalrendite nach Steuern (RoE)	0.1%	15.0%	52.5%	-16.8%	-2.7%	2.0%	4.3%	
Kennzahlen	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Margen in %								
Rohertrag	41.9%	40.4%	70.0%	19.3%	33.4%	42.6%	43.7%	
EBITDA	14.4%	7.8%	36.8%	-16.3%	-0.4%	8.1%	10.3%	
EBIT	4.4%	-1.9%	33.1%	-18.4%	-5.1%	3.4%	6.2%	
EBT	3.3%	-2.0%	34.1%	-17.7%	-3.3%	3.6%	5.6%	
Kostenquoten in %								
Personalkostenquote	14.0%	14.5%	14.3%	20.5%	22.8%	21.3%	19.5%	
Materialkosten	64.4%	65.8%	72.9%	86.7%	73.4%	62.6%	60.3%	
Abschreibung/Umsätze	10.0%	9.7%	3.8%	2.1%	4.7%	4.7%	4.1%	
Steuerquote	98.7%	pos.	3.0%	pos.	pos.	23.9%	21.2%	
Profitabilität in %								
Umsatzrendite	0.0%	7.1%	34.5%	-15.4%	-2.8%	1.9%	3.4%	
Return on Equity (RoE)	0.1%	15.0%	52.5%	-16.8%	-2.7%	2.0%	4.3%	
Return on Investment (RoI)	0.0%	7.4%	25.9%	-14.7%	-2.1%	0.8%		
Bewertung								
KGV (aktueller Kurs)	531.72	3.10	0.56	neg.	neg.	15.13	6.93	
KGV (bez. auf hist. Kurs am Jahresende)	949.50	4.80	1.19	neg.	-	-	-	
Kurs/ Buchwert	0.53	0.45	0.24	0.29	0.30	0.30	0.29	
Dividendenrendite	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	7.1%	
KUV (Marktkapitalisierung/Umsatz)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	
Marktkapitalisierung/ EBITDA	1.1	2.3	0.5	-1.5	-87.2	3.5	2.3	
Marktkapitalisierung/ EBIT	3.7	-9.3	0.6	-1.3	-6.2	8.3	3.8	
Aktien Daten								
Kurs am Jahresende (Euro)	0.75	0.65	0.70	0.51	-	-	-	
Anzahl Aktien in Mio. am Jahresende	46.8	43.1	35.3	35.3	35.3	35.3	35.3	
Gewinn je Aktie (EPS)	0.00	0.14	0.75	-0.27	-0.04	0.03	0.06	
Dividende je Aktie (DPS)	0.00	0.02	0.03	0.00	0.00	0.02	0.03	
Buchwert je Aktie (BVPS)	0.80	0.94	1.73	1.44	1.40	1.41	1.44	0.0%

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	19. März 2013	Buy	0,47 €	1,00 €
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 17. Mai 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.