

# 3U Holding AG

Buy (unverändert)

Kursziel: 1,10 Euro (alt: 1,00 Euro)



Der Spezialist für Finanzaktien

04 | April | 2011

**Kurs (Euro)** **0,76**  
Hoch / Tief 52 Wochen 0,86 / 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.)	33,1
Anzahl der Aktien (Mio.)	43,6
Streubesitz (Free Float)	63,7%
Free Float MarketCap (Mio.)	21,1
CAGR Nettogewinn 10e-13e	11,4%

Bewertung (Multiplikatoren)	2009	2010	2011e	2012e
MarketCap/ Gesamterträge	0,3	0,4	0,3	0,3
<b>Kurs-Gewinn-Verhältnis</b>	<b>962,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>
Dynamic PEG	84,3	0,5	0,6	0,5
Dividendenrendite	0,0%	2,6%	3,9%	5,3%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2009	2010	2011e	2012e
<b>EPS (Ergebnis je Aktie)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>
Dividende je Aktie	0,00	0,02	0,03	0,04

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2009	2010	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>92.079</b>	<b>82.403</b>	<b>104.569</b>	<b>109.797</b>
<b>Gesamterträge</b>	<b>97.931</b>	<b>87.515</b>	<b>108.569</b>	<b>113.797</b>
Sonstige betriebliche Aufw.	-12.455	-14.900	-15.144	-16.360
<b>Operatives Ergebnis (EBIT)</b>	<b>4.034</b>	<b>-1.602</b>	<b>5.910</b>	<b>7.372</b>
Gewinn vor Steuern (EBT)	3.021	-1.689	5.660	7.192
<b>Gewinn nach Steuern</b>	<b>37</b>	<b>5.831</b>	<b>4.710</b>	<b>5.763</b>

## Großaktionäre

Michael Schmidt (CEO)	20,6%
Roland Thieme	6,2%
Aktien im eigenen Bestand	9,5%

## Nächste Termine

1Q Bericht 2011	13.05.11
Hauptversammlung	26.05.11
2Q Bericht 2011	15.08.11

## Analysten

**Stefan Scharff, CREA**  
**André Hüsemann, CREA**

E-Mail [Feedback@src-research.de](mailto:Feedback@src-research.de)  
Internet [www.src-research.de](http://www.src-research.de)

## Positive Überraschung beim Nettogewinn, aber operatives Ergebnis weit unter den Erwartungen

Die 3U Holding AG veröffentlichte am 31. März den Geschäftsbericht 2010. Die gelieferten Zahlen wichen beim operativen Ergebnis und beim Nettogewinn weit von der Guidance und unserer Schätzung ab.

Der Nettogewinn fiel mit 5,8 Mio. Euro (15 Cent je Aktie) ungewöhnlich hoch aus und lag weit über der Guidance des Vorstands (3 Mio. Euro) als auch unserer Schätzung (3,2 Mio. Euro). Dieser hohe Gewinn resultiert aus einem Steuerertrag von 7,2 Mio. Euro, der sich im Wesentlichen durch die Wertberichtigung um latente Steuern auf Verlustvorträge der LambdaNet (+4,4 Mio. Euro) und Steuererstattungen für Vorjahre ergibt (+1,6 Mio.).

Schaut man auf das operative Ergebnis vor Abschreibungen, so sieht das Bild weniger freundlich aus. Hier ergaben sich verschiedene negative Sonderfaktoren, die für einen relativ geringen EBITDA-Gewinn von nur 6,4 Mio. Euro gesorgt haben. Der Vorstand ging noch im Neunmonatsbericht von 10 Mio. Euro aus und unsere Schätzung lag sogar bei 11,4 Mio. Euro. Verantwortlich dafür waren die hohen sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die nach 9 Monaten bei 9,7 Mio. Euro lagen und in 4Q nochmal um über 5 Mio. Euro auf insgesamt 14,9 Mio. Euro hochschnellten (VJ: 12,5 Mio.). Insgesamt war das 4. Quartal auf EBITDA-Basis aufgrund der hohen Kostenbelastung sogar mit 0,8 Mio. im Minus, nachdem man in 3Q noch einen EBITDA-Gewinn von 1,7 Mio. Euro verbuchen konnte, obwohl auch dieses Quartal von einem negativen Sonderfaktor (0,3 Mio.) belastet war.

Die Gründe für die Explosion auf der Kostenseite waren sehr vielfältig. Die übrigen betrieblichen Aufwendungen stiegen wohl nicht zuletzt aufgrund der Anstrengungen im Solarbereich um 1,8 Mio. Euro auf 5,2 Mio. Euro. Es gab relativ hohe periodenfremde Aufwendungen, die ebenfalls um 1,8 Mio. Euro über Vorjahr lagen. Die Forderungsverluste stiegen von 0,4 Mio. Euro auf 1,1 Mio. Euro. Allein aus diesen drei Posten ergab sich ein um 5,3 Mio. Euro erhöhter Aufwand. Zudem belasteten recht hohe Abfindungen für den alten CFO Zimmermann, der in 1Q 2010 ausschied und einige Manager der LambdaNet (insgesamt ca. 1,0 Mio. Euro).

**Die 3U zielt auf ein langfristig profitables Solargeschäft mit eigener Produktion und Vertrieb, darf aber auch kurzfristig die eigenen Prognosen und die Erwartungen der Aktionäre nicht aus den Augen verlieren. Für die Aktie spricht die gesunde Bilanz (52% EK-Quote) und die hohen Cash-Bestände (29 Mio. Euro) sowie ein sehr gutes Ergebnis bei der LambdaNet AG. Das Kursziel erhöhen wir auf 1,10 Euro.**

### 3U Holding AG

**Branche:** Beteiligungsgesellschaft  
**Land:** Deutschland  
**Sitz:** Marburg  
**Gründung:** 1997  
**Mitarbeiter:** 162

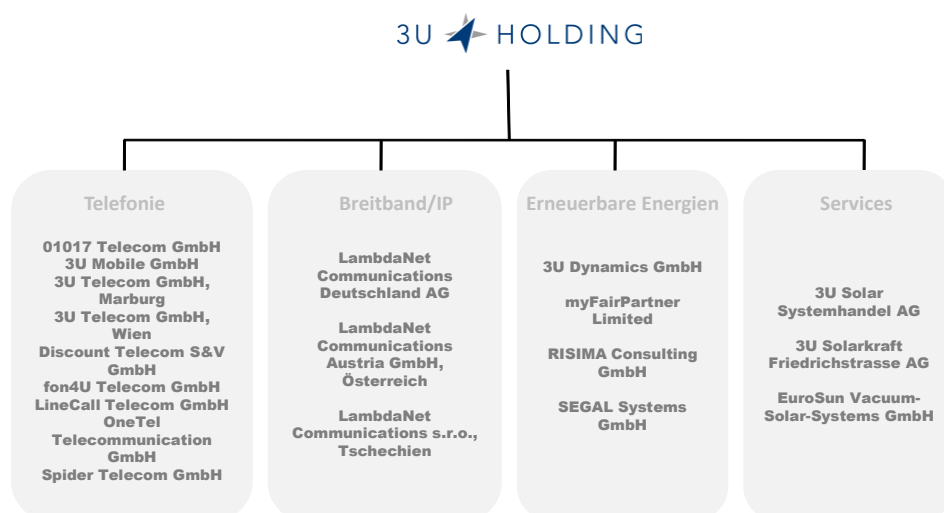
**Kontakt für Investoren:**  
 Peter Alex  
 alex@3u.net

**Vorstand der 3 U Holding**  
 CEO Michael Schmidt  
 CFO Michael Göbel

**Aufsichtsrat der 3U Holding**  
 Ralf Thoenes (Vorsitzender)  
 Gerd Simon  
 Stefan Thies

Die im Jahre 1997 gegründete 3U Holding AG ist eine ursprünglich aus der Telekommunikationsbranche stammende und schon seit 1999 börsennotierte Management- und Beteiligungsgesellschaft. Seit 2007 hat sich das Unternehmen verstärkt auf das Beteiligungsgeschäft in den Bereichen innovative Technologien und Erneuerbare Energien spezialisiert. Ziel ist die Erwirtschaftung überdurchschnittlicher Renditen und eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes.

Im Zuge der Restrukturierung gliederte die Gesellschaft ihr operatives Geschäft mit Telekommunikationsdienstleistungen auf die 3U Telecom GmbH aus, die unter dem Dach der Holding als 100%ige Tochter gehalten wird. Im November 2007 firmierte die 3U Telecom AG in 3U Holding AG um. Das Unternehmen setzt sich derzeit aus vier Säulen zusammen. Die beiden Kernbereiche und Hauptumsatzbringer sind derzeit 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. 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 (vor allem die 3U SOLAR Systemhandel AG und die EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH).



Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research

## 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 signifikant investieren zu müssen.
- Die Maßnahmen zur Restrukturierung der 100%-Tochter LambdaNet wurden im 4. Quartal 2009 eingeleitet und trugen in Geschäftsjahr 2010 bereits Früchte. Das operative Ergebnis (EBITDA) konnte durch die erfolgreiche Restrukturierung von 3,4 Mio. in 2009 auf fast 10 Mio. Euro in 2010 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. Allerdings wurde die Fertigstellung jetzt nochmals 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 vom Umsatz in 2010 herb enttäuschte.
- 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 ab dem zweiten Quartal 2010 vorweisen können, die aber weit unter Plan lagen.

### Chancen

- Der Bereich Erneuerbare Energien soll nach unserer Schätzung für 2011 bereits über 30 Mio. Euro zum Gesamtumsatz beisteuern (etwa ein Viertel).
- 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.
- Die Gesellschaft hat derzeit fast 10% der Aktien im eigenen Bestand. Sollten diese zur Einziehung beim Handelsregister eingereicht werden, erhöht sich der innere Wert für die verbleibenden Aktien.

### Risiken

- Der Worst Case wäre, wenn das Festnetz-Geschäft noch schneller schwindet, der LambdaNet-Turnaround trotz der guten 2010er Resultate doch nicht nachhaltig ist 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. Außerdem hat sich dadurch der Konzernumbau sichtbar verlangsamt. Das Solar-Energie-Kraftwerk, dessen Fertigstellung eigentlich für Herbst 2010 geplant war, verschiebt sich nun auf Mai oder Juni 2011.

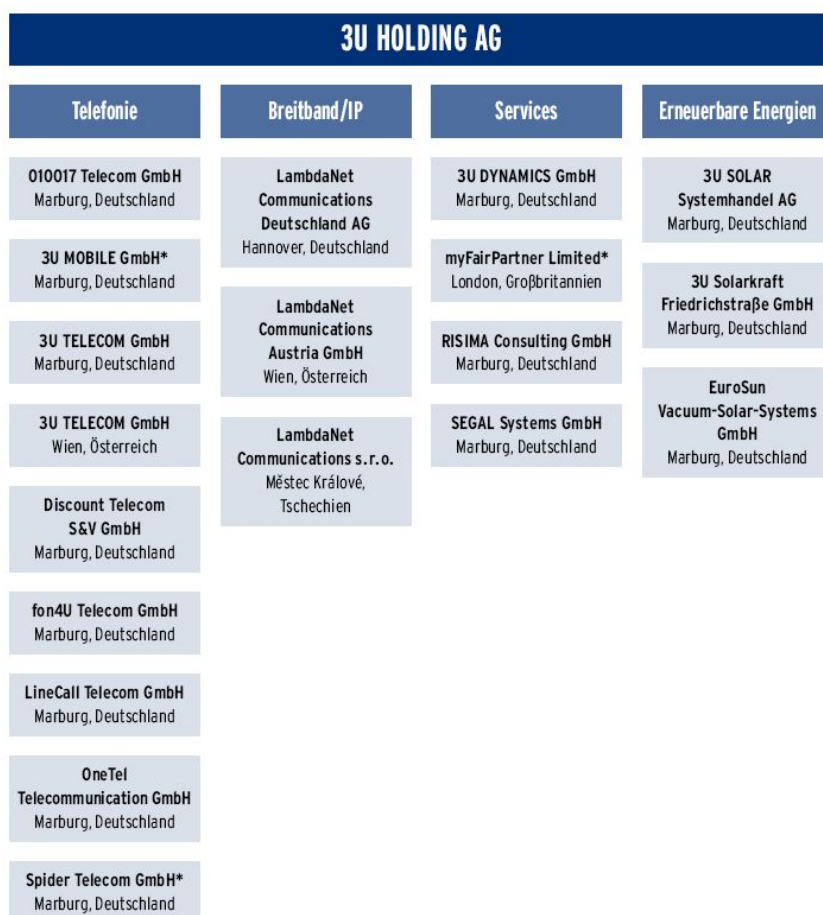
**3U hat die strategische Weiterentwicklung vom reinen Telefontelefonanbieter zur diversifizierten Holding mit Fokus auf Zukunftstechnologien fortgesetzt – Allerdings noch keine nennenswerten Ergebnisbeiträge aus den neuen Bereichen Services und Erneuerbare Energien in 2010**

## 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 letzten Geschäftsjahr 2010 noch sehr wenig zum Ergebnis der Gruppe beigetragen haben bzw auf EBITDA-Basis sogar leicht negativ waren.

Im Bereich Services ist der IT-Dienstleister SEGAL Systems GmbH zu nennen, der aus der IT-Abteilung der 3U Telecom und der LambdaNet heraus gegründet wurde und an dem die 3U Holding zu 75% beteiligt ist. Hierzu gehören auch die RISIMA Consulting GmbH und die 3U DYNAMICS GmbH, die beide im ersten Quartal 2010 gegründet wurden und ebenfalls dem Segment Services zuzurechnen sind.

### Konzernstruktur der 3U Holding AG



Quelle: Unternehmensangaben, \*at-equity

## Enttäuschendes viertes Quartal – EBITDA rutscht ins Minus

**Der Gesamtumsatz des Jahres 2010 lag bei 82,4 Mio. Euro (-10,5%) knapp unter den avisierten 83 Mio. Euro, allerdings waren zu Jahresbeginn sogar 85 Mio. Euro angepeilt worden.**

**Der Umsatz im Segment Telefonie bröckelt stetig ab und der operative Gewinn dieses Bereichs lag leider nur noch bei niedrigen 0,5 Mio. Euro in 4Q 2010 bedingt durch negative One-Offs (4Q 2009: 3,85 Mio. Euro).**

**Im Solarbereich wurde viel zu wenig Umsatz erwirtschaftet, weil man das Augenmerk mehr auf mittel- und langfristige Projekte gelegt hat. Das mag sich später einmal auszahlen, ist aber nicht sicher. Für den Moment hat der Solarbereich das Zahlenwerk mit 1 Mio. Euro EBITDA-Verlust in 2010 belastet.**

**Zur Verbreiterung der Wertschöpfungskette und zur Produktion von solarthermische Anlagen wurde im September ein JV in China eingegangen. Die Produktion soll im zweiten Quartal 2011 beginnen.**

Leider müssen wir konstatieren, dass das vierte Quartal 2010 unter Umsatzgesichtspunkten und vor allem in Anbetracht des operativen Ergebnisses enttäuschend verlief und weder an die Quartale zuvor noch an die Erwartungen des Managements noch unsere eigene Schätzung anknüpfen konnte.

Nach einem Umsatz von jeweils 21 Mio. Euro in den ersten beiden Quartalen 2010 war das dritte Quartal etwas schwächer mit 20,6 Mio. Euro Umsatz, brachte aber immerhin noch mit 1,7 Mio. Euro einen nennenswerten operativen Gewinn vor Steuern (EBITDA), auch wenn dieser bereits deutlich unter dem Niveau der ersten beiden Quartale lag. Hier spielte auch eine Rolle, dass bei der 100% Breitband-Tochter LambdaNet AG eine Abfindung für einen ehemaligen Vorstand gezahlt werden musste, die mit rund 0,3 Mio. Euro negativ zu Buche schlug.

Schaut man auf das vierte Quartal, so fiel der Umsatz mit knapp 19,9 Mio. Euro erstmalig unter die 20 Mio.-Marke, weil das Segment Telefonie erwartungsgemäss weiter stark rückläufig war (-5% Umsatz im Vergleich zu 3Q 2010 und sogar -15% im Vergleich zu 4Q 2009), ohne dass das Segment Erneuerbare Energie oder das Segment Services dies aufgefangen hätte. Das Segment Services erwirtschaftete zwar einen Umsatz von knapp 3,4 Mio. Euro, der aber fast ausschliesslich konzernintern erbracht wurde. Im Segment Erneuerbare Energien blieb man weit hinter der eigenen Zielsetzung zu Jahresbeginn 2010 zurück. Die 3U Holding hat sich für eine wesentlich breitere Wertschöpfungskette entschieden, damit aber auch in Kauf genommen, dass der Konzernumbau langsamer voranschreitet als ursprünglich geplant und dem Kapitalmarkt zu Jahresbeginn 2010 kommuniziert. Statt 5 Mio. bis 7 Mio. Euro Umsatz wie ursprünglich geplant, schaffte der Solarbereich nur einen Umsatzbeitrag von 2,7 Mio. Euro. Im vierten Quartal gelang ein Sprung im Umsatz dieses Bereichs auf 1,2 Mio. Euro, allerdings steuerte das vierte Quartal im Solarbereich auch einen EBITDA-Verlust von 0,56 Mio. Euro für die Gruppe bei, fast dreimal so hoch wie die Verluste im zweiten und dritten Quartal (je -0,2 Mio. Euro).

Gerade weil das Telefonie-Geschäft rapide bröckelt, sollte der Vorstand ein besonderes Augenmerk darauf haben, den Bereich der Erneuerbaren Energien zumindest auf mittlere Sicht profitabel zu bekommen, anstatt nur auf eine breite Wertschöpfungskette zu achten und dabei das operative Minus tendenziell erst einmal noch mehr auszuweiten. Sicher ist mit der Produktion von Vacuum-Solar-Röhren in China (ein Joint Venture der EuroSun Vacuum-Solar Systems GmbH wurde im September 2010 bekannt gegeben) unter Umständen mehr Geld zu verdienen als mit dem blossen Handel von Solarmodulen, aber es steigen auch die finanziellen und operativen Risiken für den Konzern. Der Produktionsbeginn im neuen Werk in China ist für den Beginn des zweiten Quartals 2011 geplant und wird wahrscheinlich erst einmal einige Anlaufkosten mit sich bringen. Daneben steht die Genehmigung des JV-Vertrags durch die chinesischen Behörden derzeit noch aus.

**Fertigstellung des Solar-Energie-Kraftwerks zum zweiten Mal verschoben – nun auf Mai / Juni 2011.**

**Es ergibt sich eine Verspätung von einem dreiviertel Jahr, was es sicher nicht leichter macht, mit dem SEKW in 2011 noch nennenswerte Umsätze zu schreiben.**

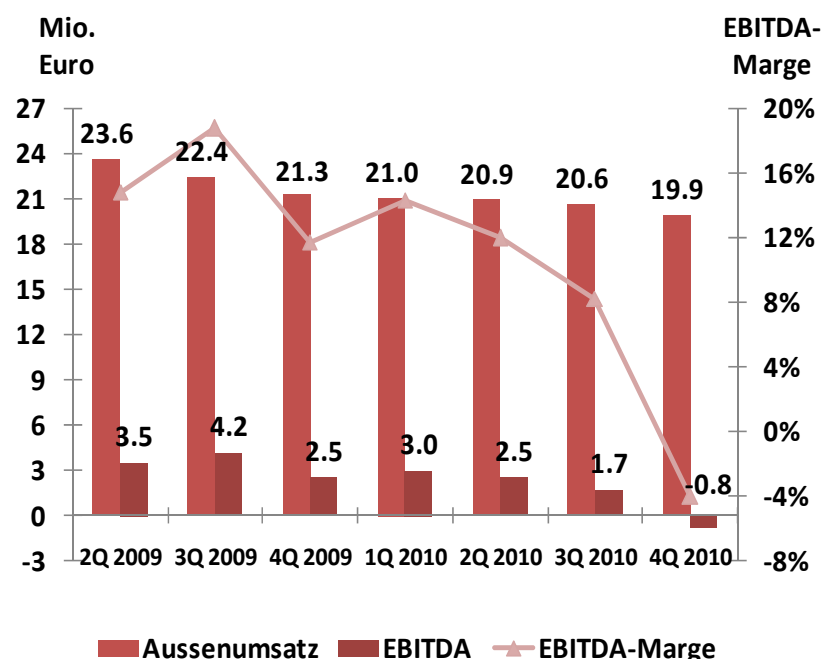
Ein anderes Beispiel für den langsamer voranschreitenden Konzernumbau und die Änderung ursprünglicher Pläne ist das Solar-Energie-Kraftwerk (SEKW) an der neuen Konzern-Zentrale in Marburg. Die Fertigstellung war ursprünglich für den Herbst 2010 geplant und wurde laut Neunmonatsbericht 2010 auf das Ende des ersten Quartals 2011 verschoben, um eine laut 3U „erlebbarere Entwicklungsplattform zu verwirklichen, anstatt nur einen funktionalen Bau zu errichten.“

In dem in der letzten Woche veröffentlichten Geschäftsbericht ist nun die Inbetriebnahme des SEKW für Mai/ Juni 2011 angekündigt worden, was wiederum eine Verschiebung des ursprünglich kommunizierten Termins bedeutet. Insgesamt ergibt sich so eine Verspätung von einem dreiviertel Jahr, was auch bedeutet, dass es nicht leichter wird, mit dem Solar-Energie-Kraftwerk noch nennenswerte Umsätze in 2011 zu erwirtschaften, weil das erste Halbjahr praktisch völlig fehlt.

Die Gesellschaft schreibt in Ihrem Geschäftsbericht: „Dann steht uns ein Referenzobjekt zur Verfügung, mit dem es uns wesentlich leichter fallen sollte, potenzielle Kunden von unserer Leistungsfähigkeit auch in diesem Bereich zu überzeugen.“

Das bleibt zu hoffen, ist aber bisher noch nicht bewiesen und was das laufende Geschäftsjahr 2011 betrifft, so stehen praktisch nur noch zwei statt ursprünglich vier Quartale zur Verfügung, um einen nennenswerten Umsatz einzubuchen. Zu bedenken ist auch, dass praktisch erst ab Sommer für Präsentationen des neuen Solar-Energie-Kraftwerks eingeladen werden kann und das sind leider auch die oft schwierigen Ferienmonate.

**Konzernumsatz rückläufig in 4Q, weil noch immer kein Support von neuen Geschäftsbereichen und EBITDA rutscht ins Minus**



Quelle: Geschäftsbericht und Quartalsberichte des Unternehmens

**LambdaNet konnte den Umsatz nach +4% in 2009 noch einmal um knapp 2% auf 36,8 Mio. Euro steigern, was im Rahmen unserer Erwartungen lag.**

**Wir hatten ein EBITDA-Gewinn von 8 bis 9 Mio. Euro erwartet und wurden hier mit 9,7 Mio. Euro positiv überrascht.**

**Das Segment Breitband/ IP hat damit die Telefonie als wichtigste Erlösquelle des 3U-Konzerns abgelöst.**

**Für 2011 erwartet die 3U im Bereich Breitband/ IP „ein moderates Umsatzwachstum bei stabilen Ergebnissen.“**

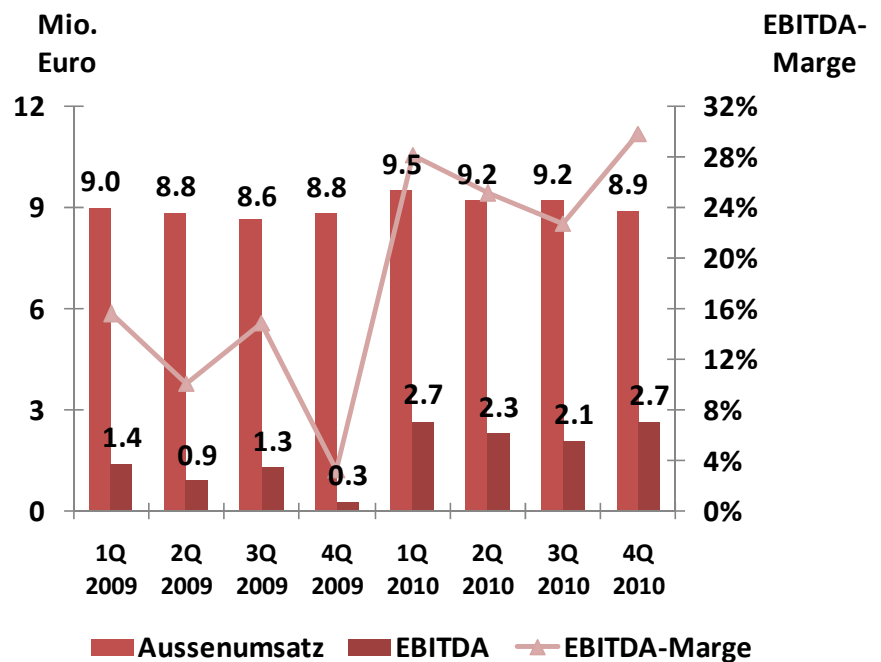
## Gutes Geschäftsjahr bei LambdaNet – zurück auf der Erfolgsspur

Der Lichtblick im Zahlenwerk der 3U Holding AG war sicherlich die in Hannover ansässige LambdaNet Communications Deutschland AG und deren Tochtergesellschaften. Die LambdaNet gehört zu 100% zum 3U-Konzern und hat im Jahre 2009 einen umfassenden Restrukturierungsprozess verbunden mit einem signifikanten Stellenabbau durchlaufen, um vor allem unter Profitabilitäts Gesichtspunkten wieder wettbewerbsfähig zu werden.

Dies ist offensichtlich sehr gut gelungen. Das Unternehmen erwirtschaftet regelmässig einen Quartalsumsatz von 9 Mio. Euro oder sogar darüber und leistet einen Beitrag zum operativen Ergebnis der Gruppe von etwa 2,5 Mio. Euro pro Quartal. Insgesamt konnte die 3U Holding AG im Bereich Breitband/ IP - Segment ein ordentlichen EBITDA-Gewinn von 9,7 Mio. Euro in 2010 realisieren und hat damit ihr Ziel, das EBITDA-Ergebnis aus 2009 von nur 3,4 Mio. Euro mehr als zu verdoppeln, übererfüllt.

Interessant ist auch die Feststellung, dass die LambdaNet damit die Telefonie-Sparte wohl als Cash-Cow des Konzerns abgelöst hat, denn dort wurde nur ein EBITDA-Ergebnis von 6,4 Mio. Euro eingefahren. Auch wenn dieses Ergebnis der Telefonie-Sparte von Sondereffekten belastet war, können wir uns nicht vorstellen, dass die Telefonie-Sparte bei bröckelndem Umsatz nochmal auf Jahressicht die LambdaNet überholt.

### Stabile Umsatz- und Ergebnisbeiträge von der LambdaNet bei recht guten operativen Margen zwischen 22% und 30%



Quelle: Geschäftsbericht und Quartalsberichte des Unternehmens

**Zur Berechnung des Fair Value werden nur die beiden etablierten Geschäftsbereiche Telefonie und Breitband/ IP einbezogen, die die Gewinne im Konzern erwirtschaften.**

**Der Geschäftsbereich Services hat sehr viel Know-How aufgebaut, arbeitet aber derzeit noch fast ausschließlich in internen Projekten.**

**Sowohl bei der EuroSun als auch bei der 3U SOLAR wurden sehr viele Projekte in 2010 angestoßen und auch schon einige größere Verträge ausgehandelt. Allerdings müssen wir abwarten, bis diese Anstrengungen Früchte in der Gewinnrechnung des Konzerns tragen.**

## **Sum-of-the-Parts Bewertung stützt ein höheres € 1,10 Kursziel**

Nach wie vor lassen wir bei der Berechnung des Fair Value beide neuen Konzernbereiche unberücksichtigt, da hier erst im kommenden Geschäftsjahr 2012 mit ersten nennenswerten Ergebnisbeiträgen zu rechnen ist.

Im Bereich Services sind nun auch die im 1. Quartal 2010 gegründeten Gesellschaften RISIMA Consulting GmbH und 3U DYNAMICS GmbH zu nennen, die im Bereich Geschäftsprozess- und Risikomanagement, IT-Strategie sowie Vertriebs- und Vermarktungsdienstleistungen tätig sind. Diese beiden Gesellschaften sowie die ebenfalls zum Segment gehörende SEGAL Systems GmbH sollen ihre Produkte zwar zukünftig verstärkt auch Dritten anbieten, arbeiten aber bisher fast ausschliesslich für interne Projekte innerhalb der 3U-Gruppe. Der 3U-Vorstand geht davon aus, dass in 2011 und 2012 dieser Geschäftsbereich auch weiterhin mehrheitlich interne Umsätze schreiben wird. Dementsprechend lassen wir ihn bei der Unternehmensbewertung aussen vor.

Der Bereich Erneuerbare Energien wird in 2011 sicher einen erheblichen Umsatzschub verzeichnen, auch wenn 2010 von der Papierform leider sehr enttäuschend verlief. Gerade mit der Übernahme von rund 75% an der EuroSun Vacuum-Solar-Systems GmbH im März 2010 könnte ein wichtiger Schritt in der Produktion von solarthermischen Produkten gelungen sein. Wir sind gespannt, wie das vereinbarte Joint Venture zur Produktion von Teilen in China anläuft und welche Ergebnisbeiträge sich daraus entwickeln. Ebenso gespannt sind wir auf die Entwicklung der 3U SOLAR Systemhandel AG, die in 2009 neu gegründet wurde und an der die 3U 75% der Anteile hält. Den Rest hält der Geschäftsführer Michael Riehl, ein erfahrener Branchenexperte. Hierbei handelt es sich um ein Handelsunternehmen, das sich auf solare Systemtechnik (Photovoltaik, thermische Solaranlagen zur solaren Wärmeerzeugung, Regelung, Wärmespeicherung sowie Wärmeverteilung) spezialisiert hat und Produkte an Firmenkunden wie Handwerksbetriebe und kleine Händler vertreibt. Das Spektrum dabei geht vom Einfamilienhaus bis zur solaren Großanlage.

Wir gingen schon in 2010 von einem Umsatz von rund 5 Mio. Euro bei der 3U SOLAR Systemhandel aus (am Ende nur 1,5 Mio. Euro), denken aber, dass nun im laufenden Geschäftsjahr 2011 ein sehr viel größerer Umsatz von über 30 Mio. Euro im Bereich Erneuerbare Energien wahrscheinlich ist. Der Grund ist, dass die 3U SOLAR Systemhandel am 21. März einen Großauftrag verkünden konnte. Die Firma schloss eine Liefervereinbarung mit einem kanadischen Anbieter (Canadian Solar Inc.) über die Lieferung von PV-Modulen in Höhe von bis zu 30 Mio. Euro zu günstigen Konditionen ab und konnte auf der anderen Seite ein Berliner Unternehmen als Abnehmer für bis zu 18,5 Mio. Euro Auftragsvolumen finden. Insgesamt hat die 3U Holding AG nunmehr ihre 2011er Umsatzerwartung für den Bereich Erneuerbare Energien-Bereich von 10 Mio. auf 30 Mio. Euro hochgeschraubt. Entscheidend ist natürlich der Gewinn, der am Ende des Jahres in diesem Geschäftsfeld verbleibt. Die 3U Holding AG geht selbst nur von einem leicht positiven Ergebnis aus und spricht davon, dass sich dieses Geschäftsfeld weiter in der Aufbauphase befindet. Daher wollen wir den Geschäftsbereich Erneuerbare Energien ebenso wie den



Bei der Bewertung legen wir ein nach unserer Ansicht nachhaltig erreichbares EBITDA-Ergebnis und relativ niedrige Bandbreiten für den Multiplikator zugrunde.

Die liquiden Mittel haben wir bereinigt um ein Bank-Darlehen für die neue Firmen-Zentrale und um den Kauf einer weiteren Liegenschaft in Marburg sowie um die Dividendenausschüttung.

Den Fair Value je Aktie sehen wir in einer Bandbreite von 1,17 Euro bis 1,43 Euro.

Bringt man die Aktien im eigenen Bestand in Abzug, so ergibt sich gar eine noch höhere Bandbreite von 1,30 bis 1,60 Euro für den Fair Value je Aktie.

Bereich Services nicht in unsere Bewertung einfließen lassen und hoffen, dass sich daraus am Ende keine Ergebnisbelastung für den Konzern in 2011 ergibt, wie es mit -1,0 Mio. Euro EBITDA in 2010 geschehen ist.

Wir haben die 3U Holding AG mit einer Sum-of-The-Parts Methode auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren bewertet, bei der wir die LambdaNet aufgrund des überzeugenden Ergebnisses mit einem etwas höheren nachhaltigen jährlichen EBITDA von 9,0 Mio. Euro angesetzt haben, das etwas höher liegt als bisher (8,0 Mio. Euro), aber noch immer unter dem in 2010 erreichten Ergebnis von 9,7 Mio. Euro. Den Telefonie-Bereich haben wir nach dem enttäuschenden Abschneiden in 2011 nur noch mit einem nachhaltigen jährlichen EBITDA von 4,0 Mio. Euro angesetzt, also praktisch auf aktuellem Niveau. Auch wenn das 2010er Ergebnis dieser Sparte durch Sondereffekte nach unten gezogen wurde, darf nicht vergessen werden, dass die Umsätze immer noch recht deutlich nachgeben, was die Generierung auskömmlicher Gewinne in der Zukunft erschwert.

Die liquiden Mittel gingen –nicht zuletzt aufgrund der Investitionen in die neuen Geschäftsbereiche und für das letztjährige Aktienrückkaufprogramm– von 33,3 Mio. auf nun 29,1 Mio. Euro zum 31.12.2010 zurück. Wir setzen allerdings nur 25,7 Mio. Euro als Netto-Cash-Bestand in unserer Berechnung an, da für die neue Marburger Konzernzentrale ein Bank-Darlehen von 1,6 Mio. Euro in den Büchern steht und zum 1.1.2011 eine weitere Liegenschaft in der Nachbarschaft der bestehenden Firmenzentrale für 1,0 Mio. Euro erworben wurde. Desweiteren fallen noch rund 0,8 Mio. Euro für Dividendenzahlungen an, da der Vorstand beschlossen hat, nach Zustimmung durch die Hauptversammlung am 26. Mai 2 Cent je Stückaktie an seine Aktionäre auszuschütten. Insgesamt ergibt sich nach unseren Berechnungen ein fairer Unternehmenswert der 3U Holding AG zum aktuellen Zeitpunkt von rund 51 Mio. Euro bis 62 Mio. Euro oder rund 1,17 Euro bis 1,43 Euro je Aktie. Zu bedenken ist auch der Umstand, dass das Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte 2010 und im Januar 2011 über ein Aktienrückkaufprogramm eine erhebliche Anzahl eigener Aktien am Markt erworben hat und aktuell etwas mehr als 4,35 Mio. Aktien im eigenen Bestand hält, was knapp 10% des Grundkapitals entspricht. Wir könnten uns gut vorstellen, dass der Vorstand –wie schon in 2010– aufgrund des niedrigen Kursniveaus eine Einziehung beim Handelsregister beantragt, so dass die Aktienanzahl dann auf rund 39,2 Mio. Aktien sinken würde. In diesem Falle läge der Fair Value je Aktie sogar noch etwas höher in einer Bandbreite von 1,30 Euro bis 1,60 Euro.

#### Bewertung 3U Holding AG (Konzern)

Segment	sustainable EBITDA (‘11-‘13) [Mio.]		Fair Value Range [Mio. Euro]	
	Euro]	Multiple		
Festnetz	4,0	2,5 - 3,0	10,0 -	12,0
LambdaNet	9,0	4,0 - 4,5	36,0 -	40,5
Konzern Overhead	-4,0	4,0 - 4,5	-18,0 -	-16,0
<b>Total</b>			<b>28,0 -</b>	<b>36,5</b>
Netto-Cash	25,7	0,9 - 1,0	23,1 -	25,7
		<b>Fair Value 3U Holding AG</b>	<b>51,1 -</b>	<b>62,2</b>
		<b>je 3U-Aktie (43,6 Mio. Aktien)</b>	<b>1,17 € -</b>	<b>1,43 €</b>

Quelle: SRC Research

**Das Management hat im Geschäftsbericht eine konkrete Guidance für die Jahre 2011 und 2012 gegeben, was wir als positiv einstufen, auch wenn die Prognosequalität aus dem vorherigen Geschäftsbericht 2009 nicht besonders hoch war.**

**Die prognostizierten Zahlen erscheinen uns realistisch, daher liegen unsere Schätzungen in den vom Vorstand der Gesellschaft anvisierten Bandbreiten**

**Wir behalten nach den gemischten Jahresergebnissen 2010 unsere Kaufempfehlung mit dem Rating Buy. Das Kursziel setzen wir auf 1,10 Euro herauf und tragen damit vor allem dem guten operativen Ergebnis der wichtigen Konzerntochter LambdaNet Rechnung.**

## **Die Unternehmensguidance für 2011 erscheint realistisch, Kaufempfehlung bestätigt und Kursziel auf 1,10 Euro erhöht**

Die Gesellschaft gab für 2011 einen Ausblick von 100 Mio. Euro bis 110 Mio. Euro für den Umsatz, einen operativen Gewinn auf EBITDA-Basis von 12 bis 14 Mio. Euro und einen Nettogewinn von 4,0 bis 5,5 Mio. Euro.

Für 2012 rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 105 und 120 Mio. Euro, einem EBITDA von 13 bis 15 Mio. Euro und einem Nettogewinn von 4,5 bis 6,0 Mio. Euro.

Positiv anzumerken ist, dass der Vorstand sowohl für das laufende Geschäftsjahr als auch schon für 2012 einen detaillierten Ausblick gegeben hat, auch wenn die Prognosequalität gemessen an den Aussagen im Geschäftsbericht 2009 nicht sehr hoch war. Dort wurden für 2010 85 Mio. Euro Umsatz und 13 Mio. Euro EBITDA angenommen. Gerade beim EBITDA war man weit von der Prognose entfernt, wie wir bereits ausführlich dargelegt haben. Allerdings war der 2010er Nettogewinn mit 5,8 Mio. Euro auch fast doppelt so hoch wie mit 3 Mio. Euro angenommen.

In unseren auf der folgenden Seite ersichtlichen Schätzungen zur Gewinnrechnung für die Jahre 2011, 2012 und 2013 kommen wir nahe an die Erwartungen des Vorstands heran und liegen in den oben angegebenen Bandbreiten.

**Insgesamt stufen wir die Aktie nach dem gemischten Ergebnissen für 2010 aufgrund des Upside-Potentials aus dem Bewertungsmodell, das sich vor allem aus den guten Resultaten der LambdaNet ergibt, weiter mit dem Rating Buy ein und erhöhen unser Kursziel von 1,00 Euro auf 1,10 Euro. Der aktuelle Buchwert je Aktie liegt bei rund 92 Cent und stützt unsere Kaufempfehlung. Er läge sogar bei 1,02 Euro, wenn man bereits die gehaltenen Aktien im eigenen Bestand noch in Abzug bringt. Der Beschluss zur Ausschüttung einer Dividende mag ebenfalls dazu beitragen, neue Investoren anzulocken, auch wenn die sich ergebende Dividendenrendite von 2,6% nicht über dem aktuellen Durchschnitt am deutschen Aktienmarkt liegt.**

**Allerdings werden wir trotz der Bestätigung der Buy-Empfehlung sehr genau die zukünftigen Investitionen und das Erreichen der Profitabilität in den neuen Geschäftsfeldern, insbesondere im Bereich Erneuerbare Energien, beobachten. Eine langandauernde und signifikante Belastung der Konzernergebnisse durch viele weitere Investitionen in den neuen Geschäftsfeldern erhöht das unternehmerische Risiko für den Konzern.**

<b>3U Holding AG</b> 31/12 IFRS (Tsd. Euro)	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>CAGR '10e - '13e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	107,459	92,079	82,403	104,569	109,797	115,287	11.8%
Andere Erträge	2,296	5,852	5,112	4,000	4,000	4,000	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>109,755</b>	<b>97,931</b>	<b>87,515</b>	<b>108,569</b>	<b>113,797</b>	<b>119,287</b>	<b>10.9%</b>
Materialaufwand	-75,055	-59,336	-54,254	-67,970	-69,172	-70,325	
<b>Rohertrag</b>	<b>34,700</b>	<b>38,595</b>	<b>33,261</b>	<b>40,599</b>	<b>44,625</b>	<b>48,962</b>	<b>13.8%</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	31.6%	41.9%	40.4%	38.8%	40.6%	42.5%	
Personalaufwand	-11,521	-12,900	-11,942	-13,245	-14,493	-15,218	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,626	-12,455	-14,900	-15,144	-16,360	-16,717	
<b>Operatives Ergebnis (EBITDA)</b>	<b>9,553</b>	<b>13,240</b>	<b>6,419</b>	<b>12,210</b>	<b>13,772</b>	<b>17,027</b>	<b>38.4%</b>
<i>EBITDA-marge</i>	8.9%	14.4%	7.8%	11.7%	12.5%	14.8%	
Abschreibungen	-12,127	-9,206	-8,021	-6,300	-6,400	-6,500	
<b>Operatives Ergebnis (EBIT)</b>	<b>-2,574</b>	<b>4,034</b>	<b>-1,602</b>	<b>5,910</b>	<b>7,372</b>	<b>10,528</b>	<b>n.v.</b>
<i>EBIT Marge</i>	neg.	4.4%	-1.9%	5.7%	6.7%	9.1%	
Finanzergebnis	-1,290	-1,013	-87	-250	-180	-150	
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>-3,864</b>	<b>3,021</b>	<b>-1,689</b>	<b>5,660</b>	<b>7,192</b>	<b>10,378</b>	<b>n.v.</b>
<i>EBT-marge</i>	-3.6%	3.3%	-2.0%	5.4%	6.6%	9.0%	
Steuern	-117	-2,983	7,198	-850	-1,079	-1,764	
<i>Steuerquote</i>	n.s.	98.7%	pos.	12.0%	15.0%	17.0%	
Nettoergebnis vor Minderheiten	-3,205	38	5,509	4,810	6,113	8,614	
Minderheitsgesellschafter	0	1	322	-100	-350	-550	
<b>Nettogewinn nach Minderheiten</b>	<b>-3,205</b>	<b>37</b>	<b>5,831</b>	<b>4,710</b>	<b>5,763</b>	<b>8,064</b>	<b>11.4%</b>
<i>Umsatzrendite</i>	-3.0%	0.0%	7.1%	4.5%	5.2%	7.0%	
Anzahl der Aktien am Jahresende (in Tsd.)	46,842	46,842	43,598	39,238	39,238	39,238	
<b>Gewinn je Aktie EpS (Euro)</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.00</b>	<b>0.15</b>	<b>0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>0.21</b>	<b>12.0%</b>
<b>Dividende je Aktie DpS (Euro)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>	<b>0.06</b>	
<b>Buchwert je Aktie BVpS (Euro)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.80</b>	<b>0.92</b>	<b>1.12</b>	<b>1.22</b>	<b>1.37</b>	
<b>Eigenkapital</b> nach Minderheiten und Ausschüttung	<b>38,590</b>	<b>37,394</b>	<b>40,305</b>	<b>43,838</b>	<b>48,032</b>	<b>53,741</b>	
Eigenkapitalrendite nach Steuern (RoE)	-8.3%	0.1%	15.0%	11.2%	12.5%	15.8%	
<b>Kennzahlen</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	
<b>Wachstumsraten in %</b>							
Umsätze	n.s.	-14.3%	-10.5%	26.9%	5.0%	5.0%	
EBITDA	n.s.	38.6%	-51.5%	90.2%	12.8%	23.6%	
EBIT	n.s.	-256.7%	-139.7%	-468.9%	24.7%	42.8%	
EBT	n.s.	-178.2%	-155.9%	-435.1%	27.1%	44.3%	
Nettogewinn	n.s.	-101.2%	15659.6%	-19.2%	22.4%	39.9%	
<b>Margen in %</b>							
Rohertrag	32.3%	41.9%	40.4%	38.8%	40.6%	42.5%	
EBITDA	8.9%	14.4%	7.8%	11.7%	12.5%	14.8%	
EBIT	-2.4%	4.4%	-1.9%	5.7%	6.7%	9.1%	
EBT	-3.6%	3.3%	-2.0%	5.4%	6.6%	9.0%	
<b>Kostenquoten in %</b>							
Personalkostenquote	10.7%	14.0%	14.5%	12.7%	13.2%	13.2%	
Materialkosten	69.8%	64.4%	65.8%	65.0%	63.0%	61.0%	
Abschreibung/Umsätze	11.3%	10.0%	9.7%	6.0%	5.8%	5.6%	
Steuerquote	n.s.	98.7%	pos.	12.0%	15.0%	17.0%	
<b>Profitabilität in %</b>							
Umsatzrendite	-3.0%	0.0%	7.1%	4.5%	5.2%	7.0%	
Return on Equity (RoE)	-8.3%	0.1%	15.0%	11.2%	12.5%	15.8%	
Gesamtkapitalrentabilität (RoA)							
Return on Investment (Rol)	neg.	0.0%	7.4%	5.7%	6.5%	9.1%	
<b>Bewertung</b>							
KGV (aktueller Kurs)	-11.11	962.16	5.20	6.33	5.17	3.70	
KGV (bez. auf hist. Kurs am Jahresende)	-5.70	949.50	4.45	-	-	-	
Kurs/Buchwert	0.92	0.95	0.82	0.68	0.62	0.55	
Dividendenrendite	0.0%	0.0%	2.6%	3.9%	5.3%	7.9%	
KUV (Marktkapitalisierung/Umsatz)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	
Marktkapitalisierung/EBITDA	3.5	2.5	5.2	2.7	2.4	1.9	
Marktkapitalisierung/EBIT	-12.9	8.2	-20.7	5.6	4.5	3.1	
EV/Sales	neg.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA	neg.	0.2	-3.8	0.2	0.1	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 – 400 313-79

Mail: [andre.huesemann@src-research.de](mailto:andre.huesemann@src-research.de)

Internet: [www.src-research.de](http://www.src-research.de)

### Rating Chronik:

Rating Chronik	Datum	Rating	damaliger Aktienkurs	damaliges Kursziel
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 1. April 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](http://www.src-research.de) abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.