

Akt. Kurs (11.11.2019, 10:00, Xetra): 1,58 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **1,75 (1,75) EUR**

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

Kurzportrait

Die 1997 gegründete und seit 1999 börsennotierte 3U HOLDING AG erwirbt, betreibt und veräußert als Management- und Beteiligungsgesellschaft Vermögensgegenstände und Unternehmensbeteiligungen 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 über 200 Mitarbeitern vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	1,69 €	0,88 €
Aktueller Kurs:	1,58 €	
Aktienzahl ges.:	35.314.016	
Streubesitz:	63,7%	
Marktkapitalis.:	55,8 Mio. €	

Anlagekriterien

Nach neun Monaten 2019 im Plan

Im Neunmonatszeitraum des laufenden Geschäftsjahres 2019 konnte die 3U HOLDING AG einen Umsatzzuwachs von 8,5 Prozent auf 38,2 (Vj. 35,2) Mio. Euro erwirtschaften. Dabei profitierte die Gesellschaft neben einem hohen Windaufkommen im Auftaktquartal vor allem vom anhaltend starken Wachstum in den Bereichen Cloud-Computing und Onlinehandel.

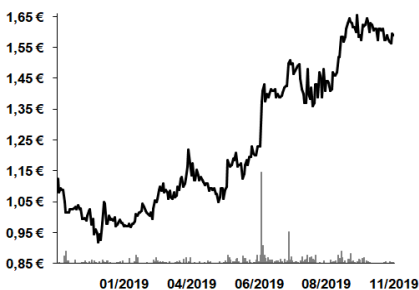
Die anderen Erträge sanken dagegen spürbar von 3,8 auf 1,5 Mio. Euro. Hintergrund ist, dass hier im letzten Jahr ein Ertrag aus einem Immobilienverkauf in Höhe von 2,2 Mio. Euro enthalten war. Die Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen bewegten sich mit insgesamt 0,4 (0,5) Mio. Euro leicht unter dem Vorjahreswert. Der Materialaufwand stieg mit 1,8 Prozent auf 21,5 (21,1) Mio. Euro deutlich unterproportional zum Umsatz, so dass sich die Materialaufwandsquote nennenswert von 60,0 auf 56,2 Prozent verbesserte.

Der Ausbau des Mitarbeiterstamms vor allem im Bereich Cloud Computing ließ den Personalaufwand hingegen kräftig um 12,5 Prozent auf 8,6 (7,6) Mio. Euro anwachsen, wodurch sich auch die Personalaufwandsquote von 21,6 auf 22,4 Prozent erhöhte. Im Zuge der Geschäftsausweitung legten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ebenfalls auf 5,6 (5,1) Mio. Euro zu, wobei sich hier noch die Erstanwendung des neuen Bilanzierungsstandards IFRS 16 (Leasingverhältnisse) entlastend auswirkte.

In Summe führten die im Vergleich zum Vorjahr deutlich niedrigeren Veräußerungserlöse letztlich dazu, dass das EBITDA von 5,7 auf 4,4 Mio. Euro zurückerging. Infolge von IFRS 16 sowie erstmals für neun Monate angefallener Abschreibungen auf einen im zweiten Quartal 2018 erworbenen Windpark kletterte diese GuV-Position auf 3,5 (3,0) Mio. Euro. Dadurch verringerte sich das EBIT überproportional zum EBITDA auf 0,9 (2,7) Mio. Euro. Dementsprechend schrumpfte auch das Periodenergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter von 1,96 auf nur noch 0,14 Mio. Euro bzw. rundungsbedingt 0,00 (0,06) Euro je Aktie.

weclapp und Selfio weiterhin als stärkste Wachstumstreiber

Nach Segmenten verteilten sich die Konzernenerlöse mit 27,1 (Vj. 32,1) Prozent auf ITK, mit 14,4 (13,0) Prozent auf EE sowie mit 58,9 (54,2) Prozent auf SHK. Dabei musste ITK einen Umsatzrückgang um 8,3 Prozent von 11,3 auf 10,4 Mio. Euro hinnehmen. Ursächlich hierfür war die wie erwartet schwächere Entwicklung im Telefongeschäft mit Privatkunden (Voice Retail), die nicht vollständig durch das Wachstum der anderen Teilbereiche (siehe hierzu auch unsere Erstanalyse vom 16.08.2019) kompensiert werden konnte.



Kennzahlen

	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	48,0	52,9	59,0	64,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	2,7	5,8	4,0	5,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	1,9	4,0	2,5	3,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,06	0,12	0,08	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,03	0,05	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	27,1	13,2	21,1	16,0
Div.rendite	1,9%	3,2%	3,2%	3,2%

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

Dabei verzeichnete jedoch das von weclapp betriebene Cloud Computing mit einem Erlöszuwachs von 53,3 Prozent eine sehr erfreuliche Entwicklung. Bedingt durch den steigenden Umsatzanteil des margenstarken Cloud-Geschäfts sowie die verbesserte Profitabilität im Telefoniebereich legte das Segment-EBITDA trotz der geringeren Erlöse um gut ein Drittel auf 1,9 (1,4) Mio. Euro zu. Entsprechend verbesserte sich auch die EBITDA-Marge kräftig von 12,7 auf 18,6 Prozent. Das Segmentergebnis kam auf 1,9 (1,1) Mio. Euro voran.

Im Segment EE schlug sich das hohe Windaufkommen des ersten Quartals weiterhin positiv mit einem kräftigen Umsatzplus von 20,2 Prozent auf 5,5 (4,6) Mio. Euro in den Neunmonatszahlen nieder. Dabei kletterte auch das EBITDA der Sparte von 3,6 auf 4,4 Mio. Euro. Höhere Abschreibungen und eine gestiegene Steuerbelastung führten allerdings dazu, dass das Segmentergebnis nur unterproportional auf 0,8 (0,7) Mio. Euro zulegte.

Die positive Entwicklung des Onlinehandels mit einem Umsatzwachstum von 23,7 Prozent ließ auch die Erlöse des Segments SHK deutlich um 18,0 Prozent von 19,1 auf 22,5 Mio. Euro ansteigen. Gleichwohl fiel das Segment-EBITDA mit minus 0,1 (+0,1) Mio. Euro leicht negativ aus. Hier wird die Ertragsrechnung momentan noch durch die Optimierung und Erweiterung der Logistik belastet. Dabei erzielte der Online-Händler Selfio immerhin eine EBITDA-Marge von 2,2 Prozent. Das Segmentergebnis lag bei minus 0,5 (-0,1) Mio. Euro.

Im Bereich Sonstige Aktivitäten, der im Wesentlichen die Vermietungs- und sonstigen Aktivitäten auf Holding-Ebene abbildet, spiegelten sich die Effekte des letztjährigen Immobilienverkaufs wider. So kam hier bei einem hauptsächlich aus Mieterträgen resultierenden Umsatz von 1,5 (1,7) Mio. Euro und anderen Erträgen von 0,6 (2,5) Mio. Euro ein EBITDA von minus 1,7 (+0,3) Mio. Euro und ein Ergebnis von minus 1,6 (+0,4) Mio. Euro zu Ausweis.

Zunehmender Fokus auf Künstliche Intelligenz

Am 07. Oktober 2019 hat die InnoHubs GmbH, eine 75-prozentige 3U-Beteiligung, in unmittelbarer Nähe der Universität Würzburg ein Grundstück erworben. Der auf 3U entfallende Mittelabfluss aus der Transaktion beläuft sich auf 1,3 Mio. Euro. Auf dem Areal soll eine Innovations- und Büroimmobilie mit Schwerpunkt auf der Entwicklung von Innovationen im Bereich Künstliche Intelligenz (KI) errichtet werden. Aus der Schaffung dieses Artificial-Intelligence-Clusters und der Intensivierung der Zusammenarbeit mit der Universität Würzburg verspricht sich 3U einen Ausbau des eigenen Know-hows bei der Entwicklung von KI-Algorithmen, mit deren Hilfe vor allem die Geschäftsfelder Cloud-Computing und Onlinehandel weiter gestärkt werden sollen.

Guidance bestätigt

Wie bereits in unserer Erstanalyse vom 16. August 2019 sowie dem im Rahmen unserer Sonderstudie „Beteiligungsgesellschaften“ vom 08. Oktober 2019 publizierten Update erörtert, hat 3U die Firmenimmobilie im Marburg im August dieses Jahres veräußert. Aus dem Ende Oktober geflossenen Kaufpreis verblieb nach Ablösung der Objektfinanzierungen ein Nettomittelzufluss von 9,7 Mio. Euro. Die Transaktion wird im Schlussquartal zu einem positiven Ergebniseffekt vor Steuern von rund 5 Mio. Euro führen.

Die vor diesem Hintergrund bereits Mitte August angehobene Guidance wurde vom Vorstand im Rahmen der Neunmonatszahlen bestätigt. Demgemäß prognostiziert der Konzern für das Gesamtjahr 2019 ein Umsatzvolumen zwischen 51 und 55 Mio. Euro, ein EBITDA von 10 bis 12 Mio. Euro sowie ein Konzernergebnis im Bereich von 4 bis 5 Mio. Euro.

GSC-Schätzungen minimal adjustiert

Die Neunmonatszahlen bewegten sich im Rahmen unserer Erwartungen, daher haben wir unsere Prognosen nur marginal und weitgehend ohne Einfluss auf die wesentlichen Kennzahlen angepasst. In 2019 erwarten wir dementsprechend unverändert bei Erlösen von 52,9 Mio. Euro und einem EBITDA von 10,8 Mio. Euro einen Jahresüberschuss nach Steuern und Drittanteilen von 4,0 Mio. Euro bzw. 0,12 Euro je Aktie. Im kommenden Geschäftsjahr 2020 sehen wir weiterhin einen Umsatzzuwachs von 11,5 Prozent auf 59,0 Mio. Euro. Ohne den Effekt aus dem diesjährigen Immobilienverkauf verorten wir das EBITDA dann bei 7,5 Mio. Euro sowie den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bei 2,5 Mio. Euro bzw. 0,08 Euro je Aktie.

In 2021 erwarten wir bei um 9,5 Prozent auf 64,6 Mio. Euro steigenden Erlösen weitere Fortschritte bei der Profitabilität, so dass das Ergebnis nach Steuern und Drittanteilen überproportional auf 3,3 Mio. Euro bzw. 0,10 Euro je Aktie anwachsen sollte. Dabei halten wir für 2019 bis 2021 Dividendenzahlungen von jeweils 0,05 Euro für denkbar. Damit lägen die Ausschüttungen zwar für 2019 unter und für 2020 über der publizierten Quote von etwa 50 Prozent des EPS, stünden aber für eine kontinuierliche Dividendenpolitik.

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

Bewertung und Fazit

Die Neunmonatszahlen der 3U HOLDING AG lagen im Rahmen der Erwartungen. Das hohe Windaufkommen im ersten Quartal sowie die erfreuliche Entwicklung der potenzialstarken Geschäftsfelder Cloud-Computing (weclapp) und Onlinehandel (Selfio) ließen den Umsatz weiter deutlich wachsen. Ertragsseitig belasten derzeit noch die Maßnahmen zur Erweiterung und Optimierung der Supply Chain bei SHK, die hier jedoch künftig zu einer Margenverbesserung führen sollen. Bereinigt um diese Aufwendungen sowie Effekte aus Immobilienverkäufen konnte 3U auf Konzernebene bereits eine leichte Steigerung der EBITDA-Marge vermelden. Zudem wird der Ertrag aus einer Immobilientransaktion das Ergebnis in 2019 noch nennenswert positiv beeinflussen.

Da der An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells ist, die daraus resultierenden Effekte jedoch naturgemäß nicht prognostizierbar sind, stellen wir unsere Anlageempfehlung für die 3U-Aktie weiterhin auf die in unserer Erstanalyse vom 16. August ausführlich erörterte Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung ab. Bei Ansatz der zum Ende des dritten Quartals auf 8,9 Mio. Euro reduzierten Nettoverschuldung und ansonsten unveränderter Parameter ergibt sich demgemäß nunmehr ein Unternehmenswert von 61,7 Mio. Euro bzw. 1,75 Euro je 3U-Aktie. Allerdings sind darin die neben weclapp sowie den Wind- und Solarparks bestehenden weiteren Beteiligungen und Vermögenswerte noch nicht abgebildet.

Auf dieser Basis sowie unter Berücksichtigung der soliden Eigenkapitalquote von 54,3 Prozent per 30. September und einer erwarteten Dividendenrendite von attraktiven 3,2 Prozent bestätigen wir unser Kursziel von 1,75 Euro sowie auf dem derzeitigen Kursniveau auch unsere „Halten“-Einstufung. Auch mit Blick auf die IPO-Fantasie bei weclapp sowie perspektivisch ebenfalls bei Selfio erachten wir das Papier aber insbesondere an schwächeren Tagen vor allem für etwas risikoaffinere Anleger weiterhin als durchaus interessant.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2017		2018		2019e		2020e		2021e	
Umsatzerlöse	46,9	100,0%	48,0	100,0%	52,9	100,0%	59,0	100,0%	64,6	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			2,3%		10,3%		11,5%		9,5%	
Andere Erträge	1,7	3,6%	4,8	10,0%	6,9	13,0%	2,7	4,6%	2,7	4,2%
Veränderung zum Vorjahr			181,4%		44,1%		-60,9%		0,0%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	-0,5	-1,0%	0,6	1,2%	0,6	1,1%	0,9	1,5%	0,9	1,4%
Veränderung zum Vorjahr			221,6%		1,4%		50,0%		0,0%	
Materialaufwand	24,9	53,1%	28,6	59,7%	29,6	55,9%	32,8	55,6%	35,8	55,4%
Veränderung zum Vorjahr			15,1%		3,3%		11,0%		9,1%	
Rohergebnis	23,2	49,5%	24,7	51,5%	30,8	58,3%	29,8	50,5%	32,4	50,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,4%		24,7%		-3,4%		8,8%	
Personalaufwand	9,5	20,2%	10,3	21,5%	11,7	22,1%	13,1	22,1%	13,8	21,4%
Veränderung zum Vorjahr			8,6%		13,6%		11,6%		5,9%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,1	15,1%	7,7	16,1%	8,4	15,8%	9,3	15,7%	10,1	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			9,1%		8,6%		10,8%		8,7%	
EBITDA	6,7	14,2%	6,7	14,0%	10,8	20,4%	7,5	12,6%	8,5	13,2%
Veränderung zum Vorjahr			0,6%		60,3%		-30,7%		14,1%	
Abschreibungen	3,7	7,9%	4,0	8,4%	5,0	9,5%	3,4	5,8%	3,3	5,1%
Veränderung zum Vorjahr			8,9%		24,6%		-31,8%		-3,2%	
EBIT	3,0	6,4%	2,7	5,6%	5,8	10,9%	4,0	6,9%	5,2	8,1%
Veränderung zum Vorjahr			-9,5%		113,3%		-29,8%		28,7%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-1,1	-2,3%	-0,9	-1,8%	-0,8	-1,4%	-0,6	-0,9%	-0,5	-0,8%
Veränderung zum Vorjahr			19,8%		12,8%		27,6%		9,1%	
Ergebnis vor Steuern	1,9	4,1%	1,8	3,8%	5,0	9,5%	3,5	5,9%	4,7	7,3%
Steuerquote	36,6%		-17,5%		15,0%		17,5%		20,0%	
Ertragssteuern	0,7	1,5%	-0,3	-0,7%	0,8	1,4%	0,6	1,0%	0,9	1,5%
Jahresüberschuss	1,2	2,6%	2,2	4,5%	4,3	8,0%	2,9	4,9%	3,8	5,8%
Veränderung zum Vorjahr			78,7%		97,8%		-32,2%		30,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,1		0,2		0,3		0,4		0,5	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,1	2,3%	1,9	4,0%	4,0	7,5%	2,5	4,2%	3,3	5,1%
Veränderung zum Vorjahr			81,5%		104,8%		-37,2%		31,4%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	33,130		33,130		33,130		33,130		33,130	
Gewinn je Aktie	0,03		0,06		0,12		0,08		0,10	

Aktionärsstruktur

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

Termine

25.03.2020	Geschäftsbericht 2019
13.05.2020	Zahlen erstes Quartal 2020
20.05.2020	Ordentliche Hauptversammlung
12.08.2020	Halbjahreszahlen 2020
11.11.2020	Zahlen drittes Quartal 2020

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
08.10.2019	1,58 €	Halten	1,75 €
16.08.2019	1,36 €	Kaufen	1,75 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2019):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	50,0%	43,8%
Halten	48,5%	56,2%
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.