

Akt. Kurs (15.08.2019, 17:36, Xetra): 1,36 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Mon.: **1,75 (---) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaften
Land: Deutschland
ISIN: DE0005167902
Reuters: UUUG.DE
Bloomberg: UUU:GR

Kurzportrait

Die 1997 gegründete und seit 1999 börsennotierte 3U HOLDING AG erwirbt, betreibt und veräußert als Management- und Beteiligungsgesellschaft Unternehmen in den drei Segmenten Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK), Erneuerbare Energien (EE) sowie Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK). Dabei ist die Gruppe mit Konzernsitz in Marburg mit rund 200 Mitarbeitern vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	1,55 €	0,88 €
Aktueller Kurs:	1,36 €	
Aktienzahl ges.:	35.314.016	
Streubesitz:	63,7%	
Marktkapitalis.:	48,0 Mio. €	

Anlagekriterien

Breite Aufstellung mit zukunftssträchtigen Geschäftsmodellen

Nach einem langjährigen tiefgreifenden Transformationsprozess ist der ursprünglich aus der Telekommunikationsbranche stammende 3U-Konzern heute mit seinen drei Segmenten vor allem im Bereich der drei Megatrends Cloud-Computing, Erneuerbare Energien und Onlinehandel aktiv. Dabei werden auf Ebene der Holding neben Beteiligungen auch Immobilien an- und verkauft.



Im Segment ITK wird von der Tochtergesellschaft weclapp die gleichnamige cloudbasierte ERP-Plattform für kleine und mittelständische Unternehmen auf Basis eines Software-as-a-Service (SaaS)-Modells angeboten. Zudem sind hier die Aktivitäten in den Bereichen Telekommunikation und Rechenzentrumsdienstleistungen gebündelt. Darüber hinaus wird auch ein Lizenzhandel mit Softwarelösungen für Dokumentensicherheit und -integrität betrieben.

Kennzahlen

	2017	2018	2019e	2020e
Umsatz	46,9	48,0	52,9	59,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	3,0	2,7	5,8	4,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,1	1,9	4,0	2,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,03	0,06	0,12	0,08
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,02	0,03	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	42,3	23,3	11,2	18,1
Div.rendite	1,5%	2,2%	3,7%	3,7%

Angaben in Mio. Euro
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26
 Fax: 0211 / 17 93 74 - 44
j.nielsen@gsc-research.de

Das Segment EE umfasst die – aufgrund des regulatorischen Umfelds derzeit ausgesetzte – Entwicklung von Windparkprojekten, den An- und Verkauf sowie den Betrieb von Wind- und Solarparks. Im Segment SHK werden von der Tochter Selfio Produkte aus dem Bereich Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik über Online-Shops vertrieben. Eine weitere Aktivität bildet das Angebot und die Installation von Bodensystemen zum Heizen, Kühlen, Lüften und Verkabeln unter der Marke KlimaLevel. Zu den übrigen SHK-Beteiligungen gehört insbesondere ein Handels- und Logistikunternehmen, das auch die Logistik für den Onlinehandel betreibt.

Umsatz, Ergebnis und Dividende in 2018 gesteigert

Im Geschäftsjahr 2018 konnte 3U den Konzernumsatz um 2,3 Prozent auf 48,0 (Vj. 46,9) Mio. Euro ausweiten. Dabei hatte der Vorjahreswert Erlöse aus der Veräußerung eines Windparks von 3,8 Mio. Euro enthalten. Getragen wurde das Wachstum von den Geschäftsfeldern Cloud-Computing und Onlinehandel, auf die zusammen ein Umsatzanteil von mehr als 40 Prozent entfiel. Nach Segmenten steuerten ITK 30,8 (27,9) Prozent, EE 13,1 (20,8) Prozent und SHK 55,6 (50,2) Prozent zu den Konzernergebnissen bei.

Bei den sonstigen Erträgen kam es infolge eines Buchgewinns aus einem Immobilienverkauf in Hannover Höhe von 2,6 Mio. Euro fast zu einer Verdreifung von 1,7 auf 4,8 Mio. Euro. Die im Zusammenhang mit Windkraftprojekten stehenden Bestandsveränderungen erhöhten sich ebenfalls auf plus 0,6 (-0,5) Mio. Euro. Allerdings kletterte auch der Materialaufwand aufgrund des gestiegenen Umsatzanteils von SHK deutlich überproportional um gut 15 Prozent auf 28,6 (24,9) Mio. Euro. Auf dieser Basis legte das Rohergebnis um 6,4 Prozent von 23,2 auf 24,7 Mio. Euro zu.

Im Zuge der Geschäftsausweitung in den Bereichen Cloud-Computing und Onlinehandel wuchsen jedoch auch die Personal- und sonstigen Aufwendungen überproportional, sodass das EBITDA letztlich mit 6,72 (6,67) Mio. Euro auf dem Vorjahresniveau verharrte. Dabei gab die EBITDA-Marge leicht von 14,2 auf 14,0 Prozent nach. Infolge gestiegener Abschreibungen ging das EBIT auf 2,7 (3,0) Mio. Euro zurück.

Entlastungen beim Zinsaufwand im Zusammenhang mit dem 2017 erfolgten Windparkverkauf führten hingegen beim Finanzergebnis zu einer leichten Verbesserung. So kam vor Steuern ein Gewinn von 1,8 (1,9) Mio. Euro zum Ausweis. Latente Steuern führten zu einer Steuergutschrift von 0,3 Mio. Euro, während im Vorjahr noch eine – ebenfalls durch latente Steuern geprägte – Belastung in Höhe von 0,7 Mio. Euro angefallen war. In Summe resultierte daraus ein kräftiger Anstieg des Jahresüberschusses nach Steuern und Anteilen Dritter von 1,1 auf 1,9 Mio. Euro. Dabei war der Vorjahreswert mit 0,5 Mio. Euro durch eine Wertberichtigung belastet gewesen.

Insgesamt konnte 3U damit nunmehr das dritte Geschäftsjahr in Folge mit einem Gewinn abschließen. Aus dem Ergebnis je Aktie von 0,06 (0,03) Euro erhielten die Anteilseigner Ende Mai entsprechend der Unternehmenspolitik, rund 50 Prozent des EPS auszuschütten, eine von 2 auf 3 Cent je Aktie erhöhte Dividende. Dabei erfolgte die Auszahlung zudem aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit ohne Steuerabzug.

Differenzierte Entwicklung auf Segmentebene

Im Segment ITK fielen die Umsatz- und Ergebniskennzahlen im vergangenen Geschäftsjahr 2018 deutlich über den Unternehmensplanungen aus. Konkret konnte der Bereich einen Erlöszuwachs von 12,8 Prozent auf 14,8 (Vj. 13,1) Mio. Euro verbuchen. Stärkster Wachstumstreiber war dabei das Geschäftsfeld Cloud-Computing mit einem Umsatzanstieg um fast 60 Prozent von 1,9 auf 3,0 Mio. Euro. Aber auch die Erlöse der übrigen Sparten des Segments legten zu.

So kletterten die Umsätze aus der Telefonie auf insgesamt 9,2 (8,8) Mio. Euro. Dabei musste der Bereich Voice Retail (Call-by-Call, Preselection, Callthrough) zwar einen marktbedingten Rückgang auf 2,5 (3,1) Mio. Euro hinnehmen, dieser konnte aber durch ein starkes Wachstum im Bereich Voice Business (Netzbetrieb) auf 6,8 (5,7) Mio. Euro überkompensiert werden. Darüber hinaus wurden aus Rechenzentrumsdienstleistungen Erlöse von 1,7 (1,6) Mio. Euro sowie aus dem Verkauf von IT-Lizenzen Umsätze von 0,8 (0,7) Mio. Euro generiert.

Die vor allem beim Cloud-Computing und dem Handel mit IT-Lizenzen erzielten Margensteigerungen wurden teilweise durch die im Zuge der Geschäftsausweitung gewachsenen Personal- und sonstigen Aufwendungen kompensiert. Dennoch erhöhte sich das Segment-EBITDA um 12,6 Prozent auf 1,9 (1,7) Mio. Euro. Auch infolge von Steuergutschriften aufgrund latenter Steuern stieg der Ergebnisbeitrag der Sparte im vergangenen Geschäftsjahr von 1,4 auf 1,9 Mio. Euro.

Das Segment EE blieb dagegen deutlich hinter den Erwartungen zurück. Dabei sank der Umsatz um über 35 Prozent auf 6,3 (9,7) Mio. Euro. Hier machten sich zum einen die vorjährige Veräußerung eines Windparks sowie der nicht realisierte Verkauf eines weiteren Windparks im Berichtsjahr bemerkbar. Zum anderen fielen aber auch wetterbedingt geringere Erlöse aus den bestehenden Windparks an. Dagegen stieg die Stromerzeugung aus Photovoltaikanlagen.

Infolge der fehlenden Umsätze verringerte sich das Segment-EBITDA um gut 36 Prozent auf 4,0 (6,2) Mio. Euro. Zusätzlich schlug eine einmalige Konzernverrechnung mit der Holding in Höhe von 0,5 Mio. Euro zu Buche. Allerdings war hier im Vorjahr mit der oben erwähnten Wertberichtigung ebenfalls eine Einmalbelastung von 0,5 Mio. Euro angefallen. Unter dem Strich schrumpfte der Ergebnisbeitrag des Bereichs im Geschäftsjahr 2018 von 1,85 auf nur noch 0,02 Mio. Euro.

Das Segment SHK profitierte von der anhaltend starken Nachfrage im Baubereich sowie der wachsenden Bedeutung des Onlinehandels. So kletterten die Erlöse nach einem bereits starken vorjährigen Anstieg von 8,8 Prozent im Berichtsjahr weiter um 13,3 Prozent auf 26,7 (23,5) Mio. Euro. Dabei fiel jedoch die Nachfrage im Onlinehandel aufgrund des langen und heißen Sommers etwas schwächer als erwartet aus, sodass die Umsatz- und Ergebnisziele auch hier nicht ganz erreicht werden konnten.

Bedingt durch rückläufige Margen im Bereich Montage, die Geschäftsausweitung im handelstypisch margenschwachen Onlinehandel sowie gestiegene Personal- und sonstige Aufwendungen infolge von Wachstumsinvestitionen gab das Segment-EBITDA auf 0,4 (0,7) Mio. Euro nach. Entsprechend sank auch der Ergebnisbeitrag des Bereichs von 0,32 auf 0,09 Mio. Euro. Maßnahmen zur Prozessoptimierung sowie eine Erweiterung der Logistikkapazitäten sollen künftig wieder höhere Margen ermöglichen.

Auf Ebene der Holding fielen hauptsächlich aus Mieterträgen resultierende Umsätze von 0,2 (0,5) Mio. Euro an. Infolge des Buchgewinns in Höhe von 2,6 Mio. Euro aus dem Immobilienverkauf in Hannover kletterte das EBITDA von minus 1,9 auf plus 0,4 Mio. Euro. Im Gleichklang verbesserte sich auch der Ergebnisbeitrag auf minus 0,05 (-2,50) Mio. Euro.

Weitere Umsatzausweitung im ersten Halbjahr 2019

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2019 konnte 3U den Konzernumsatz deutlich um 11,5 Prozent auf 25,5 (Vj. 22,8) Mio. Euro steigern. Die Hauptwachstumstreiber markierten dabei weiterhin die Bereiche Cloud-Computing und Onlinehandel. Insgesamt entfielen auf ITK 27,0 (33,2) Prozent, auf EE 16,1 (14,2) Prozent und auf SHK 57,2 (51,5) Prozent der Konzernenerlöse.

Bei den sonstigen Erträgen kam es hingegen zu mehr als einer Halbierung von 2,7 auf 1,1 Mio. Euro. Hier war im Vorjahr ein Ertrag aus der Veräußerung der Immobilie in Hannover in Höhe von 2,2 Mio. Euro enthalten gewesen, während im Berichtszeitraum lediglich ein Buchgewinn von 0,3 Mio. Euro aus dem Verkauf eines Lager- und Logistikzentrums anfiel. Daraus resultierend gab auch das EBITDA trotz positiver Effekte aus der Erstanwendung von IFRS 16 (Leasingverhältnisse) auf 3,5 (4,4) Mio. Euro nach.

Vor allem aufgrund von IFRS 16 sowie erstmaliger Abschreibungen auf einen im Vorjahr erworbenen Windpark erhöhte sich diese GuV-Position auf 2,3 (1,7) Mio. Euro. Entsprechend sank das EBIT von 2,7 auf 1,1 Mio. Euro. Im Gleichklang verringerte sich auch der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 0,5 (2,2) Mio. Euro bzw. 0,01 (0,07) Euro je Aktie.

Im Segment ITK führten erwartungsgemäß gesunkene Erlöse im Bereich Voice Retail zu einem Umsatzrückgang um 9,2 Prozent auf 6,9 (7,6) Mio. Euro. Dabei ließen jedoch der Anstieg des margenstarken Cloud-Geschäfts auf über 30 Prozent der Segmenterlöse sowie eine verbesserte Ertragssituation im Bereich Telefonie das EBITDA von 0,9 auf 1,4 Mio. Euro klettern. Entsprechend erhöhte sich auch das Segmentergebnis auf 1,2 (0,5) Mio. Euro.

Der Umsatz des Segments EE wuchs vor allem infolge eines hohen Windaufkommens im ersten Quartal um mehr als ein Viertel auf 4,1 (3,2) Mio. Euro. Auch das EBITDA des Bereichs verbesserte sich von 2,6 auf 3,3 Mio. Euro. Aus den höheren Abschreibungen sowie einer gestiegenen Steuerbelastung resultierte allerdings letztlich eine Reduktion des Segmentergebnisses auf 0,9 (1,1) Mio. Euro.

Getragen vom Onlinehandel konnte das Segment SHK die Erlöse ebenfalls um fast ein Viertel auf 14,6 (11,8) Mio. Euro ausweiten. Dabei belasteten jedoch die initiierten Maßnahmen zur Optimierung und Erweiterung der Supply Chain, sodass das Segment-EBITDA von plus 0,05 auf minus 0,10 Mio. Euro leicht in den roten Bereich drehte. Entsprechend sank auch das Segmentergebnis auf minus 0,3 (-0,1) Mio. Euro.

Auf Holding-Ebene reduzierten sich aufgrund der vorjährigen Veräußerung der Immobilie in Hannover die Umsätze auf 1,0 (1,2) Mio. Euro und die sonstigen Erträge auf 0,5 (2,2) Mio. Euro, sodass hier das EBITDA auf minus 1,1 (+0,9) Mio. Euro und das Ergebnis auf minus 1,3 (+0,6) Mio. Euro sank.

weclapp als Hauptwachstumstreiber

Stärkster Wachstumstreiber im 3U-Konzern ist die dem Segment ITK zugeordnete Beteiligung weclapp. Diese wurde 2008 durch Ertan Özdil, der als Mit-Geschäftsführer im Unternehmen tätig ist und einen Anteil von 25 Prozent hält, als GmbH gegründet. Die übrigen 75 Prozent entfallen auf die 3U HOLDING AG. Aktuell ist weclapp mit rund 50 Mitarbeitern an Standorten in Marburg, Kitzingen und Frankfurt präsent. Darüber hinaus sitzt im indischen Mumbai ein Entwicklerteam und in Würzburg wird ein Innovations-Hub für Künstliche Intelligenz (KI) aufgebaut.

Die von weclapp entwickelte, cloudbasierte Softwarelösung mit Funktionalitäten in den Bereichen CRM, Warenwirtschaft und ERP zeichnet sich durch die nach eigener Einschätzung modernste Benutzeroberfläche auf dem Markt für Cloud-ERP-Systeme aus. Einsetzbar ist die Software auf jedem Gerät, auf dem ein Browser verfügbar ist, also vor allem auch auf mobilen Endgeräten wie Smartphones und Tablets. Im Oktober 2018 wurde weclapp zum dritten Mal in Folge durch eine Expertenjury zum „Cloudbasierten ERP-System des Jahres“ gekürt.

Derzeit werden Module zur Erweiterung der weclapp-Plattform entwickelt, um die Kunden auf Basis der auf den – in Deutschland befindlichen – Servern gespeicherten Datenmengen mittels KI und Machine Learning (ML) zu unterstützen. Ein Beispiel hierfür ist ein selbstlernendes Tool, das die Wahrscheinlichkeit ermittelt, mit der ein Online-Warenkorb zu einer Retoure wird, um derartige Verkäufe möglichst direkt ablehnen zu können.

Da es sich bei der weclapp-Software um ein standardisiertes, international einsetzbares ERP-System handelt, kann die Gesellschaft ihre Produkte zu vergleichsweise günstigen Konditionen anbieten. In Verbindung mit dem im Verhältnis zu anderen Cloud-ERP-Anbietern sehr großen Funktionsumfang sieht man sich daher selbst als Technologie- und Preisführer in der Branche.

Die Markteinführung von weclapp erfolgte 2013. Aktuell verfügt das Unternehmen über einen Kundenbestand von über 2.500 Adressen. Neue Lizenzverträge werden in der Regel mit einer 2-jährigen Laufzeit geschlossen, wobei die Gesellschaft aufgrund von Marktforschungsergebnissen mit einer durchschnittlichen Nutzungsdauer von über 10 Jahren rechnet. Dabei kommt die Software bereits in 35 Ländern und 7 Sprachen zum Einsatz.

Mit einem – rein organischen – Umsatzwachstum um 89 Prozent auf 1,03 Mio. Euro in 2016, um 85 Prozent auf 1,91 Mio. Euro in 2017 und um 59 Prozent auf 3,03 Mio. Euro in 2018 konnte weclapp in den letzten Jahren eine äußerst dynamische Entwicklung verzeichnen. Dabei kletterte das EBITDA nach minus 124 TEUR in 2016 und plus 358 TEUR in 2017 deutlich überproportional um 125 Prozent auf 808 TEUR in 2018. Die Umsatzrendite belief sich nach Steuern auf rund 20 Prozent. Auch im ersten Halbjahr 2019 setzte sich der positive Trend mit einem Erlösplus von gut 54 Prozent ungebrochen fort.

Weiterhin starkes Wachstum von weclapp angestrebt

In der Zukunft erwartet das Management, deutlich von dem derzeit im Zuge der Digitalisierung der Wirtschaft stattfindenden Umbruch im Bereich der ERP-Systeme profitieren zu können: Aktuell existieren in Deutschland über 600 „On-Premises“-ERP-Systeme, also auf den lokalen Servern der Nutzer installierte ERP-Lösungen.

Nach Unternehmensschätzung werden 60 bis 70 Prozent dieser Anbieter die Umstellung von diesem „ERP 2.0“ auf „ERP 4.0“, also cloudbasierte Lösungen, aus Kosten- und technologischen Gründen nicht vollziehen, sodass der Markt auf 125 bis 190 Anbieter schrumpfen dürfte. Ähnliche Entwicklungen werden auch weltweit gesehen.

In diesem potenzialstarken Umfeld will weclapp auch zukünftig kräftig wachsen. Erklärtes Ziel ist es dabei, einer der Marktführer für cloudbasierte ERP-Systeme zu werden. Produktseitig soll in diesem Zusammenhang die Entwicklung und Einbindung von KI- und ML-Modulen intensiviert werden.

Auf der Marketingseite setzt man neben dem bereits in der Vergangenheit mit dem Erfolg einer hohen Online-Sichtbarkeit betriebenen Internet-/Content-Marketing nunmehr auch verstärkt auf Vertriebspartnerschaften vor allem mit IT-Systemhäusern und IT-Consulting-Firmen, auf Messeauftritte sowie auf die zunehmend an Bedeutung gewinnende User-Community, die in die Produktentwicklung mit eingebunden wird.

Auf dieser Basis ist neben dem Ausbau der Präsenz in der DACH-Region auch eine weitere geografische Expansion vorgesehen. Und während man zunächst vorwiegend kleine und mittlere Unternehmen adressiert hatte, fokussiert man sich inzwischen auch zunehmend auf größere Kunden. Aufgrund der damit verbundenen steigenden Anzahl der User pro Kunde klettert auch der durchschnittliche Umsatz pro Kunde (ARPA – Average Revenue per Account) und damit der Gesamtumsatz. So legte der ARPA im ersten Halbjahr 2019 um 26 Prozent zu.

Für den Fünfjahreszeitraum bis 2023 plant das Unternehmen bei einer durchschnittlichen Ausweitung der Kundenzahl um 40 Prozent p.a. ein durchschnittliches jährliches organisches Umsatzwachstum von 50 Prozent. In Zahlen ausgedrückt bedeutet dies eine Steigerung der Erlöse über 4,5 Mio. Euro in 2019 und 7,5 Mio. Euro in 2020 bis auf 25,6 Mio. Euro in 2023.

Dabei soll sich die EBITDA-Marge auch weiterhin zwischen 28 und 32 Prozent bewegen. Konkret rechnet weclapp beim EBITDA mit einer Verbesserung auf 1,3 Mio. Euro in 2019, auf 2,4 Mio. Euro in 2020 und schließlich bis 2023 auf 7,4 Mio. Euro.

Neben der organischen Geschäftsausweitung sind aber auch anorganische Zuwächse durch Übernahmen von Kundenstämmen oder Wettbewerbern Teil der Unternehmensstrategie.

IPO-Fantasie bei weclapp ...

Zur Finanzierung der ambitionierten Wachstumspläne wird auch ein Börsengang der weclapp in Erwägung gezogen. Um hinsichtlich eines möglichen IPOs handlungsfähig zu sein, wurde die weclapp GmbH jüngst unter Wahrung der steuerlichen Verlustvorträge sowie der bisherigen Beteiligungsquoten auf eine SE verschmolzen, welche künftig als weclapp SE firmieren wird. Ein in diesem Zusammenhang beauftragtes Wertgutachten bescheinigte weclapp auf Basis der oben genannten Planzahlen einen Unternehmenswert von 70,3 Mio. Euro.

Im Vorfeld eines möglichen Börsengangs der weclapp SE strebt 3U zudem die Gewinnung strategischer Ankerinvestoren sowohl auf Ebene der Holding als auch der SE an. In Summe sollen durch entsprechende Kapitalerhöhungen etwa 15 Mio. Euro eingeworben werden. Dabei halten wir einen Anteil von rund 5 Mio. Euro bei der Holding und von circa 10 Mio. Euro bei der weclapp für denkbar.

Bei dem dann in 2020 möglichen IPO der weclapp SE wird ein Emissionserlös von gut 100 Mio. Euro angepeilt. Dabei dürften die Anteile von 3U und Ertan Özdil unverändert bestehen bleiben, sodass die zu platzierenden Aktien ausschließlich aus einer weiteren Kapitalerhöhung stammen müssten. Angesichts des jüngst bescheinigten Unternehmenswertes von rund 70 Mio. Euro würde dies bedeuten, dass der Wert der weclapp SE bis zu einem IPO noch – vermutlich insbesondere durch Zukäufe – in nennenswertem Umfang steigen müsste.

... und perspektivisch auch bei Selfio

Der zweitgrößte Wachstumstreiber im Konzernverbund ist die Selfio GmbH im Segment SHK. Die 2011 gegründete 100-prozentige 3U-Tochter vertreibt als Online-Händler Haustechnikprodukte teils bekannter Marken mit Schwerpunkt auf Fußbodenheizungen, solarthermischen Anlagen, Kaminöfen, Schornsteinen und Lüftungssystemen. Zielgruppe sind Heimwerker und Selberbauer, auf die 90 Prozent der Umsätze entfallen. Dabei bildet das umfangreiche Beratungsangebot von Selfio ein Alleinstellungsmerkmal. So werden den Kunden neben persönlicher Beratung vor allem zahlreiche Montageanleitungen und Ratgeber-Videos auf einem eigenen YouTube-Kanal offeriert.

Von 2016 bis 2018 konnte Selfio die Erlöse um jährlich durchschnittlich 14,4 Prozent auf zuletzt 17,4 (Vj. 15,7) Mio. Euro ausweiten. In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2019 belief sich die Wachstumsrate sogar auf knapp 30 Prozent. Für das Gesamtjahr wird ein Umsatzvolumen von rund 20 Mio. Euro angepeilt. Mittelfristiges Ziel ist es, mit Erlösen in einer Größenordnung von rund 50 Mio. Euro zu den 100 umsatzstärksten deutschen Online-Shops aufzusteigen. Dabei erwartet das Management, neben einem verstärkten Marketing und einer effizienten Preisstrategie vor allem auch von einer zunehmend steigenden Online-Nachfrage nach SHK-Produkten zu profitieren.

Neben dem kontinuierlichen Ausbau des Produkt- und Dienstleistungsangebots werden angesichts des steigenden Geschäftsvolumens aktuell auch Erweiterungsinvestitionen in den Bereichen Lager und Logistik vorgenommen. Durch weitere Optimierungs- sowie Automatisierungsmaßnahmen, einen größeren Fokus auf margenstarke Eigenmarken und aufgrund von Skaleneffekten infolge der erwarteten Umsatzausweitung soll auch die Profitabilität künftig steigen. Zur weiteren Wachstumsfinanzierung zieht der 3U-Vorstand auch bei Selfio perspektivisch ein IPO in Erwägung.

GSC-Schätzungen berücksichtigen jüngsten Immobilienverkauf

Am 13. August vermeldete 3U die Veräußerung der Firmenimmobilie im Marburg. Dabei kann das Objekt im Rahmen einer Sale-and-Lease-Back-Vereinbarung bis zum geplanten Umzug an einen neuen Standort in der Region noch für maximal 5 weitere Jahre genutzt werden. Aus der Transaktion resultiert ein positiver Ergebnisbeitrag von 5 Mio. Euro, dem einmalige Abschreibungen sowie eine höhere Steuerbelastung gegenüberstehen. Nach Ablösung der bestehenden Objektfinanzierungen erwartet der Konzern einen Nettomittelzufluss von 9,7 Mio. Euro. Dieser soll für potenzielle Akquisitionen im Bereich Cloud-Computing und somit auch zur Unterstützung der Vorbereitung eines möglichen Börsengangs von weclapp verwendet werden.

Unter Berücksichtigung der Effekte aus dem Immobilienverkauf in Marburg prognostiziert der 3U-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr bei Umsätzen von 51 bis 55 Mio. Euro ein EBITDA zwischen 10 und 12 Mio. Euro sowie ein Konzernergebnis von 4 bis 5 Mio. Euro. Auf dieser Basis sehen wir in 2019 bei Erlösen von 52,9 Mio. Euro das EBITDA bei 10,8 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bei 4,0 Mio. Euro entsprechend 0,12 Euro je Aktie.

In 2020 gehen wir von einem weiteren Umsatzwachstum auf 59,0 Mio. Euro aus. Nach Wegfall der Effekte aus der Veräußerung der Marburger Immobilie schätzen wir das EBITDA auf 7,3 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern und Drittanteilen auf 2,5 Mio. Euro bzw. 0,08 Euro je Aktie. Dabei können wir uns für dieses wie auch für das kommende Geschäftsjahr Dividendenzahlungen von jeweils 0,05 Euro vorstellen. Damit lägen die Ausschüttungen zwar in 2019 unter sowie in 2020 über der publizierten Quote von rund 50 Prozent des EPS, stünden aber für eine kontinuierliche Dividendenpolitik.

Dabei beinhalten unsere Schätzungen keine – naturgemäß auch nicht prognostizierbaren – Effekte aus möglichen weiteren Veräußerungen von Beteiligungen, Wind- und Solarparks oder anderen Immobilien, wobei derartige Transaktionen jedoch Teil des 3U-Geschäftsmodells sind und insofern unter Umständen zu deutlich abweichenden Finanzkennzahlen führen können.

Bewertung und Fazit

Auch aufgrund von Veräußerungserlösen konnte die 3U HOLDING AG in den vergangenen drei Geschäftsjahren wachsende Umsätze und Gewinne ausweisen. Dabei beteiligte die Gesellschaft ihre Anteilseigner mit stetig steigenden Dividenden am Unternehmenserfolg. Im laufenden Geschäftsjahr 2019 sind weitere Zuwächse auf der Erlös- und Ergebnisseite zu erwarten.

Getragen wird das Wachstum vor allem von den potenzialstarken Geschäftsfeldern Cloud-Computing (weclapp) und Onlinehandel (Selfio), auf die sich 3U zunehmend konzentriert. Dabei werden die Ergebniskennzahlen derzeit noch durch im Zuge der Geschäftsausweitung erforderliche Personalaufstockungen bei weclapp sowie durch Maßnahmen zur Optimierung der Prozesse und Erweiterung der Logistikkapazitäten bei Selfio belastet. Demgegenüber steht im laufenden Jahr jedoch ein Ertrag von 5 Mio. Euro aus dem jüngst vermeldeten Verkauf der Firmenimmobilie in Marburg.

Rein operativ entwickelte sich die Ertragssituation im Geschäftsfeld ITK vor allem aufgrund des stark wachsenden, margenstarken Cloud-Geschäfts zuletzt bereits deutlich positiv. In der Sparte SHK soll die Ertragslage des Onlinehandels durch Optimierungs- und Erweiterungsmaßnahmen, neue Produkte und Partnerschaften sowie Skaleneffekte im Zuge weiter steigender Umsätze verbessert werden.

Im Bereich EE basiert die weitere Entwicklung angesichts der derzeit ausgesetzten Windparkprojektierung vor allem auf den Erträgen aus den vorhandenen Anlagen, welche wiederum von den nicht prognostizierbaren Witterungsbedingungen abhängig sind.

Neben der Generierung laufender Erträge aus den bestehenden Engagements umfasst das Geschäftsmodell von 3U allerdings auch den An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien, wobei die daraus gegebenenfalls resultierenden Effekte jedoch naturgemäß ebenfalls nicht prognostizierbar sind. Da unseres Erachtens somit eine Bewertung der 3U-Aktie auf Basis von Umsatz- oder Ertragskennziffern dem Geschäftsmodell nicht gerecht wird, stellen wir unsere Anlageempfehlung auf eine Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung ab.

Dabei berücksichtigen wir zum einen den durch das jüngst erstellte Wertgutachten ermittelten Wert von weclapp in Höhe von 70,3 Mio. Euro, von dem rechnerisch 52,7 Mio. Euro auf die 75-prozentige 3U-Beteiligung entfallen. Bei Abzug eines Sicherheitsabschlags von 30 Prozent ergibt sich hier ein Wertansatz von 36,9 Mio. Euro.

Zum anderen setzen wir die vorhandenen Wind- und Solarparks an. Diese weisen aktuell eine Erzeugerkapazität von rund 45 MW auf, wobei nach Erfahrungswerten aus der Branche 1 MW in etwa einem Substanzwert von 1 Mio. Euro entspricht. Abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 25 Prozent ergibt sich somit ein Wertansatz von 33,8 Mio. Euro.

Nach Abzug der Nettoverschuldung zum 30. Juni in Höhe von 9,5 Mio. Euro errechnet sich daraus insgesamt ein Unternehmenswert von 61,2 Mio. Euro entsprechend 1,73 Euro je 3U-Aktie, worin allerdings die übrigen Beteiligungen und Vermögenswerte mangels näherer Informationen nicht enthalten sind.

Auf dieser Basis sowie unter Berücksichtigung der soliden Eigenkapitalquote von 54,5 Prozent zum Halbjahresende und einer erwarteten Dividendenrendite von attraktiven 3,7 Prozent stufen wir den Anteilschein der 3U HOLDING AG in unserer Erstanalyse mit einem Kursziel von 1,75 Euro als Kaufposition vor allem für den etwas risikobereiteren Investor ein. Dabei könnten Konkretisierungen der IPO-Gedanken bei weclapp sowie perspektivisch auch bei Selfio dem Aktienkurs zusätzlichen Schub verleihen.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2016		2017		2018		2019e		2020e	
Umsatzerlöse	43,7	100,0%	46,9	100,0%	48,0	100,0%	52,9	100,0%	59,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			7,2%		2,3%		10,3%		11,5%	
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	3,2%	1,7	3,6%	4,8	10,0%	7,2	13,6%	2,7	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			21,7%		181,4%		50,4%		-62,5%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	1,7	3,9%	-0,5	-1,0%	0,6	1,2%	0,6	1,1%	0,9	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			-128,5%		221,6%		1,4%		50,0%	
Materialaufwand	26,4	60,4%	24,9	53,1%	28,6	59,7%	29,9	56,5%	33,1	56,1%
Veränderung zum Vorjahr			-5,8%		15,1%		4,4%		10,7%	
Rohergebnis	20,4	46,7%	23,2	49,5%	24,7	51,5%	30,8	58,2%	29,5	50,0%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		6,4%		24,7%		-4,3%	
Personalaufwand	9,6	21,9%	9,5	20,2%	10,3	21,5%	11,5	21,8%	12,9	21,8%
Veränderung zum Vorjahr			-1,3%		8,6%		11,8%		11,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,1	14,0%	7,1	15,1%	7,7	16,1%	8,5	16,1%	9,4	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			15,1%		9,1%		10,5%		9,8%	
EBITDA	4,7	10,8%	6,7	14,2%	6,7	14,0%	10,8	20,4%	7,3	12,4%
Veränderung zum Vorjahr			41,9%		0,6%		60,6%		-32,5%	
Abschreibungen	3,7	8,3%	3,7	7,9%	4,0	8,4%	5,0	9,5%	3,3	5,6%
Veränderung zum Vorjahr			1,0%		8,9%		24,6%		-34,0%	
EBIT	1,1	2,4%	3,0	6,4%	2,7	5,6%	5,8	10,9%	4,0	6,8%
Veränderung zum Vorjahr			183,9%		-9,5%		114,0%		-31,1%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,9	-2,2%	-1,1	-2,3%	-0,9	-1,8%	-0,7	-1,3%	-0,5	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			-14,7%		19,8%		19,7%		30,0%	
Ergebnis vor Steuern	0,1	0,2%	1,9	4,1%	1,8	3,8%	5,1	9,6%	3,5	5,9%
Steuerquote	-558,1%		36,6%		-17,5%		15,0%		17,5%	
Ertragssteuern	-0,6	-1,3%	0,7	1,5%	-0,3	-0,7%	0,8	1,4%	0,6	1,0%
Jahresüberschuss	0,7	1,6%	1,2	2,6%	2,2	4,5%	4,3	8,2%	2,9	4,9%
Veränderung zum Vorjahr			74,4%		78,7%		100,9%		-33,3%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,0 *		0,1		0,2		0,3		0,4	
Bereinigter Jahresüberschuss	0,6	1,5%	1,1	2,3%	1,9	4,0%	4,0	7,6%	2,5	4,2%
Veränderung zum Vorjahr			65,4%		81,5%		108,3%		-38,3%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	33,130		33,130		33,130		33,130		33,130	
Gewinn je Aktie	0,02		0,03		0,06		0,12		0,08	

* = Anteile Dritter bestehen, liegen aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €

Aktionärsstruktur

Vorstand	25,55%
Aufsichtsrat	4,54%
Eigene Anteile	6,18%
Streubesitz	63,73%

Termine

07.11.2019 Zahlen drittes Quartal 2019

Kontaktadresse

3U HOLDING AG
Frauenbergstraße 31-33
D-35039 Marburg

Email: info@3u.net

Internet: www.3u.net

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Joachim Fleing

Tel.: +49 (0) 6421 / 999 - 1200

Fax: +49 (0) 6421 / 999 - 1222

Email: ir@3u.net

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	47,7%	53,3%
Halten	50,8%	46,7%
Verkaufen	1,5%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
3U HOLDING AG	1, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.