

3W Power Holdings

# Industrietitel mit ordentlichem Nachholpotenzial

2011 wird das Jahr der Entscheidung für 3W Power Holdings, einem führenden Anbieter von Leistungselektronik. Dann muss das Unternehmen den versprochenen Turn-around schaffen. Gelingt dies, wovon wir mit Blick auf das gut gefüllte Auftragsbuch ausgehen, besteht die realistische Chance auf einen steigenden Börsenkurs. Misslingt es hingegen, hat die Aktie die Anleger endgültig enttäuscht.

2010 war ein gutes Jahr für Nebenwerte – abzulesen an der starken Performance von MDAX und SDAX, die deutlich besser abschnitten als die deutschen Standardwerte im DAX. Daher schauen Anleger nun im Jahr 2011 auf Werte, die diese Entwicklung ausgelassen haben. Ein Kandidat, an dem sich die Geister scheiden, ist die zuletzt in NJ 12/10 vorgestellte 3W Power Holdings, deren hundertprozentige und operativ tätige Tochtergesellschaft AEG Power Solutions ein weltweit agierendes Unternehmen in der hochwertigen Leistungselektronik ist. Da ist z. B. die Anleihe von 3W Power zu nennen, die ohne Zweifel das erste Rentenpapier im Jahr 2010 war, das weder vollständig platziert noch mehrfach überzeichnet war – trotz eines Kupons von 9.25 %. Am ersten Handelstag rutschte der Bond sogar bis auf 93 % ab, am 17.02.2011 notierte er bei 95.51 %.

Die Kritik der Anleger an der Platzierung ließ nicht lange auf sich warten. Von einer Schlappe war sogar die Rede. Das ist auf den ersten Blick sicher korrekt, auf den zweiten Blick sieht die Sache jedoch anders aus. Nach unseren Informationen plante das bankschuldenfreie Unternehmen von Anfang an nur mit einem Emissionserlös von € 100 Mio. Dieses Geld sei nötig gewesen, um die ambitionierten Wachstums-

ziele erreichen zu können, heißt es dazu aus dem unternehmensnahen Umfeld.

Dreh- und Angelpunkt einer Investmententscheidung ist daher das Vertrauen, dass CEO Dr. Horst J. Kayser sein Versprechen gegenüber dem Kapitalmarkt einlöst und 2011 mit 3W den Turn-around schafft. Nach dem Eindruck, den wir im Interview (s. S. 10) gewonnen haben, trauen wir das dem ehemaligen Kuka-Chef zu. Allerdings kehrt Vertrauen an der Börse nicht über Nacht zurück, so dass Anleger hier mindestens einen 18- bis 24-monatigen Zeithorizont einkalkulieren müssen.

### Zweistellige EBITDA-Margen im Visier

Für einen längerfristigen Ansatz sprechen auch die Zahlen der ersten neun Monate 2010. Der Umsatz des Spätzyklikers 3W Power Holdings gab um 11 % auf € 70.1 (78.5) Mio. nach. Der Auftragsbestand summierte sich auf € 140.6 (147.3) Mio. Die Auftragseingänge zogen dagegen um 93 % auf € 89.7 (46.4) Mio. an. Die Perspektiven für die kommenden Quartale sehen folglich günstig aus. Das EBITDA verbesserte sich auf Pro-Forma-Basis, gegenüber einem negativen EBITDA von € -4.3 Mio. im Vorquartal in Q3 2010 auf € 0.8 (12.8) Mio. Für die ersten neun Monate 2010 betrug das EBITDA € 0.5 (73.3) Mio. auf Pro-Forma-Basis. Das EBIT stellte sich auf € -32.6 (25.6) Mio. und war vor allem von einmaligen Restrukturierungskosten belastet. Das Nettoergebnis verbesserte sich, dank eines hohen Nettofinanzergebnisses von € 23 (-31.7) Mio., auf € -3.9 (-18.3) Mio. Allerdings sind die Pro-Forma-Zahlen nicht miteinander vergleichbar und besitzen nur eingeschränkte Aussagekraft, da die Übernahme von AEG Power Solutions durch 3W Power erst im Jahr 2009 erfolgte.



3W Power Holdings bietet Standardprodukte und maßgeschneiderte Lösungen für störungsfreie Elektrizität an.

Erst die Zahlen für 2010 und 2011 werden einen echten Vergleich erlauben – und für diesen Zeitraum sieht es günstig aus, da ab 2011 Einmalbelastungen wegfallen und das operative Geschäft zur früheren Profitabilität zurückfinden kann. In der Vergangenheit fuhr AEG EBITDA-Margen zwischen 14 und 19 % ein. Dies möchte das Unternehmen im Jahr 2012 mit 13 bis 15 % wieder erreichen.

### Einmaleffekte verhaseln 2010er Abschluss

Bis dahin ist es allerdings noch ein weiter Weg, denn die 3W Power Holdings hat nach vorläufigen Zahlen im Jahr 2010 mit € -120 Mio. bzw. € -2.39 je Aktie ein tiefrotes Ergebnis eingefahren. Zu berücksichtigen sind jedoch einmalige Kosten des Restrukturierungsprogramms von € 24 Mio. Weitere € 61 Mio. entfallen auf Wertberichtigungen. Eine Belastung von € 20 bis 25 Mio. aus Kaufpreisallokationen, die im Rahmen der Einbringung der AEG Power Solutions in den börsennotierten Mantel 3W Power Holdings entstanden, wird noch eine Weile das Ergebnis drücken. Ähnliche nicht liquiditätswirksame Effekte hatten auch Wacker Neuson und Nemetschek im Rahmen ihrer jeweiligen Firmenkäufe zu verbuchen. Das

**3W Power Holdings S.A., Luxemburg**  
**Telefon:** 0031/204077-800  
**Internet:** www.aegps.com  
**ISIN GGO0B39QCR01,**  
 50.236 Mio. Stückaktien, AK € 50.236 Mio.  
**KGV 2011e neg., KBV 0.56 (9/10)**  
**Börsenwert:** € 203 Mio.  
**Aktionäre:** Ripplewood 30 %,  
 Deutsche Bank 19 %, BLM 16 %,  
 Brock Trust 6 %, Streubesitz 29 %

Kennzahlen	9M 2010	2009
Umsatz	211.1 Mio.	407.3 Mio.
EBIT	-32.6 Mio.	71.4 Mio.
Periodenverlust	-8.1 Mio.	43.8 Mio.
Ergebnis je Aktie	-0.16	0.87
Buchwert je Aktie	7.16	7.21

**Kurs am 17.02.2011:**  
 € 4.04 (Xetra), 8.90 H / 3.50 T



Der Kurs nimmt noch keinen Turn-around vorweg.

**FAZIT:** 2011 ist das Jahr der Entscheidung für 3W Power Holdings. Nachdem 2010 nach vorläufigen Zahlen mit € 306 Mio. Umsatz und einem Jahresfehlbetrag von € -120 Mio. abschloss, dürfte die Talsohle nun durchschritten sein. Für 2011 verspricht 3W Erlöse von € 400 Mio., die zum Großteil durch das gut gefüllte Orderbuch abgesichert sind. Gelingt nun auch eine deutliche Ergebnisverbesserung, von der wir ausgehen, sollte die Aktie vor einer Neubewertung stehen. Ein Indiz, ob die Idee aufgeht, wird spätestens der H1-Bericht zeigen, der im August 2011 zur Veröffentlichung ansteht. Anleger sollten in jedem Fall 18 bis 24 Monate Zeit mitbringen, denn der eigentliche Wachstumsschub ist erst für 2012 zu erwarten. **CS**

Chart: Ariva.de AG; Foto: 3W Power Holdings S.A.

müssen Anleger im Hinterkopf behalten, wenn es um die Bewertung geht. Auch werden jährlich reichlich Zinsen von € 9.25 Mio. für die Anleihe fällig.

#### 2010 als neues Basisjahr

Die versprochenen Erlöse von € 300 Mio. konnte 3W hingegen vorweisen. Immerhin gelang es, im operativen Geschäft in den schwarzen Zahlen zu bleiben. Das bereinigte EBITDA betrug € 10 (85) Mio. Noch positiver sieht es beim Auftragseingang aus, dem Umsatz von morgen. Im vierten Quartal kletterte der Ordereingang gegenüber dem Vorjahresquartal um 172 % auf € 128 Mio. Dies ist der vierte Quartalszuwachs in Folge und eine gute Ausgangsbasis für 2011. Ob der Turn-around gelingt, wird sich nach Q1 2011 – das erste Quartal fällt saisonal eher schwach aus, der Bericht dazu ist für Mitte Mai geplant – spätestens aber nach Q2 zeigen. Das zweite Quartal gilt als starkes Quartal, die Zahlen dazu veröffentlicht 3W Mitte August. Da die Börse so etwas vorweg nimmt, stehen die Chancen auf moderat anziehende Kurse nicht allzu schlecht. Dazu ist die Aktie als eine der ganz wenigen im Jahr 2010 nur gefallen und besitzt entsprechendes Nachholpotenzial. Auch die Charttechnik sieht nicht schlecht aus, der Kurs läuft bei € 4.- seitwärts – normalerweise ein Zeichen für einen bevorstehenden Ausbruch, wir vermuten nach oben.

#### Stark wachsendes Solargeschäft

Als weiteres Wachstumsfeld hat Kayser die Wechselrichter für die Solarindustrie ausgemacht. Das Geschäft wächst schon heute rasant. Im August 2010 konnte ein Großauftrag über 260 MW eingefahren werden. Etwa € 30 Mio. Umsatz plant 3W für 2010 mit diesem Produkt, so dass das Segment Neue Energien im Jahr 2010 auf Gesamterlöse von € 100 Mio. kommen soll. Das Brot- und Buttergeschäft Energieeffizienz, das Branchen wie Öl & Gas, Versorger, Logistik, IT oder auch Telekommunikation schwerpunktmäßig mit Produkten zur störungsfreien Energieversorgung beliefert, soll konstante Erlöse von € 200 Mio. beisteuern. Beide Umsatzprognosen stimmten. Ein Großauftrag von Bombardier konnte 2010 gewonnen werden. Weitere namhafte Kunden in diesem Segment sind das chinesische Telekommunikationsunternehmen Huawei und der Rohstoffkonzern Royal Dutch Shell.

#### Steigende Auftragseingänge seit nunmehr vier Quartalen

In Summe sprechen eine Reihe von Faktoren für 3W, so dass wir uns entschlossen haben, dem Unternehmen eine Titelgeschichte zu widmen. Sollten aber entgegen unseren Erwartungen Q1 2011 und vor allem Q2 2011

ein Flop werden, wird es eng für den Aktienkurs. Mit Blick auf das gut gefüllte Auftragsbuch, dessen Volumen seit nunmehr vier Quartalen in Folge steigt, sowie auf die niedrige Vergleichsbasis aus 2010, ist die Wahrscheinlichkeit dafür jedoch nicht sehr hoch. Wenn die Börse beginnt, dieses Szenario einzupreisen, geht es aufwärts für die Aktie.

Um mehr Investoreninteresse auf sich zu ziehen, notiert 3W Power seit Dezember 2010 nicht mehr nur an der Amsterdamer Börse Euronext, sondern auch im Prime Standard. Da zunächst noch die Satzung in einer ao. HV am 14.12.2010 an das Regelwerk der Frankfurter Wertpapierbörse angepasst werden musste, kam das Listing ein paar Wochen später als ursprünglich gedacht.

#### Großauftrag aus Asien

In Q1 2011 meldete 3W Power Holdings weitere Auftragseingänge. So wurde Ende 2010 ein Vertrag mit dem weltweit führenden Polysilizium- und Wafer-Hersteller GCL-Poly über die Lieferung von Stromversorgungssystemen unterzeichnet. Das Gesamtvolumen des Auftrags beträgt € 36 Mio. Wenige Tage später gab 3W bekannt, Ladestationen mit einem Gesamtvolumen von € 2 Mio. für das Steuerungssystem von Rotor-

blättern an den Windenergietechnik-Hersteller Moog zu liefern.

#### Durchaus Nachholpotenzial vorhanden

Für 2011 peilt 3W Umsätze von € 400 Mio. an, für einen Jahresüberschuss wird es vermutlich noch nicht reichen. Im Jahr 2012 sollen es dann Erlöse von € 500 Mio. sein, die für einen Nettogewinn von € 12.5 bzw. € 0.25 je Aktie reichen sollten. Da in der Vergangenheit EBITDA-Margen bis zu 20 % möglich waren, mutet der aktuelle Börsenwert von € 203 Mio. mit dem zweifachen EBITDA günstig an. Branchenüblich wäre eher eine drei- bis vierfache Bewertung, die einem Börsenwert von € 300 bis 400 Mio. bzw. € 6.- bis 8.- je Aktie entspräche. Wenn wir für 2012 eine EBITDA-Marge am unteren Ende der eigenen Prognose von 13 % unterstellen, betrüge das EBITDA € 65 Mio. und rechtfertigte immer noch einen Börsenwert von € 250 Mio. bzw. € 5.- je Aktie. Vorausgesetzt, dass 3W diese Kennziffern erreicht, scheint uns das Abwärtsrisiko überschaubar, die Chance auf Kurse zwischen € 5.- und 8.- dagegen um ein Vielfaches größer zu sein, wenn die bisherigen Großaktionäre weiterhin an Bord bleiben.

Carsten Stern

Anzeige

## Klar, Sie könnten ohne Kupfer leben

Dann sähe das Börsenleben allerdings etwas anders aus. Allein von unserer Aktie werden **300.000 Stk.** täglich auf dem internationalen Parkett gehandelt: Ohne Kupfer kein elektronischer Börsenhandel.



www.aurubis.com

**Aurubis**  
Our Copper for your Life



## 3W Power Holdings

## „2011 wird das Jahr der Wahrheit“

Den Grundstein für nachhaltiges Wachstum legte der Technologiekonzern 3W Power Holdings im Jahr 2010, wie der Vorstandsvorsitzende Dr. Horst J. Kayser im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal erläuterte. Die versprochenen € 400 Mio. Umsatz für 2011 sind durch ein gut gefülltes Auftragsbuch untermauert. Wenn die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen greifen, wovon wir ausgehen, steht einem erfolgreichen Turn-around wenig im Weg.

**NJ:** Herr Kayser, beim Blick auf Ihre vorläufigen Geschäftszahlen 2010 – Umsatzeinbruch, tiefrotes Ergebnis – dürfte es manchem Anleger einen Frostschauder über den Rücken jagen. Wie wollen Sie die Börsianer beruhigen?

**H. Kayser:** Wir haben im Jahr 2010 unsere Hausaufgaben erledigt. Im Übrigen haben wir den Markt frühzeitig darauf hingewiesen, dass unser Umsatz sich um die € 300 Mio. bewegen und unser Ergebnis rot ausfallen werde. Das war insofern keine Überraschung. Beim Umsatz lagen wir sogar mit € 306 Mio. leicht über unserer Prognose. 2011 wird das Jahr, in dem wir die beschlossenen Maßnahmen zur Effizienzverbesserung umsetzen müssen, um 2012 dann die versprochenen € 500 Mio. Umsatz mit einer EBITDA-Marge von 12 bis 15 % einfahren zu können.

**NJ:** Sie geben im Februar 2011 schon eine Prognose für 2012. Andere Unternehmen wagen sich noch nicht einmal mit verbindlichen Aussagen zu 2011 aus der Deckung. Warum eignet sich Ihr Geschäftsmodell für solche exakte Prognosen?

**H. Kayser:** Unser Brot- und Buttergeschäft ist die unterbrechungsfreie Stromversorgung. Der Umsatz lag auch mitten in der Finanzkrise relativ stabil um die Marke € 200 Mio. Hier ist hauptsächlich die fehlende Profitabilität das Problem. Für die Restrukturierung, u. a. unserer Werke in Frankreich oder Malaysia, haben wir im 2010er Abschluss entsprechende Rückstellungen gebildet. Wir erwarten, dass im eingeschwungenen Zustand ab 2012 EBITDA-Margen von 8 bis 10 % möglich sind.

**NJ:** Sie versprechen 12 bis 15 % im Konzern. Das heißt, Ihre Sparte Erneuerbare Energien muss rein rechnerisch mindestens 20 % EBITDA-Marge abwerfen. Das scheint nicht gerade tiefgestapelt.

**H. Kayser:** Vergessen Sie bitte nicht, wir reden zum einen über das Jahr 2012. Ein Großteil der Investitionen in Forschung und Entwicklung ist

dann geleistet. Viele der Restrukturierungsmaßnahmen setzen wir 2011 um, so dass sich die Verbesserungen nur anteilig in diesem Jahr bemerkbar machen werden. Den vollen Effekt werden Sie erst ab 2012 sehen. Zum anderen wächst unser Geschäft mit Wechselrichtern, u. a. auf Basis fester Rahmenverträge, aktuell sehr schnell. Mittelfristig sehen wir das Marktwachstum wieder bei mehr als 20 % p. a. Da ist folglich noch genügend Platz für einen weiteren Anbieter wie uns. 2009 haben wir mit dem Geschäft begonnen und € 2 Mio. umgesetzt, 2010 waren es bereits € 40 Mio. Was wir produziert haben, haben wir auch verkauft. 2011 planen wir € 100 Mio. Erlöse ein.

**NJ:** Dennoch muss es allein durch den Wegfall der Rückstellungen von € 80 Mio. aus 2010 einen Gewinnsprung im Jahr 2011 geben, wenn Ihre Maßnahmen wie gewünscht greifen. Das heißt, plakativ gesprochen, 2011 ist das Jahr der Wahrheit für die 3W Power Holdings?

**H. Kayser:** Ja, so können Sie das sehen. Rein operativ lagen wir 2010 mit € 306 Mio. Umsatz bei einem EBITDA von € 10 Mio. Wenn wir 2011 Erlöse von € 400 Mio. bei gleichzeitiger Margenverbesserung anstreben und von 2011 auf 2012 eine eher lineare Entwicklung bei Umsatz und EBITDA unterstellen, muss und wird sich im Verlauf des Jahres 2011 zeigen, dass wir den Turn-around schaffen. Steigende Ordereingänge seit nunmehr vier Quartalen in Folge stimmen mich äußerst zuversichtlich.

**NJ:** Ab wann wird sich die von Ihnen skizzierte Entwicklung erstmals in den Zahlen ablesen lassen?

**H. Kayser:** Q1 ist bei uns traditionell auch in guten Geschäftsjahren ein schwächeres Quartal. Q2 und Q3 sind meist richtig gut. Dazu kommt noch, dass die Rückstellungen, die 2010 unser Ergebnis belastet haben, in H1 2011 umgesetzt und ab H2 2011 wohl ihre volle Wirkung entfalten werden. Expecten Sie somit keine Wunder von Q1.

**NJ:** Aber ein Trend wird doch auch schon in Q1 zu erkennen sein?

**H. Kayser (lächelt):** Mehr als ein Trend wird es aber nicht sein.

**NJ:** Hängt das mit dem spätzyklischen Charakter Ihres Geschäfts zusammen?

**H. Kayser:** Bis aus Auftragsengängen Umsätze werden, vergehen im Konzerndurchschnitt etwa sechs Monate. In einzelnen Geschäftsfel-



*Der 3W-Firmenchef Dr. Horst Kayser strebt einen ausgewogenen Umsatzmix an, um konjunkturelle Schwankungen besser abzufedern.*

dern mit hohem Projektanteil können es auch zwölf und mehr Monate sein. Das heißt, wir fangen langsam an, von unseren guten Auftragsengängen im Jahr 2010 im Volumen von € 370 Mio. zu profitieren. Das wird sich in Q1 schon zeigen. Beim Ergebnis warne ich vor allzu überzogenen Hoffnungen.

**NJ:** Dann haben Sie ja praktisch mit dem im Dezember 2010 gemeldeten Großauftrag über € 36 Mio. aus Asien die prognostizierten € 400 Mio. Umsatz für 2011 als Aufträge vorliegen?

**H. Kayser:** Als gut abgesicherte Planung, nicht formal als Auftragsbestand. € 200 Mio. kommen aus unserem angestammten industriellen Basisgeschäft, weitere € 200 Mio. aus dem Geschäft mit Erneuerbaren Energien, so dass wir auf einen ausgewogenen Umsatzmix bauen können. Und da wir in manchen Segmenten auch den Vorlauf an ausstehenden Angeboten hochrechnen können, sind auch die € 500 Mio. Umsatz für 2012 herzuleiten.

**NJ:** Im Sommer 2010 haben Sie ein neues Verfahren zur Herstellung von Polysiliziumstäben entwickelt, gibt es dort schon erste Kunden?

**H. Kayser:** Wir haben erste Thyrobox PI-Anlagen zum Test an Kunden ausgeliefert, schnelle Vertriebsfolge erwarten wir jedoch nicht, denn dieses Verfahren erfordert eine Prozessumstellung, was mit Investitionen verbunden ist. Da ist nur allzu normal, dass die Anlage einem ausführlichen Test unterzogen wird und nur dann bestellt wird, wenn sich die dafür nötigen Investitionen auch rechnen. Dass sich das rechnen wird, da sind wir sicher. Somit kalkulieren wir die ersten Bestellungen nicht vor H2 2011 ein. Erste Umsätze wird es dann ab 2012 geben.

Das Gespräch führte Carsten Stern.