19. September 2019 Research-Studie



3U Holding AG

Zwei starke Wachstumstreiber

Urteil: Buy (Ersteinschätzung) | Kurs: 1,565 Euro | Kursziel: 2,10 Euro

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92 E-Mail: kontakt@sc-consult.com Internet: www.sc-consult.com



Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Snapshot	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
weclapp	9
Selfio	11
Marktumfeld	13
Strategie	17
Zahlen	20
Equity-Story	26
DCF-Bewertung	28
Fazit	31
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	32
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen	33
Impressum & Disclaimer	34



Snapshot



Stammdaten

Sitz: Marburg

Branche: Software / E-Commerce

Mitarbeiter: 181 Rechnungslegung: IFRS

ISIN: DE0005167902
Ticker: UUU:GR
Kurs: 1,565 Euro
Marktsegment: Prime Standard
Aktienanzahl: 35,3 Mio. Stück
Market-Cap: 55,3 Mio. Euro
Enterprise Value: 66,0 Mio. Euro

Free Float: 63,7 %

Kurs Hoch/Tief (12M): 1,62 / 0,88 Euro Ø Umsatz (Xetra, 12 M): 22,4 Tsd. Euro / Tag

Kurzportrait

Nach einer schwierigen Phase ist die 3U Holding mit ihren Segmenten ITK, Erneuerbare Energien und SHK (Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik) seit drei Jahren wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt und hat auf dieser Basis zuletzt deutlich steigende Gewinne erwirtschaftet. Auch die weiteren Perspektiven sind vielversprechend, wofür vor allem zwei Beteiligungen aus den Bereichen Cloud Computing (weclapp) und E-Commerce (Selfio) sorgen. Insbesondere weclapp, der Anbieter einer Cloud-basierten ERP-Software, wächst nicht nur rasant, sondern ist bereits hochprofitabel. Setzt sich diese Entwicklung fort, wird weclapp, das derzeit noch mit 3 Mio. Euro Umsatz vergleichsweise klein ist, schon bald die Zahlen des gesamten Konzerns prägen. Dieses Potenzial wurde jüngst in einem externen Gutachten bewertet, in dem für weclapp ein Unternehmenswert oberhalb der aktuellen Marktkapitalisierung von 3U ermittelt wurde. Auch wir haben uns in unserem Bewertungsmodell vor allem auf weclapp und Selfio konzentriert und haben auf rein organischer Basis für die 3U-Aktie einen fairen Wert von 2,10 Euro errechnet, rund ein Drittel über dem aktuellen Kurs. Auf dieser Grundlage starten wir die Coverage mit dem Votum "Buy".

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	43,7	46,9	48,0	51,9	57,9	65,2
EBIT (Mio. Euro)	1,1	3,0	2,7	7,1	1,9	2,3
Jahresüberschuss	0,6	1,1	1,9	4,5	0,4	0,7
EpS	0,02	0,03	0,05	0,13	0,01	0,02
Dividende je Aktie	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
Umsatzwachstum	-9,3%	7,2%	2,3%	8,1%	11,6%	12,6%
Gewinnwachstum	-178,4%	65,4%	81,5%	131,0%	-90,1%	65,2%
KUV	1,19	1,11	1,08	1,00	0,90	0,80
KGV	80,5	48,7	26,8	11,6	117,4	71,1
KCF	-	7,8	87,1	14,5	10,6	10,4
EV / EBIT	59,3	20,9	23,1	8,8	32,7	26,6
Dividendenrendite	0,6%	1,3%	1,9%	2,6%	2,6%	2,6%

Snapshot Seite 3



Executive Summary

- Beteiligungsholding mit zwei Wachstumstreibern: Bei der 3U Holding handelt es sich um eine Beteiligungsholding mit derzeit mehr als 25 Unternehmen, die in den drei Geschäftssegmenten Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK), Erneuerbare Energien sowie Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK) aktiv sind. Hiervon ragen aber mit der weclapp SE und der Selfio GmbH zwei Beteiligungen heraus, die in den Bereichen Cloud Computing und E-Commerce tätig sind und auf denen der strategische Schwerpunkt der Gruppe liegt. Darüber hinaus werden auf der Holding-Ebene Erträge mit dem Ankauf und der Veräußerung von Vermögenswerten wie Beteiligungen oder Immobilien generiert.
- Moderne Unternehmenssoftware als Profitabilitätstreiber: Die größten Potenziale birgt der Softwarehersteller weclapp, der mit seiner modernen, vollständig Cloud-basierten und ausschließlich im SaaS-Modell vertriebenen gleichnamigen ERP- und CRM-Software derzeit mit rund 50 Prozent pro Jahr wächst und zuletzt eine Nettomarge von über 20 Prozent erwirtschaftet hat. Mit einem für dieses Jahr geplanten Umsatz auf rund 4,5 Mio. Euro ist weclapp zwar noch klein, doch das Unternehmen will sein hohes Wachstumstempo beibehalten und schon 2023 mehr als 25 Mio. Euro erlösen.
- Qualitätsführer im E-Commerce: Der zweite Wachstumsschwerpunkt ist die E-Commerce-Tochter Selfio, die über ihren Onlineshop SHK-Produkte an Heimwerker und Bauherren vertreibt. Im Wettbewerb punktet Selfio mit einer Kombination aus attraktiven Preisen, einer hohen Beratungsqualität und einer ausgefeilten Content-Marketing-Strategie (die auch weclapp verfolgt).
- **Seit drei Jahren profitabel:** Nach einer schwierigen Phase in der ersten Hälfte des Jahrzehnts befindet sich die 3U-Gruppe seit drei Jahren wieder im Wachstumsmodus mit positiven und steigenden Ergebnissen.
- **Großzügige Dividendenpolitik:** Die verbesserte Geschäftslage nutzt 3U für eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik, in deren Rahmen rund die Hälfte des Jahresüberschusses ausgeschüttet wird. Zwischen 2016 und 2018 wurde die Dividende auf zuletzt 3 Cent je Aktie verdreifacht, was zum Ausschüttungszeitpunkt einer Dividendenrendite von rund 2,5 Prozent entsprach.
- **Gewinnsprung in 2019 absehbar:** Dank eines sehr lukrativen Immobilienverkaufs ist für 2019 bereits heute ein weiterer Gewinnsprung absehbar. Die vom Unternehmen im August erhöhte Prognose sieht einen Jahresüberschuss zwischen 4 und 5 Mio. Euro vor, nach 1,9 Mio. Euro im Vorjahr.
- Akquisitionskurs angekündigt, weclapp-IPO möglich: Die Zuflüsse aus dem Immobiliendeal will
 3U einsetzen, um das Wachstum von weclapp und Selfio zu unterstützen, wozu auch Akquisitionen zählen
 sollen. Um hierfür weitere Mittel zu generieren, ist auch ein IPO von weclapp möglich.
- Deutliche Unterbewertung: Obwohl wir die Wertpotenziale der angedachten Zukäufe in unserem Modell ebenso wenig berücksichtigt haben wie ein weclapp-IPO, haben wir auf Basis der Annahme eines fortgesetzten dynamischen Wachstums von weclapp und Selfio einen fairen Wert von 2,10 Euro je Aktie ermittelt. Demnach sehen wir bei der 3U-Aktie aktuell eine deutliche Unterbewertung und vergeben auf dieser Basis zum Start unserer Coverage das Urteil "Buy".

Executive Summary Seite 4



SWOT-Analyse

Stärken

- Seit drei Jahren wieder auf Wachstumskurs und profitabel.
- Mit weclapp und Selfio enthält das Portfolio zwei sehr wachstumsstarke Unternehmen, die den Rückgang des ehemaligen Kerngeschäfts inzwischen mehr als kompensieren.
- Das Geschäft von weclapp basiert auf wiederkehrenden Umsätzen, ist hochgradig skalierbar und bereits heute sehr profitabel.
- Beide Unternehmen verfolgen eine bereits erfolgsbewährte Wachstumsstrategie.
- Solide Bilanz- und Liquiditätsausstattung, die in Verbindung mit den steigenden Gewinnen für eine hohe Ausschüttungsquote genutzt wird.
- Große Stabilität in der Führung, der Gründer und größte Einzelaktionär leitet das Unternehmen seit 20 Jahren.

Chancen

- Durch die Erschließung weiterer Vertriebskanäle und durch Internationalisierung will weclapp das Wachstum weiter beschleunigen und den Umsatz bei steigender Profitabilität in den nächsten Jahren vervielfachen.
- Auch Selfio will vom Trend zum E-Commerce profitieren und den Umsatz in den nächsten Jahren auf mindestens 50 Mio. Euro erhöhen.
- Vor allem bei weclapp soll das Wachstum zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden.
- Die eingeleitete Modernisierung der Logistik könnte die Profitabilität bei Selfio spürbar erhöhen.
- Ein möglicher weclapp-IPO und eventuelle Verkäufe von Beteiligungen außerhalb des strategischen Kerns bieten weiteres Wertsteigerungspotenzial.

Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind noch sehr niedrig und zuletzt rückläufig.
- Bei weclapp, dem mit Abstand größten Hoffnungsträger, handelt es sich trotz der in den letzten Jahren erreichten Wachstumsraten noch um ein kleines Unternehmen mit einem Halbjahresumsatz von 2 Mio. Euro.
- Noch werden das Zahlenwerk und das Erscheinungsbild der 3U-Gruppe stark von den zahlreichen Beteiligungen außerhalb des strategischen Kerns dominiert, die teilweise deutlich schrumpfende Erlöse verzeichnen.
- Für einen Großteil des Windparkportfolios endet spätestens in zwei Jahren die garantierte und lukrative Einspeisevergütung.
- Der Anteil der Wiederholungskäufe ist bei Selfio geschäftsmodellbedingt sehr gering.

Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität bei Selfio könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Der Einbruch der deutschen Baukonjunktur würde Selfio erheblich treffen.
- Das geplante rasante Wachstum von Selfio und weclapp könnte die Managementstrukturen dieser beiden Firmen wie auch der Holding überfordern.
- Der geplante Akquisitionskurs birgt erfahrungsgemäß Risiken wie die Fehleinschätzung eines Targets oder Integrationsprobleme.
- Angesichts des rasanten technischen Fortschritts und der im Vergleich mit vielen Wettbewerbern nur begrenzten Ressourcen könnte weclapp seinen technologischen Vorsprung wieder einbüßen.

SWOT-Analyse Seite 5



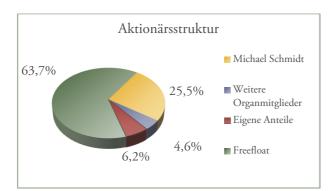
Profil

Zwei strategische Wachstumsfelder

Bei der 3U Holding AG aus Marburg handelt es sich um eine operative Management- und Beteiligungsholding, die 1997 als ein Telekommunikationsanbieter gegründet und bereits 1999 an der Börse eingeführt wurde; die Aktie notiert im Prime Standard. Das aktuelle Portfolio umfasst mehr als 25 Unternehmen aus den drei Geschäftssegmenten Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK), Erneuerbare Energien und Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK), von denen sich in den letzten Jahren zwei Bereiche, Cloud Computing und E-Commerce, als Wachstumstreiber und Hoffnungsträger herauskristallisiert haben. Um der großen strategischen Bedeutung dieser beiden Bereiche, die vor allem von den beiden Töchtern weclapp SE und Selfio GmbH bearbeitet werden, gerecht zu werden, werden sie in den nächsten beiden Kapiteln ausführlich vorgestellt.

Kontinuität in der Führung

Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit 211 Mitarbeiter (bzw. 181 Vollzeitäquivalente) inkl. des dreiköpfigen Vorstands. Als Sprecher des Vorstands fungiert Michael Schmidt, der 1997 zum Gründerkreis gehörte und seit 2002 im Vorstand ist. Auch die beiden anderen Vorstände, Christoph Hellrung (CFO) und Andreas Odenbreit, sind bereits seit über zehn Jahren in Führungspositionen des Konzerns tätig.



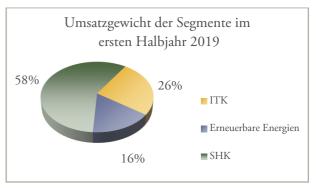
Quelle: Unternehmen

Breiter Freefloat

Eine prägende Rolle hat Michael Schmidt auch als größter Einzelaktionär der Gesellschaft, dessen Anteil sich derzeit auf 25,5 Prozent beläuft. Die übrigen Organmitglieder halten kumuliert 4,6 Prozent der Aktien, weitere 6,2 Prozent befinden sich im Eigenbesitz der Gesellschaft. Der Rest der Anteile (63,7 Prozent) ist breit gestreut.

Drei Segmente

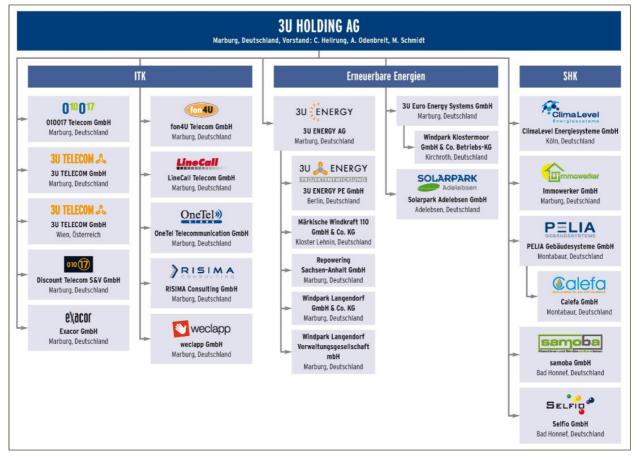
Die operativen Aktivitäten sind in mehr als 25 Tochtergesellschaften angesiedelt, die sich in den meisten Fällen komplett oder nahezu komplett im Besitz des 3U-Konzerns befinden und in drei Segmenten geführt werden (siehe Übersicht auf der nächsten Seite). Den Ursprung und die Keimzelle der Gruppe bildet das Segment ITK, das mit 74 FTE rund 42 Prozent der Konzernmitarbeiter beschäftigt und im ersten Halbjahr 2019 mit 6,4 Mio. Euro ein Viertel der Gruppenerlöse erwirtschaftet hat. Eine geringere Personalintensität weist das kleinste Segment Erneuerbare Energien auf, dessen lediglich vier Mitarbeiter für einen Umsatz von 4,1 Mio. Euro verantwortlich waren. Die umsatzmäßig größte Sparte ist der Bereich Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK), der im ersten Halbjahr mit 73 Mitarbeitern für 14,6 Mio. Euro Umsatz und damit für 58 Prozent der Konzernerlöse verantwortlich war.



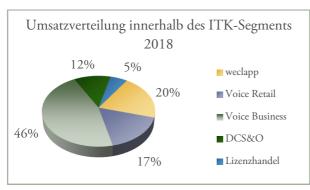
Quelle: Unternehmen; vor Konsolidierung

Profil Seite 6





Quelle: Unternehmen



Quelle: Unternehmen

ITK: Ursprung und Hoffnungsträger

Der margen- und wachstumsstärkste Bestandteil des Segments Informations- und Telekommunikationstechnik und das zentrale strategische Element des Gesamtkonzerns ist die Beteiligung weclapp, die eine technologisch führende cloudbasierte Unternehmenssoftware (ERP und CRM) entwickelt hat, vertreibt und im letzten Jahr damit einen Umsatz von 3,0 Mio.

Euro erzielt hat (zu weclapp siehe nächstes Kapitel). Darüber hinaus wird in dem Segment unter anderem das Geschäft mit Call-by-Call- sowie mit Preselection-Telefonie im Endkundenbereich geführt (Voice Retail). In diesem stark schrumpfenden Geschäft, das sich zunehmend auf Auslandsgespräche konzentriert, wurden im letzten Jahr knapp 2,5 Mio. Euro erlöst. Wesentlich größer und zuletzt wachsend ist das Telefoniegeschäft mit Business-Kunden (Voice Business), in dessen Rahmen 3U vor allem seine Infrastruktur für andere Telekommunikationsunternehmen aus dem In- und Ausland (Terminierung, also Durchleitung und Adressierung) sowie Mehrwertdienste vermarktet und mit dem 2018 6,8 Mio. Euro umgesetzt wurden. Ein weiteres wachsendes Standbein ist der Bereich Data Center Services & Operation (Umsatz: 1,7 Mio. Euro), in dem physische Server-Stellfläche in den drei eigenen Rechenzentren in Marburg, Hannover und Berlin sowie virtuelle Server auf eigener Hard-

Profil Seite 7



ware angeboten werden. Komplettiert wird das Leistungsspektrum des Segments durch Vertrieb und Consulting im Umfeld eines fremden Softwareprodukts für Dokumentensicherheit und -integrität (Umsatzbeitrag: 0,8 Mio. Euro).

Erneuerbare Energien als Cash Cow

Wesentlich übersichtlicher ist das Segment Erneuerbare Energien, in dem 3U aktuell drei Windparks und einen Solarpark mit einer Gesamtkapazität von rund 45 MW betreibt. Hiervon entfallen 35,1 MW auf die drei Windparks in Niedersachsen, Sachsen-Anhalt und Brandenburg, mit denen im letzten Jahr 4,1 Mio. Euro erlöst wurden. Weitere 2,1 Mio. Euro steuerte 2018 ein Solarpark aus insgesamt 44.100 Solarmodulen (davon 90 Prozent Freifläche und 10 Prozent Dachfläche) bei, der in Adelebsen in der Nähe von Göttingen gelegen ist. Grundsätzlich umfasst das Segment auch das Geschäft mit der Entwicklung von Windparks, das 3U aber aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen zu Jahresanfang bis auf Weiteres deutlich zurückgefahren hat. Auch wenn in Folge dieser Entscheidung der Großteil der dafür zuständigen Mitarbeiter das Unternehmen inzwischen verlassen hat, betont 3U, dass die Wiederaufnahme des Geschäfts in einem verbesserten Marktumfeld beabsichtigt ist und problemlos möglich wäre.

SHK vom E-Commerce geprägt

Das SHK-Segment ist umsatzseitig eindeutig von der E-Commerce-Tochter Selfio dominiert, auf die im letzten Jahr 17,4 Mio. Euro und damit fast zwei Drittel der Segmenterlöse entfielen. Wie weclapp spielt auch Selfio für den Konzern eine so wichtige strategische Rolle, dass wir dem Unternehmen im Folgenden ein separates Kapitel widmen. Die zweitgrößte Einheit des SHK Segments ist die ClimaLevel Energiesysteme GmbH, die vor allem unter dem Namen Multiboden ClimaLevel ein selbst entwickeltes Bodensystem zum Heizen, Kühlen, Lüften und Verkabeln von Gebäuden vertreibt und installiert. Dementsprechend stammen die Kunden, mit denen das Unternehmen letztes Jahr rund 7 Mio. Euro umgesetzt hat, aus dem Bausektor (Bauträger, Architekten, Projektentwickler etc.). Die dritte Beteiligung in dem SHK-Segment, die ein nennenswertes Geschäftsvolumen aufweist, ist die PELIA Gebäudesysteme GmbH, deren Schwerpunkt in Einkaufs- und Logistikdienstleistungen für die technische Gebäudeausstattung liegt und die vor allem konzernintern für die Schwestergesellschaften Selfio und ClimaLevel tätig ist. Dafür betreibt PELIA in Montabaur ein Produktions- und Logistikzentrum, in dem auf einer Gesamtfläche von ca. 4.000 qm Produkte produziert, gelagert, konfektioniert und versendet werden. Das Geschäft mit externen Kunden besteht vor allem aus dem Großhandelsvertrieb eines selbst entwickelten Fußbodenheizungssystems (ClimaTE 25) sowie weiterer SHK-Produkte. Weitere Beteiligungen des SHK-Segments haben derzeit keine nennenswerte Bedeutung.

Profil Seite 8



weclapp

Prämierte ERP-Software

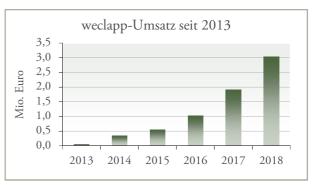
Der größte Hoffnungsträger und der eindeutige Schwerpunkt der Strategie des 3U-Konzerns ist die weclapp SE, die seit 2008 ein eigenes ERP-System entwickelt und seit 2013 mit zunehmendem Erfolg vermarktet. Die Software ist vollständig Cloud-basiert, hochskalierbar und bietet eine moderne, Browser-gestützte Bedienoberfläche sowie einen sehr großen Funktionsumfang. Angefangen bei Projektmanagement, Einkauf, Lager und Produktion, über ein vollständiges CRM-System und Kassenfunktionalitäten, bis zu Helpdesk, Rechnungsmanagement und natürlich Buchhaltungsfunktionen sind alle zentralen Aspekte der Unternehmenssteuerung enthalten. Als vollständig Cloud-basiertes Produkt ist weclapp hochgradig standardisiert und modularisiert, sodass Kunden ohne aufwändige Implementierungsprojekte die Software nach der Buchung sofort in dem gewünschten Umfang nutzen können. Das hohe technologische Niveau wurde weclapp wiederholt vom Center for Enterprise Research der Universität Potsdam bescheinigt, das die Software drei Mal in Folge (2016 bis 2018) zum "Cloudbasierten ERP-System des Jahres" gewählt hat.

20 Mio. Euro Entwicklungskosten

Der aktuelle Stand der Software ist das Ergebnis einer mehr als zehnjährigen Entwicklung, die 2008 als Gemeinschaftsprojekt von 3U und dem heutigen weclapp-CEO Ertan Özdil, einem passionierten Softwareentwickler, der zuvor bei 3U für die Programmierung des Billing-Systems verantwortlich war, begonnen wurde und für die bis heute mehr als 20 Mio. Euro investiert wurden. An der SE, auf welche die bisherige weclapp GmbH im Sommer 2019 verschmolzen wurde, hält 3U Holding rund 75 Prozent, während das restliche Viertel bei CEO Özdil liegt.

Über 60 Mitarbeiter

weclapp beschäftigt derzeit über 60 Mitarbeiter, die sich vor allem auf die beiden Standorte Marburg und Kitzingen verteilen. Als dritter deutscher Standort wird seit Anfang 2019 Frankfurt aufgebaut, was weclapp nicht zuletzt mit der Hoffnung auf einen besseren Zugang zum dortigen Arbeitsmarkt begründet. Aber auch an den beiden anderen deutschen Standorten soll das Personal weiter stark ausgebaut werden, insgesamt weist die Gesellschaft auf ihrer Homepage aktuell zwölf offene Stellen sowie elf Ausbildungsund Praktikumsplätze aus. Darüber hinaus verfügt weclapp über Entwicklerkapazitäten in Indien, die in naher Zukunft auf etwa 80 Personen verzehnfacht werden sollen.



Quelle: Unternehmen

CAGR von 120 Prozent

Nachdem die ersten fünf Jahre ausschließlich der Entwicklung gewidmet waren, wird die Software seit 2013 vermarktet. weclapp setzt dabei ausschließlich auf das SaaS-Modell, in dessen Rahmen die Lizenzerlöse in Form von monatlichen Abogebühren vereinnahmt werden. Aus Kundensicht hat dies den Vorteil, dass eine hohe Anfangsinvestition vermieden wird, während weclapp von dem wiederkehrenden Charakter der Einnahmen profitiert. Zwischen 2013 und 2018 konnte auf dieser Basis ein durchschnittliches Wachstum von 120 Prozent p.a. erzielt werden, auf zuletzt 3,0 Mio. Euro. Auch im ersten Halbjahr 2019 ist weclapp wieder um mehr als 50 Prozent gewachsen, für das Gesamtjahr wird eine Steigerung in der-

weclapp Seite 9



selben Größenordnung auf rund 4,5 Mio. Euro angestrebt. Mit rund 50 Prozent pro Jahr will weclapp auch in den nächsten Jahren wachsen und 2023 einen Umsatz von mehr als 25 Mio. Euro erzielen, wobei anorganische Effekte das Wachstumstempo auch verdoppeln könnten.

Rund 20 Prozent Nettomarge

Trotz des noch jungen Alters der Gesellschaft und der noch geringen Größe erwirtschaftet weclapp nach Angaben von 3U eine EBITDA-Marge von knapp unter 30 Prozent sowie eine Nettomarge von rund 20 Prozent. Auch bezüglich des operativen Cashflow spricht das Unternehmen von hohen Überschüssen.

Treue Kundenbasis

Aktuell umfasst die Kundenkartei mehr als 2.500 Unternehmen, wobei der eindeutige geographische Schwerpunkt in Deutschland liegt. Unter anderem weist die Referenzliste solche Namen wie Siemens, ADAC, meinestadt.de und eprimo auf, doch bei den meisten Kunden handelt es sich um kleine oder sogar sehr kleine Unternehmen, die überwiegend aus den Bereichen E-Commerce und Dienstleistungen (Agenturen, Unternehmensberatungen, IT-Dienstleister) stammen. Da weclapp neben der technologischen Führerschaft auch preislich sehr attraktiv ist und die günstigsten Pakete bereits bei neun Euro pro Monat beginnen, beläuft sich der durchschnittliche Monatsumsatz pro Kunde derzeit auf etwas mehr als 100 Euro. Die hohe Attraktivität der von weclapp angebotenen Preis-Leistung-Kombination wird auch durch die sehr niedrige Kündigungsrate belegt, die das Unternehmen auf einen niedrigen einstelligen Prozentsatz beziffert.

Internationaler Ansatz

Da die Software im Unterschied zu vielen anderen Konkurrenzprodukten nicht anhand des Rechnungswesens, sondern entlang der Prozesse der Warenwirtschaft entwickelt worden ist, kann sie problemlos auch in anderen Ländern benutzt werden. Der internationale Ansatz wird auch durch die sieben verfügbaren Sprachversionen unterstützt, zu denen neben Deutsch und Englisch auch Französisch, Italienisch Spanisch, Polnisch und Türkisch gehören. Aktuell wird die Software nach Unternehmensangaben bereits in 35 Ländern produktiv eingesetzt.

Offene Plattform

Eine weitere Besonderheit der weclapp-Software ist ihre Konzeption als eine offene Plattform, für die Nutzer eigene Branchen- oder Speziallösungen, Zusatzfunktionen und Schnittstellen entwickeln können, die nach entsprechender Qualitätsprüfung durch weclapp anschließend auch anderen Nutzern zur Verfügung stehen. Hierdurch erschließt sich weclapp nicht nur das Entwicklerpotenzial der Kunden, sondern es wird auch eine sehr hohe Deckungsgleichheit zwischen der Softwareentwicklung und dem Bedarf bei Kunden sichergestellt. Darüber hinaus erleichtert und unterstützt das Plattformkonzept auch die Vernetzung und die Zusammenarbeit über Unternehmensgrenzen hinweg, so dass zum Beispiel Lieferantenbeziehungen in einer einheitlichen Plattform abgebildet werden können. Im Idealfall lassen sich hierdurch ganze Lieferketten automatisieren und beschleunigen. Ein wichtiges Erfolgskriterium des Plattformkonzepts ist die Zahl der aktiven Nutzer der Software, die weclapp aktuell auf mehr als 15.000 pro Tag beziffert.

weclapp Seite 10



Selfio

Führender SHK-Onlinehändler

Die zweite strategische Kernbeteiligung des 3U-Konzerns ist der 2011 gegründete Onlinehändler Selfio, der unter der gleichnamigen Internetadresse Produkte aus dem SHK-Bereich vertreibt. Der größte Umsatzanteil entfällt auf Fußbodenheizungen, gefolgt von Systemen für die Wasseraufbereitung und Lüftung (siehe Abbildung). Das Angebot, das zahlreiche Produkte namhafter Hersteller wie etwa Buderus, Wilo, Grundfos, Biral oder Junkers umfasst, richtet sich vor allem an Privatkunden (Heimwerker und Selberbauer). Insgesamt umfasst die Kundendatei rund 200 Tsd. Einträge, wobei monatlich etwa 6 Tsd. Kunden dazu kommen.



Quelle: Unternehmen

Hohe Beratungsqualität

Angesichts des beratungsintensiven Sortiments und der adressierten Zielgruppe punktet Selfio im Wettbewerb mit der hohen Beratungsqualität. Für die Bereiche Fußbodenheizung, Heizung, Lüftung, Schornsteine und Solarthermie können die Kunden einen kostenlosen Planungsservice in Anspruch nehmen, für Fußbodenheizungen wird sogar ein Montageservice angeboten. Darüber hinaus bietet das Unternehmen auch eine kostenlose Beratung über die bestehenden staatlichen Förderprogramme.

Starke Marke im Zielmarkt

Die große Beratungskompetenz kommt zudem in einem breiten und vielfältigen Angebot an Anleitungen sowie Planungs- und Berechnungstools zum Ausdruck. Unter anderem verfügt die Seite, die monatlich zwischen 120.000 und 140.000 Besucher verzeichnet, nach eigenen Angaben über einen eigenen YouTube-Kanal (Selfio TV), der aktuell über 70 Videos mit Montage-Anleitungen und Tipps sowie über 4.700 Abonnenten verfügt. Die Anzahl der Klicks beziffert das Unternehmen auf mehr als fünf Millionen. Um dieses Angebot, mit dem Selfio einen wichtigen Beitrag zu Markenbildung erzielt, weiter zu stärken, wurde im Frühjahr ein Einfamilienhaus im Rohbau erworben, das künftig für die Produktion weiterer Videos unter realistischen Baustellenbedingungen genutzt werden soll.

CAGR von 40 Prozent

Seit dem Start im Jahr 2011 hat Selfio ein hohes Wachstum verzeichnet, das sich im Durchschnitt auf 40 Prozent p.a. belaufen hat. Mit 17,4 Mio. Euro war Selfio im letzten Jahr die umsatzstärkste Einheit des gesamten 3U-Konzerns. Auch im ersten Halbjahr 2019 ist Selfio erneut sehr dynamisch gewachsen und hat mit dem Umsatzanstieg von 7,7 auf 10,0 Mio. Euro maßgeblich zum Wachstum des gesamten SHK-Segments (knapp 24 Prozent) beigetragen.



Quelle: Unternehmen

Selfio Seite 11



Durchgehend profitabel

Gleichzeitig hat Selfio nach Aussage im Halbjahresbericht das EBITDA verdoppelt. Damit kann das Unternehmen weiterhin für sich beanspruchen, trotz des hohen Wachstums bisher jederzeit profitabel gewesen zu sein. Allerdings sind die Margen angesichts der ausgeprägten Preiskonkurrenz im Onlinehandel vergleichsweise niedrig, im letzten Jahr lag die die Nettomarge bei lediglich 1,1 Prozent (Vorjahr: 2,9 Prozent).

Schlüsselrolle für die Logistik

Angesichts des intensiven Preiswettbewerbs wird die Profitabilität im hohen Maß von der Effizienz der internen Prozesse determiniert. Eine zentrale Rolle spielt dabei die Logistik, die für Selfio von der Schwestergesellschaft PELIA erledigt wird. Hierfür betreibt diese in Montabaur ein eigenes Logistikzentrum, das aber aufgrund des Wachstums in den letzten Jahren zunehmend an seine Grenzen gestoßen ist. Aus diesem Grund soll im nächsten Jahr der Umzug in ein deutlich größeres Objekt erfolgen, der mit erheblichen Investitionen in moderne Lagertechnik und in

die Automatisierung einhergehen wird. Auch wurde die Logistikexpertise in der PELIA-Leitung durch die Neubesetzung eines Geschäftsführerpostens mit einem Logistikexperten gestärkt.

Cleveres Onlinemarketing

Neben attraktiven Preisen und einer effizienten Logistik stellt die Sichtbarkeit eine zentrale Stellschraube für den Erfolg im E-Commerce dar. Diesbezüglich setzt 3U sowohl bei Selfio als auch bei weclapp auf ein bewährtes und bisher sehr erfolgreiches Onlinemarketingkonzept, dessen Kern aus Content-Marketing besteht. Neben dem umfangreichen Angebot an Videos gehört dazu ein breiter Strom an suchmaschinenoptimierten Textinhalten, die auf mehr als 400 Seiten im deutschsprachigen Internet ausgespielt werden. Wie in den Anleitungs-Videos handelt es sich bei diesen Texten um keine explizite Werbung, sondern vor allem um hochwertige Beiträge zu einzelnen Fragestellungen des SHK-Bereiches (bzw. zu ERP-, CRM- und Cloudthemen bei weclapp), mit denen die eigene Beratungskompetenz (bzw. Lösungskompetenz bei weclapp) transportiert wird.

Selfio Seite 12



Marktumfeld

Konzentration auf die Wachstumsmärkte

Der 3U-Strategie folgend, sich künftig vor allem auf die beiden Bereiche Cloud Computing (über weclapp) und E-Commerce (über Selfio) zu konzentrieren, liegt der Schwerpunkt dieses Kapitels auf den Märkten, die von diesen beiden Unternehmen adressiert werden. Damit betrachten wir auch die 3U Holding nicht als eine Beteiligungsholding mit den typischen Schwankungen des Beteiligungsmarktes, sondern als einen integrierten Konzern mit zwei klar definierten Wachstumsbereichen.

ERP-Hersteller	ERP-Umsatz in 2018	Anteil
SAP	7,7	22,3%
Oracle	3,9	11,3%
Workday	2,3	6,7%
Sage	2,0	5,8%
Infor	1,7	4,9%
Top-5	17,6	51,0%
Rest	16,9	49,0%
Gesamtmarkt	34,5	100,0%

Quelle: Gartner; in Mrd. US-Dollar

ERP-Markt mit großer Dynamik

Als Anbieter von Unternehmenssoftware agiert weclapp in einem sehr großen Markt mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Der globale Markt für Unternehmenssoftware im Jahr 2018 wird von Gartner auf 193,6 Mrd. US-Dollar geschätzt, was gegenüber dem Vorjahr einem Wachstum von 12,5 Prozent entsprach. Hiervon entfallen rund 35 Mrd. US-Dollar auf den ERP-Markt (in der Gartner-Abgrenzung, andere Marktschätzungen sehen den weltweiten ERP-Markt jenseits der 80 Mrd. US-Dollar), der von SAP und Oracle angeführt wird und zwischen 2017 und 2018 um 10 Prozent gewachsen ist. Die Top-5 des Marktes verfügen zusammen über einen Marktan-

teil von 51 Prozent, während sich der Rest auf Hunderte kleinere Anbieter verteilt. Diese starke Fragmentierung deutet Gartner als Indiz für die hohe Dynamik des Marktes und sieht gute Chancen für innovative, spezialisierte Newcomer. Dementsprechend ist der einzige Anbieter der Top-5, der seine Positionierung verbessern konnte, Workday, ein innovatives Unternehmen, dessen Software ausschließlich und von Anfang an Cloud-basiert ist.

CRM-Markt bereits SaaS-geprägt

Noch größer und dynamischer ist inzwischen der globale CRM-Markt, der laut Gartner letztes Jahr um 15,6 Prozent auf 48,2 Mrd. US-Dollar gewachsen ist. Dominiert wird dieser Markt ganz klar von dem US-Anbieter Salesforce, der von Anfang an auf die Karte Cloud und SaaS gesetzt und zuletzt seinen Marktanteil weiter von 18,3 auf 19,5 Prozent gesteigert hat. Dahinter folgen mit großem Abstand SAP, Oracle, Adobe und Microsoft. Insgesamt liegt der Marktanteil der Top-5 des CRM-Marktes bei 40 Prozent. Durch den Salesforce-Erfolg ist der gesamte CRM-Markt zudem stark SaaS-geprägt, der Anteil der Abolizenzen am Gesamtumsatz lag 2018 bei 72,9 Prozent und soll dieses Jahr 75 Prozent erreichen.

CRM-Hersteller	CRM-Umsatz in 2018	Anteil
Salesforce	9,42	19,5%
SAP	4,01	8,3%
Oracle	2,67	5,5%
Adobe	2,45	5,1%
Microsoft	1,30	2,7%
Top-5	19,86	41,2%
Rest	28,37	58,8%
Gesamtmarkt	48,23	100,0%

Quelle: Gartner; in Mrd. US-Dollar



Cloud-ERP inzwischen Standard

Doch auch im ERP-Markt ist einer Erhebung von Panorama Consulting Solutions zufolge (2018 ERP Software Report) die Softwarebereitstellung aus der Cloud inzwischen Standard. Nicht zuletzt aufgrund der entsprechenden Vertriebsanstrengungen der großen Anbieter für ihre Cloud-Lösungen (SAP S4/HANA, Oracle Cloud) entschieden sich letztes Jahr bereits 64 Prozent der von Panorama Consulting befragten 300 Unternehmen (hauptsächlich aus Nordamerika, Durchschnittsumsatz von 439 Mio. US-Dollar) für eine SaaS-Lösung, weitere 21 Prozent für eine Kombination aus einer Cloud-Lösung und einem traditionellen Lizenzmodell.

Einführungsprojekte bleiben komplex

Ungeachtet der veränderten Art der Bereitstellung und der Lizenzierung handelt es sich bei den ERP-Produkten der großen Anbieter um hochkomplexe Systeme, die langwierige und kostspielige Einführungsprojekte erfordern. Trotz des hohen Cloud-Anteils berichten die von Panorama Consulting Solutions befragten Unternehmen von einer durchschnittlichen Dauer des Initialprojektes von 17,4 Monaten, die damit sogar einen halben Monat länger ausfällt als bei der Befragung vor einem Jahr. Auch der Anteil der Unternehmen, die von signifikanten Störungen des Geschäftsbetriebes während der ERP-Einführung berichten, erhöhte sich im letzten Jahr von 56 auf 66 Prozent.

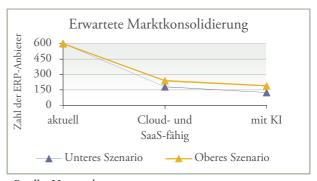
Steigende Bedeutung von KI

Nachdem Cloud-Computing und SaaS weitgehend im Markt angekommen sind, sehen viele Experten nun den Einsatz von künstlicher Intelligenz als den nächsten zentralen Trend sowohl im gesamten IT-Bereich als auch speziell in der ERP-Software. Nach Angaben von BITKOM wird das Thema von der Mehrheit der Unternehmen inzwischen als eine Chance gesehen, für 60 Prozent der Unternehmen hat diese Technologie eine große Bedeutung für die Wettbewerbsfähigkeit. Nur ein Jahr früher lag dieser Anteil bei 51 Prozent. Noch allerdings ist die KI-Technologie nur bei einer Minderheit von Unternehmen im Einsatz, laut BITKOM beträgt der Anteil aktuell erst

12 Prozent (Vorjahr: 11 Prozent). Doch die Entwicklungsaktivitäten gewinnen deutlich an Dynamik. Nach einer Erhebung von Evans Data Corporation unter Entwicklern auf dem Gebiet der künstlichen Intelligenz ist die Integration in die ERP-Software derzeit die mit Abstand häufigste Entwicklungsrichtung, die von 58 Prozent der Befragten genannt wurde.

Marktbereinigung erwartet

Vor dem Hintergrund des rasanten technologischen Wandels erwartet weclapp, dass viele der kleinen ERP-Anbieter den Übergang zur nächsten Stufe, also einem integrierten Angebot von ERP und KI als Service, nicht schaffen und deswegen perspektivisch aus dem Markt ausscheiden werden. Schon der Übergang auf eine Cloud-basierte Bereitstellung dürfte nach Einschätzung von weclapp für viele Anbieter aufgrund der damit verbundenen Investitionen und des zeitlichen Aufwands nicht zu schaffen sein, die Entwicklung und Integration von KI und die Automatisierung von Geschäftsprozessen stellen eine weitere Hürde dar. Auf dieser Grundlage erwartet weclapp, dass von den rund 600 derzeit in Deutschland aktiven ERP-Anbietern, von denen viele nur ihre Bestandssysteme pflegen, im besten Fall ein Drittel den Übergang auf die nächste Technologiestufe schafft, was perspektivisch zu einer deutlichen Marktbereinigung führen dürfte.



Quelle: Unternehmen

Einzelhandel mit Wachstumsbeschleunigung

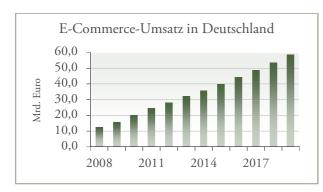
Die Entwicklung von Selfio wird maßgeblich von dem Trend zum Online-Handel sowie von der deutschen Baukonjunktur und deren Auswirkungen auf das SHK-Handwerk bestimmt. Als Online-Händler



mit einem Fokus auf Endkunden gehört Selfio zum deutschen Einzelhandel, der nach Angaben des Branchenverbandes HDE mit seinen 3,4 Mio. Beschäftigten und 312 Tsd. Betrieben in Deutschland einen Jahresumsatz von fast 524 Mrd. Euro erwirtschaftet und damit rund 16 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung beiträgt. Nachdem das erste Jahrzehnt dieses Jahrhunderts noch von einer in Summe stagnierenden Entwicklung geprägt gewesen war, verzeichnet der Sektor seit 2010 wieder ein kontinuierliches Wachstum, das vor allem in den letzten vier Jahren an Dynamik gewonnen hat. Auch für das laufende Jahr rechnet der Branchenverband HDE mit einer Umsatzsteigerung um 2 Prozent auf dann 535,5 Mrd. Euro.

Online-Handel boomt

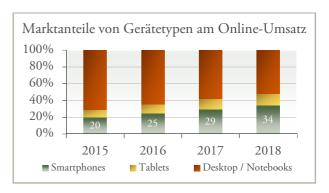
Dabei vollzieht sich im Einzelhandel eine gravierende Strukturverschiebung in Form einer Verlagerung der Handelsumsätze zum Online-Handel. Dieser wächst seit Jahren deutlich überproportional und ein Nachlassen der Dynamik ist nicht erkennbar. Nach Angaben des HDE haben sich die Online-Umsätze seit 2008 mehr als viervierfacht, auch für 2019 wird mit einem Anstieg um 9 Prozent auf 58,5 Mrd. Euro gerechnet. Damit werden inzwischen knapp 11 Prozent der Einzelhandelsumsätze online erzielt.



Quelle: HDE

Mobile-Commerce wird immer wichtiger

Neben dem stationären Internet gewinnt zudem Mobile-Commerce an Bedeutung. Nach Angaben des Forschungsinstituts IFH und des HDE beläuft sich der Anteil der Käufe über Smartphones am gesamten E-Commerce-Umsatz inzwischen auf 34 Prozent, mit deutlich steigender Tendenz. Weitere 14 Prozent erfolgen über Tablets, während PC/Laptops noch bei 52 Prozent der Online-Käufe genutzt werden.



Quelle: HDE / IFH

Nachholbedarf im Online SHK-Handel

Besonders weit fortgeschritten ist der Wandel in den Branchen Fashion und Consumer Electronics/ Elektro, in denen zwischen 27,7 Prozent resp. 31,0 Prozent der Umsätze online erzielt werden und auf die deswegen rund die Hälfte der gesamten Online-Umsätze entfällt. In dem für Selfio relevanten Marktsegment Heimwerken & Garten liegt der Online-Anteil hingegen erst bei 5,6 Prozent, gleichbedeutend mit 2,3 Mrd. Euro, die online erzielt werden. Allerdings war die Dynamik in dem Segment zuletzt überdurchschnittlich hoch, der Online-Anteil legte allein zwischen 2017 und 2018 um 0,4 Prozentpunkte zu, was einem Anstieg des Online-Umsatzes um 11,7 Prozent bzw. um rund 240 Mio. Euro entspricht (Quelle für diesen Absatz: HDE / IFH: Online Monitor 2019). 3U erwartet, dass sich die Nachfrageverschiebung zum Online-Handel weiter mit hohem Tempo fortsetzen wird und rechnet für den - enger gefassten -Online-SHK-Markt mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 14 Prozent bis 2030.

Baukonjunktur prägt die Nachfrage

Ungeachtet der Strukturverschiebung im SHK-Handel wird dessen Nachfrageseite vor allem von der Entwicklung der Baukonjunktur bestimmt. Neben den Neubauten spielen hierfür insbesondere Instandsetzungs- und Modernisierungsaktivitäten eine wichtige



Rolle, bei denen ein hohes Gewicht auf die Erneuerung der SHK-Installationen gelegt wird. Insofern stellen auch Aspekte wie Förderprogramme oder Vorschriften zum Austausch von Heizungen bzw. zum Einbau von energieeffizienten Kühl- und Lüftungssystemen eine wichtige Determinante der Marktentwicklung dar. Ein guter Indikator für die im Markt vorherrschende Dynamik ist das Wachstum des entsprechenden Handwerksegments, das seit Jahren aufwärtsgerichtet ist. Das SHK-Handwerk verzeichnet seit 2013 kontinuierliches Wachstum und hat in dieser Zeit den Umsatz um fast 20 Prozent gesteigert. Allein 2018 betrug das Wachstum 4,0 Prozent auf 44,6 Mrd. Euro. Noch hat das SHK-Handwerk für Selfio allerdings nur eine mittelbare Bedeutung, weil das Unternehmen größtenteils den Endkundenmarkt adressiert, während innerhalb des SHK-Segments die Schwestergesellschaften Pelia und Calefa im geringen Umfang Handwerksbetriebe beliefern.



Quelle: ZVSHK



Strategie

Fokussierung auf zwei Hoffnungsträger

Auf der Ebene der Holding lautet aktuell die zentrale strategische Festlegung "Konzentration auf Cloud Computing und E-Commerce", womit vor allem die beiden Töchter weclapp und Selfio gemeint sind. Damit hat 3U in den vergangenen Jahren eine strategische Wende vollzogen und will sich fortan nicht mehr als ein breit diversifizierter Verbund, sondern als ein fokussiertes Unternehmen mit klar definierten Wachstumsschwerpunkten positionieren. Dazu sollen weclapp und Selfio sowohl organisch als auch durch Akquisitionen auf ein anderes Umsatz- und Ertragsniveau gehoben werden. Während weclapp hierfür zu einem führenden Anbieter von cloudbasierten CRMund ERP-Systemen zunächst in Deutschland und im deutschsprachigen Raum, anschließend aber auch in Europa und weltweit aufgebaut werden soll, wird für Selfio in den nächsten zwei bis vier Jahren eine Positionierung in den Top-100 der umsatzstärksten Onlineshops Deutschlands angestrebt, was aktuell einem Umsatzziel von mehr als 50 Mio. Euro entspricht.

Gezielte Desinvestments

Mit der Konzentration auf diese beiden Wachstumsschwerpunkte geht die Trennung von nicht strategischen Assets einher. Dementsprechend hat sich 3U im letzten Jahr von einer Rechenzentrumsimmobilie getrennt und in 2019 sowohl die Logistikimmobilie in Montabaur als auch die Unternehmenszentrale in Marburg veräußert. Mit diesen Schritten wurden zum einen stille Reserven im erheblichen Ausmaß realisiert (siehe dazu das Zahlen-Kapitel) und zum anderen Mittel für die Expansion von weclapp und Selfio freigesetzt. Perspektivisch dürften sich die Verkäufe nicht nur auf Immobilien beschränken, sondern - bei sich bietenden Gelegenheiten - auch die übrigen Beteiligungen betreffen. Besonders großes Potenzial böte in diesem Zusammenhang das Windkraft- und Photovoltaikportfolio des Segments Erneuerbare Energien, dessen Kapazität sich derzeit auf 45 MW beläuft. Ein Verkauf des Windparks Lüdersdorf II mit einer Kapazität von 6,6 MW war bereits 2018 geplant und hätte

einen EBITDA-Beitrag von 2 Mio. Euro gebracht, doch wurde die entsprechende Option durch den Käufer nicht ausgeübt. Andererseits zeigt sich 3U aber auch gewillt, das Windpark-Portfolio opportunistisch auch wieder auszuweiten und hat für dieses Jahr den Kauf eines Windparks angekündigt.

Aktiver Akquisitionskurs

Der eindeutige Schwerpunkt der Akquisitionstätigkeit soll aber zukünftig bei Selfio und weclapp liegen. Während allerdings Selfio frühestens ab 2020 eine aktive Konsolidierungsrolle übernehmen und unter anderem das Sortiment erweitern will, ist für weclapp bereits ein dezidierter Akquisitionsprozess erarbeitet und eingeleitet worden, in dessen Rahmen Kontakte zu branchenspezifischen M&A-Beratern aufgenommen und erste Target-Listen erarbeitet worden sind. Als ideale Akquisitionsziele werden etablierte ERP-Anbieter ohne ein modernes Cloud-Angebot gesucht, die über eine möglichst hohe Kundenzahl bei hoher Softwarestandardisierung sowie über ein etabliertes Vertriebsnetz (über Partner) verfügen. Damit will sich weclapp vor allem Kundenzugang und vertriebliche Reichweite sichern, während die Altprodukte perspektivisch durch das eigene SaaS-Angebot abgelöst werden sollen.

Ausbau des Online-Marketings

Auch der weitere Ausbau des erfolgreichen Content-Marketing gilt gleichermaßen für beide Gesellschaften als eine wichtige strategische Stoßrichtung. Inhaltlich liegt der Schwerpunkt von Selfio auf dem Ausbau des Angebotes an Videoanleitungen (wofür unter anderem ein Einfamilienhaus im Rohbau erworben wurde), während bei weclapp der Übertragung des erfolgreichen Konzepts in andere Sprachen eine hohe Priorität eingeräumt wird.

Strategie Seite 17



Internationalisierung von weclapp

Damit soll die Internationalisierung der Kundenbasis beschleunigt werden. Da das Produkt bereits in sieben Sprachen verfügbar ist und sich aufgrund seiner an der Warenwirtschaft ausgerichteten Architektur unabhängig von der Rechnungslegungssystematik weitgehend problemlos auch in anderen Ländern einsetzen lässt, ist der internationale Vertrieb der wichtigste noch fehlende Baustein, um das Geschäft auch jenseits der deutschen Grenze im großen Stil auszurollen.

Erschließung neuer Vertriebswege

Deswegen spielt die Gewinnung ausländischer oder zumindest international tätiger Vertriebspartner eine wichtige Rolle sowohl bei den geplanten Akquisitionen als auch im Rahmen des in diesem Jahr begonnenen Ausbaus des indirekten Vertriebs. Aktuell verfügt weclapp bereits über rund 40 aktive Partner (Systemhäuser, IT-Dienstleister) in Deutschland und einige weitere in Österreich und der Schweiz. Mit dem Ausbau und der Systematisierung des Partnermodells will weclapp vor allem verstärkt in neue Kundensegmente (vor allem größere Unternehmen) vorstoßen und die Kundenbasis, wie oben ausgeführt, internationalisieren. Aus dem gleichen Grund hat das Unternehmen in diesem Jahr begonnen, sich verstärkt auf Branchenmessen zu präsentieren.

KI als Schlüsseltechnologie

Als einen wichtigen Vorteil von Cloud-basierter Unternehmenssoftware sieht weclapp die Verfügbarkeit von großen Datenmengen, die für Analysezwecke und für maschinelles Lernen genutzt werden können. Diesen Vorteil will das Unternehmen nutzen, um passgenaue KI-Anwendungen zu entwickeln, mit denen die Kunden Routineaufgaben automatisieren, ihre Planungen verbessern und Entscheidungsrisiken durch bessere Prognosen reduzieren könnten. Als ein wichtiges Anwendungsbeispiel führt weclapp zum Beispiel die automatisierte Wettbewerbsbeobachtung und eine Lösung zur Minimierung von Retouren im E-Commerce an. Dementsprechend sollen die Entwicklungsaktivitäten auf dem Gebiet der Künstlichen Intelligenz deutlich intensiviert werden.

Ausbau der Organisation

Hierfür will weclapp sein Entwicklerteam noch deutlich aufstocken. Aber auch das geplante hohe Wachstum und vor allem die angestrebte Internationalisierung des Geschäfts erfordern noch hohe Vorleistungen in den Ausbau der personellen und organisatorischen Kapazitäten, dem deswegen in den nächsten Monaten eine hohe Priorität eingeräumt wird.

IPO-Pläne zur Wachstumsfinanzierung

Um die hierfür sowie für die geplanten Akquisitionen benötigten Finanzierungsmittel zu generieren, prüft 3U verschiedene Optionen. Dazu gehört der fortgesetzte Verkauf von nicht strategischen Assets wie Immobilien, mit dem bereits sowohl im letzten Jahr als auch in der laufenden Periode signifikante Mittelzuflüsse und Ergebnisbeiträge generiert wurden bzw. werden. Nach der Veräußerung der meisten Immobilien besteht weiteres Potenzial vor allem im Beteiligungsportfolio und hier insbesondere im Segment Erneuerbare Energien. Darüber hinaus hat 3U mitgeteilt, auch die Möglichkeit eines IPO von weclapp zu erwägen, um hierbei zusätzliches externes Wachstumskapital von mehr als 100 Mio. Euro einzusammeln. In Vorbereitung eines solchen Schrittes wurde die ehemalige weclapp GmbH in diesem Sommer auf eine neue weclapp SE verschmolzen, wodurch stille Reserven im erheblichen Umfang freigelegt wurden. Gemäß einem unabhängigen Bewertungsgutachten wurde der Wert des Unternehmens auf über 70 Mio. Euro festgelegt (das bilanzielle Eigenkapital der weclapp GmbH lag zum 31.12.2018 noch bei -4,4 Mio. Euro).

Ausbau des Sortiments

Für Selfio besteht eine zentrale Säule der bisherigen und künftigen Strategie in einem fortgesetzten Ausbau des angebotenen Sortiments. Die Gesellschaft verfolgt diese Strategie bereits seit dem Start und konnte durch die schrittweise Aufnahme weiterer Produkte und Hersteller das Gewicht der Fußbodenheizungen, das noch 2011 bei mehr als 75 Prozent der Umsätze gelegen hatte, auf inzwischen nur noch 30 Prozent reduzieren. Ein wichtiges Wachstumsfeld sieht das Unternehmen derzeit im Heizungsbereich,

Strategie Seite 18



weil die klimapolitisch motivierten Vorschriften und Förderungen den Austausch von zahlreichen Geräten in den nächsten Jahren erwarten lassen.

Stärkung der Beratungskompetenz

Ebenfalls fortgesetzt werden soll die strategische Betonung der eigenen Beratungskompetenz als ein wichtiges Differenzierungsmerkmal im Wettbewerb nicht nur mit anderen Onlinehändlern, sondern auch mit dem stationären Handel (Baumärkte). Neben dem oben genannten Ausbau des Angebots an Videoanleitungen, mit denen das Unternehmen auch sein Online-Marketing stärkt, gehört dazu unter anderem die (Weiter-) Entwicklung von leistungsstarken Konfigurations-, Vergleichs- und Kalkulationstools.

Operative Effizienz

Neben dem Umsatzwachstum will Selfio auch seine Margen verbessern, wozu neben Größendegressionseffekten im Overhead vor allem eine verbesserte Effizienz der internen Prozesse beitragen soll. Den größten Effekt erhofft sich 3U von einer verbesserten Logistik, wofür bereits ein Umzug in eine deutlich größere Immobilie beschlossen und bei der dafür verantwortlichen Gesellschaft eine personelle Neubesetzung vorgenommen wurde. Nach dem für 2020 geplanten Umzug wird für Selfio nicht nur eine verdoppelte Lager- und Logistikfläche zur Verfügung stehen, son-

dern es sollen auch umfangreiche Automatisierungsmaßnahmen umgesetzt werden. Weitere Prozesse mit
identifiziertem Verbesserungspotenzial sind unter anderem der Einkauf sowie das Forderungsmanagement. Beim Einkauf setzt Selfio zum einen auf verbesserte Konditionen durch die inzwischen erreichte
Größe und zum anderen auf Kooperationen mit den
Herstellern. Denkbar wären hier gemeinsame Kampagnen oder Produktlinien, wobei Selfio auch die
Einführung von Eigenmarken vorantreibt, mit denen
die Margen weiter verbessert werden könnten.

Erschließung neuer Kundensegmente

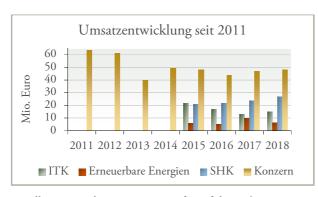
Während weclapp neue Kundensegmente bei größeren Unternehmen sowie im Ausland erschließen will, richten sich die Überlegungen im E-Commerce auch auf den Ausbau des B2B-Onlinehandels. Dieser wird derzeit im geringen Umfang durch Selfio selbst sowie durch PELIA betrieben, bietet aber noch großes Potenzial für eine systematische Erschließung. Im Unterschied zu dem bei Selfio dominierenden B2C-Handel, der in dem SHK-Markt sehr stark von Einmalkäufern geprägt ist, bestünde im Handel mit professionellen Bauträgern oder Handwerkern die Chance, einen Kundenstamm mit einem wiederkehrenden Geschäft aufzubauen.



Zahlen

Seit 2017 wieder im Wachstumsmodus

Sowohl durch regulatorische Änderungen im Telekommunikationsmarkt sowie im Bereich der Erneuerbaren Energien als auch durch die Trennung von unprofitablen Geschäftsfeldern war die erste Hälfte dieses Jahrzehnts von einer hohen Umsatzvolatilität geprägt. Die aktuelle Aufstellung mit dem derzeitigen Segmentzuschnitt hat in den Grundzügen seit 2015 Bestand. Seit dieser Zeit ist vor allem das SHK-Segment kontinuierlich gewachsen, von 20,9 auf 26,7 Mio. Euro. Entgegengesetzt verlief die Entwicklung in der ITK-Sparte, deren Umsatz sich vor allem durch die rasch abnehmende Bedeutung des ehemaligen Kerngeschäfts Voice Retail zwischen 2015 und 2018 um ein Drittel auf 14,8 Mio. Euro reduziert hat. Die Erlösentwicklung des Segments Erneuerbare Energien war hingegen von der schwankenden Windverfügbarkeit sowie von Zu- und Verkäufen von Windparks geprägt und hat sich seit 2015 zwischen 4,9 und 9,7 Mio. Euro bewegt. Auf der Konzernebene resultierte daraus 2016 letztmalig ein Umsatzrückgang, dem 2017 und 2018 moderate Zuwächse folgten.

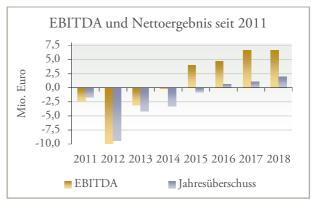


Quelle: Unternehmen; 2011: nur fortgeführte Aktivitäten; aktueller Segmentzuschnitt seit 2015

Stetige EBITDA-Verbesserung seit 2013

Die schwierige Geschäftslage in der ersten Hälfte des Jahrzehnts erreichte ihren Tiefpunkt 2012 mit einem EBITDA-Defizit von -9,9 Mio. Euro und einem Nettoverlust von -9,4 Mio. Euro. Seitdem konnte das Ergebnis kontinuierlich verbessert werden. Nachdem

der EBITDA-Verlust schon 2013 mehr als gedrittelt wurde, konnte 2015 mit +4,0 Mio. Euro die operative Rückkehr in die schwarzen Zahlen gemeldet werden. Das Nettoergebnis folgte 2016 ins Plus und wurde in den beiden Folgeperioden weiter erhöht.



Quelle: Unternehmen

Kern-Assets: Zweistelliges Wachstum

Heruntergebrochen auf die drei Segmente fiel das letztjährige Wachstum im SHK-Bereich am stärksten aus, dessen Erlöse um 13,3 Prozent auf 26,7 Mio. Euro zulegten. Allerdings blieb Selfio, die Kernbeteiligung der Sparte, mit einem Wachstum von 11,1 Prozent (auf 17,4 Mio. Euro) zum ersten Mal unter dem Segmentdurchschnitt und damit auch unter dem Plan. Demgegenüber ist die andere Kernbeteiligung weclapp um 59,0 Prozent auf 3,0 Mio. Euro gewachsen und konnte damit erstmals den Umsatzrückgang in der Telefonie überkompensieren, sodass die ITK-Sparte zum ersten Mal ein Umsatzwachstum (12,8 Prozent auf 14,8 Mio. Euro) erzielen konnte. Deutlich rückläufig waren hingegen die Erlöse des Segments Erneuerbare Energien, die sich um mehr als ein Drittel auf 6,3 Mio. Euro reduzierten. Neben einer schwächeren Windverfügbarkeit war das hauptsächlich auf einen Einmaleffekt zurückzuführen, weil 2017 ein Windpark verkauft wurde, was in diesem Jahr für zusätzliche Einmaleinnahmen und 2018 für geringere Stromerträge sorgte. Ein weiterer, für 2018



geplanter, Verkauf eines Windparks konnte demgegenüber entgegen der Planung nicht realisiert werden.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	Änderung
Umsatz	46,89	47,97	+2,3%
ITK	13,10	14,78	+12,8%
Erneuerbare Energie	9,74	6,30	-35,4%
SHK	23,55	26,67	+13,3%
Rohertrag*	23,22	24,72	+6,4%
Rohmarge*	49,5%	51,5%	
EBITDA	6,67	6,72	+0,6%
ITK	1,69	1,90	+12,6%
Erneuerbare Energie	6,24	3,98	-36,2%
SHK	0,66	0,41	-38,0%
EBITDA-Marge	14,2%	14,0%	
ITK	12,9%	12,9%	
Erneuerbare Energie	64,1%	63,3%	
SHK	2,8%	1,5%	
EBIT	2,99	2,71	-9,5%
ITK	1,34	1,53	+14,2%
Erneuerbare Energie	3,86	1,21	-68,6%
SHK	0,55	0,31	-44,5%
EBIT-Marge	6,4%	5,6%	
Vorsteuerergebnis	1,90	1,83	-3,6%
Vorsteuermarge	4,1%	3,8%	
Nettoergebnis	1,07	1,93	81,5%
Netto-Marge	2,3%	4,0%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; * inkl. SBE

Ergebnis von Sondereffekten geprägt

Da mit dem eigentlich für 2018 vorgesehenen und im Oktober käuferseitig kurzfristig abgesagten Verkauf eines weiteren Windparks ein Ergebnisbeitrag von 1,5 Mio. Euro nicht realisiert werden konnte, war das letztjährige EBITDA des Segments Erneuerbare Energien im Gleichschritt mit dem Umsatz um mehr als ein Drittel auf knapp 4,0 Mio. Euro gesunken. Noch stärker reduzierte sich das operative Ergebnis der Sparte SHK (-38,0 Prozent auf 0,4 Mio. Euro), das vor allem von einer geringeren Rohmarge (-2,5 Prozentpunkte) sowie von erhöhten Kosten belastet

wurde. Demgegenüber konnte das EBITDA im Segment ITK trotz der hohen Vorleistungen für das weitere Wachstum von weclapp und der im Rahmen dessen um 19 Prozent erhöhten Personalkosten im Gleichschritt mit dem Umsatz auf 1,9 Mio. Euro gesteigert und eine unveränderte EBITDA-Marge von 12,9 Prozent erzielt werden. Dass der 3U-Konzern 2018 angesichts des Ergebnisrückgangs in zwei Segmenten dennoch ein minimal verbessertes EBITDA von 6,7 Mio. Euro ausweisen konnte, war dem Verkauf einer Immobilie in Hannover zu verdanken, mit dem ein Ertrag von 2,6 Mio. Euro erzielt wurde.

Ergebnissprung durch Steuereffekt

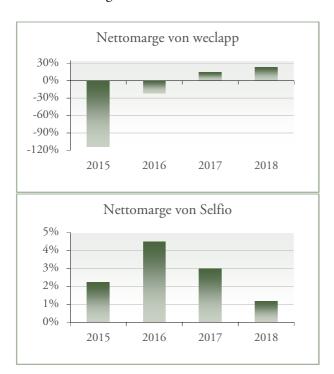
Der nicht realisierte Verkauf des Windparks Lüdersdorf II bedeutete nicht nur den entgangenen Buchgewinn, sondern sorgte auch für deutlich höhere Abschreibungen. Zuvor wurde er nämlich als "Zur Veräußerung vorgesehen" bilanziert und nicht mehr planmäßig abgeschrieben, was nach dem gescheiterten Verkauf und der dadurch bedingten Umklassifizierung ins Anlagevermögen nachgeholt werden musste. Infolge der dadurch um knapp 9 Prozent auf 4,0 Mio. Euro erhöhten Abschreibungen hat sich das Konzern-EBIT um 9,5 Prozent auf 2,7 Mio. Euro reduziert. Dadurch ist auch das Vorsteuerergebnis trotz des niedrigeren Zinsaufwands mit 1,8 Mio. Euro um 3,6 Prozent niedriger ausgefallen als im Vorjahr, während der Jahresüberschuss um über 80 Prozent auf 1,9 Mio. Euro erhöht werden konnte. Dafür war eine deutliche Verbesserung im Steuerergebnis verantwortlich, das 2018 von der Aktivierung latenter Steuern auf Verlustvorträge profitierte, was zu einem Steuerertrag von 0,3 Mio. Euro führte. Demgegenüber war 2017 noch ein Steueraufwand von 0,7 Mio. Euro angefallen.

weclapp mit steigender Marge

Der positive Steuereffekt war der fortgesetzten dynamischen Entwicklung von weclapp geschuldet, die eine Teilnutzung der Verlustvorträge in den nächsten Jahren erwarten lässt. So hat weclapp im Jahr 2018 den Jahresüberschusses um knapp 160 Prozent auf 0,7 Mio. Euro gesteigert, gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 23,3 Prozent. Doch schon in den Jahren zuvor war die Profitabilitätsverbesserung beeindruckend. Wurde noch 2015 ein Verlust erwirtschaftet,



der höher war als der Umsatz, konnte schon 2017 eine zweistellige Nettomarge ausgewiesen werden. Da die weclapp-Bilanz noch Ende 2017 einen Bilanzverlust von über 6 Mio. Euro zeigte, dürfte eine Fortsetzung dieses Wachstumstrends die Aktivierung weiterer Verlustvorträge ermöglichen und die Entwicklung des Konzernnettoergebnisses auch in Zukunft stützen.



Quelle: Unternehmen

Selfio mit Margenproblemen

Anders stellt sich die Situation bei Selfio dar, wo in den letzten Jahren trotz des hohen Umsatzwachstums, das sich seit 2015 auf knapp 50 Prozent summiert, keine Ergebnissteigerung erzielt werden konnte. Von 2015 auf 2016 wurde das Ergebnis zwar auf knapp 0,6 Mio. Euro verdoppelt, doch in den letzten beiden Jahren hat es sich wieder auf 0,2 Mio. Euro reduziert. In Verbindung mit dem Umsatzwachstum ist die Nettomarge infolgedessen auf zuletzt nur noch 1,2 Prozent gesunken. Nicht zuletzt deswegen hat Selfio im letzten Jahr seine Führung umgebaut und mehrere Bereiche mit Optimierungspotenzial identifiziert. Dazu gehört vor allem die Logistik, die zwar bei der Schwestergesellschaft PELIA angesiedelt ist, deren Kosten sich aber auch auf die Profitabilität von Selfio auswirken.

Dementsprechend werden gerade mit der bereits beschlossenen und eingeleiteten räumlichen und organisatorischen Neustrukturierung des Logistikbereiches hohe Erwartungen verknüpft.

Hohes Wachstum im ersten Halbjahr

Im ersten Halbjahr 2019 hat die Wachstumsdynamik des 3U-Konzerns wieder zugelegt. Der Konzernumsatz erhöhte sich um 11,5 Prozent auf 25,5 Mio. Euro, wofür die beiden Segmente SHK und Erneuerbare Energien sowie weclapp aus dem ITK-Segment verantwortlich waren. weclapp hat den Umsatz erneut um mehr als 50 Prozent gesteigert, was allerdings, anders, als noch im Geschäftsjahr 2018, nicht ausreichte, um den beschleunigten Rückgang im Telefoniebereich auszugleichen. Dementsprechend hat sich der Umsatz im ITK-Segment um 11,6 Prozent auf 6,4 Mio. Euro reduziert. Demgegenüber konnten die beiden anderen Segmente jeweils um deutlich mehr als 20 Prozent zulegen. Während in der SHK-Sparte vor allem Selfio die Dynamik weiter erhöht hat, profitierte das Segment Erneuerbare Energien von den sehr guten Windverhältnissen vor allem im ersten Quartal. Darüber hinaus dürfte sich ein kleiner anorganischer Effekt positiv ausgewirkt haben, weil der im letzten Jahr erworbene Windpark Klostermoor erst zur Jahresmitte 2018 konsolidiert wurde.

Operative Profitabilität verbessert

Das Konzern-EBITDA hat sich im ersten Halbjahr um 21,5 Prozent auf 3,5 Mio. Euro reduziert, was allerdings hauptsächlich auf den im Vorjahr erzielten Gewinn aus dem Verkauf der Rechenzentrumsimmobilie in Hannover (2,2 Mio. Euro) zurückzuführen war, dem im ersten Halbjahr 2019 lediglich ein Ertrag in Höhe von 0,3 Mio. Euro aus dem Verkauf der Logistikimmobilie in Montabaur gegenüber stand. Korrigiert um diesen Effekt konnte das Ergebnis verbessert werden, das kumulierte EBITDA der drei Geschäftssegmente (vor Konsolidierung) verbesserte sich um rund 1,0 Mio. Euro. Besonders stark fiel der Ergebnisanstieg im ITK-Segment aus, wo das wachsende Gewicht des hochmargigen weclapp-Geschäfts (inzwischen mehr als 30 Prozent) trotz des um 27 Prozent erhöhten Personalaufwands und der um 24 Pro-



zent gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen ein EBITDA-Wachstum um 63 Prozent auf 1,4 Mio. Euro ermöglicht hat. Entscheidend dafür war eine kräftig verbesserte Rohmarge (+25,7 Prozentpunkte auf 73,9 Prozent), die neben dem wachsenden Anteil von weclapp auch von sinkenden Durchleitungsgebühren im Telekommunikationsbereich profitierte. Darin zahlen sich die Investitionen der vergangenen Jahre aus, mit denen 3U den Ausbau des eigenen Netzes gezielt vorangetrieben hat. Allerdings verweist das Unternehmen auf Nachfrage auch auf die hohe Volatilität der Durchleitungsgebühren.

Geschäftszahlen	HJ 2018	HJ 2019	Änderung
Umsatz	22,84	25,46	+11,5%
ITK	7,26	6,42	-11,6%
Erneuerbare Energie	3,16	4,09	+29,4%
SHK	11,77	14,57	+23,7%
Rohertrag*	7,90	5,55	-29,8%
Rohmarge*	34,6%	21,8%	
EBITDA	4,42	3,47	-21,5%
ITK	0,86	1,40	+63,1%
Erneuerbare Energie	2,62	3,26	+24,4%
SHK	0,05	-0,10	-292,0%
EBITDA-Marge	19,3%	13,6%	
ITK	11,8%	21,9%	
Erneuerbare Energie	82,9%	79,7%	
SHK	0,4%	-0,7%	
EBIT	2,72	1,13	-58,6%
ITK	0,66	1,11	+67,2%
Erneuerbare Energie	1,58	1,74	+10,4%
SHK	0,00	-0,24	+11.650%
EBIT-Marge	11,9%	4,4%	
Vorsteuerergebnis	2,30	0,74	-67,7%
Vorsteuermarge	10,0%	2,9%	
Nettoergebnis	2,16	0,46	-78,5%
Netto-Marge	9,5%	1,8%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; * inkl. SBE

Abschreibungen deutlich erhöht

Ein weiterer positiver EBITDA-Effekt hat sich aus der Erstanwendung von IFRS 16 ergeben, wodurch das Konzern-EBITDA um Leasingsaufwendungen in Höhe von knapp 0,4 Mio. Euro entlastet wurde. Diese werden nun größtenteils in den Abschreibungen erfasst. Da zusätzlich durch die Umklassifizierung des entgegen der ursprünglichen Planung noch nicht verkauften Windparks Lüdersdorf II nun reguläre Abschreibungen auf dessen Bilanzwert vorzunehmen sind, haben sich die Abschreibungen um 38 Prozent auf 2,3 Mio. Euro erhöht und führten zu einem um 59 Prozent gesunkenen Halbjahres-EBIT. Nach Steuern und Minderheiten resultierte daraus ein Halbjahresergebnis von 0,5 Mio. Euro, das somit um 79 Prozent unter dem Vorjahreswert gelegen hat.

Lukrativer Immobilienverkauf

Allerdings stellt diese Verschlechterung des berichteten, nicht bereinigten, Ergebnisses nur eine Momentaufnahme dar, die bereits im August korrigiert werden konnte. Um weiteres Kapital für das angestrebte Wachstum von weclapp und Selfio freizusetzen, hat 3U nämlich auf eine attraktive Gelegenheit reagiert, seine Unternehmenszentrale in Marburg in Form einer Sale-and-Lease-Back-Transaktion veräußert und sie gleichzeitig für bis zu fünf Jahre angemietet. Aus der Transaktion erwartet das Unternehmen einen Ergebnisbeitrag vor Steuern in Höhe von 5,0 Mio. Euro sowie einen Nettomittelzufluss in Höhe von 9,7 Mio. Euro.

Operativer Cashflow deutlich verbessert

Mit diesem Liquiditätszufluss dürfte der Free-Cashflow, der sich im ersten Halbjahr auf +2,8 Mio. Euro belaufen hat, auch im Gesamtjahr 2019 und damit im dritten Jahr in Folge deutlich positiv ausfallen. Lagen die Mittelabflüsse in den Jahren 2014 bis 2016 vor allem aufgrund der Investitionen in die Erzeugungskapazitäten des Segments Erneuerbare Energien noch jeweils im zweistelligen Millionenbereich, konnten seit 2017 signifikante und steigende Liquiditätsüberschüsse erwirtschaftet werden. Während allerdings der hohe Free-Cashflow des letzten Jahres vor allem den



Zuflüssen aus dem Verkauf der Rechenzentrumsimmobilie zu verdanken war, konnte im ersten Halbjahr 2019 dank der guten Ertragssituation in den Segmenten ITK und Erneuerbare Energien der operative Cashflow kräftig, um 63 Prozent, auf 2,0 Mio. Euro verbessert werden.



Quelle: Unternehmen; * inkl. Zufluss aus Immobilienverkauf im August 2019; in 2017 wurde ein Windpark veräußert

Nettoverschuldung weitgehend abgebaut

Mit dem Verkauf der Unternehmenszentrale in Marburg hat 3U auch die Nettoverschuldung entscheidend reduziert. Ausgehend von den Halbjahreswerten (Finanzverbindlichkeiten inklusive Leasingverbindlichkeiten von 24,7 Mio. Euro und Liquidität in Höhe von 12,0 Mio. Euro) führen der Mittelzufluss und die Tilgung des restlichen Darlehens auf die betreffende Immobilie (31.12.2018: 1,2 Mio. Euro) ceteris paribus zu einem Rückgang der Nettofinanzverbindlichkeiten von 12,7 auf nur noch 1,8 Mio. Euro. Bezogen auf das letztjährige EBITDA beträgt das Multiple der Nettofinanzverschuldung somit nur noch 0,3. Auch wenn es sich dabei um eine hypothetische Berechnung handelt, in der zudem die neuen Verbindlichkeiten aus dem fünfjährigen Mietverhältnis noch nicht enthalten sind, dokumentiert sie doch eindrucksvoll die in den letzten Jahren erzielten Entschuldungsfortschritte. Noch 2016 summierten sich die Finanzverbindlichkeiten auf 33,2 Mio. Euro oder das 7,1-fache des damaligen EBITDA.

Komfortable Eigenkapitalquote

Die seit 2016 erwirtschafteten Überschüsse haben sich in einem Wachstum des Eigenkapitals von 39,8 Mio.

Euro Ende 2015 auf 42,4 Mio. Euro zur Jahreswende 2018/2019 niedergeschlagen. In Verbindung mit dem Verschuldungsabbau hat sich die Eigenkapitalquote seit dem Tief im Jahr 2015 (42,3 Prozent) um fast 15 Prozentpunkte auf 57,0 Prozent erhöht. Ende des ersten Halbjahrs hat sich der Wert zwar wegen der Dividendenzahlung sowie der Bilanzverlängerung infolge der Erstanwendung von IFRS 16 (3,2 Mio. Euro) auf 55,7 Prozent etwas ermäßigt, doch liegt er damit immer noch auf einem sehr komfortablen Niveau. Durch den bereits absehbaren Jahresgewinn (siehe unten) dürfte der Aufwärtstrend der Eigenkapitalquote im Gesamtjahr zudem weiter fortgesetzt werden.

Dritte Dividendenerhöhung in Folge

Die verbesserte Ertragssituation und die üppige Eigenkapitalausstattung nutzt 3U für regelmäßige Dividendenzahlungen. Nach einer vierjährigen Pause in den Krisenjahren 2012 bis 2015 wurde die Dividendenzahlung 2016 wieder aufgenommen und seitdem jedes Jahr um 1 Cent je Aktie erhöht, auf zuletzt 3 Cent, was zum Zeitpunkt der diesjährigen Hauptversammlung einer Dividendenrendite von rund 2,5 Prozent entsprach.

Kräftiger Gewinnsprung absehbar

In Reaktion auf den Verkauf der Firmenzentrale in Marburg, mit dem ein Vorsteuergewinn von 5 Mio. Euro erzielt wurde, hat 3U seine Ergebnisprognose für das laufende Jahr deutlich angehoben. Das EBITDA wird nun in der Spanne zwischen 10,0 und 12,0 Mio. Euro und der Nettogewinn zwischen 4,0 und 5,0 Mio. Euro erwartet, während die bisherige Prognose bei 7,0 bis 9,0 Mio. Euro (EBITDA) bzw. 1,0 bis 2,0 Mio. Euro (Nettogewinn) gelegen hatte. Dass die Prognoseanhebung geringer als der Beitrag aus dem Verkauf der Immobilie ausgefallen ist, begründet 3U damit, dass angesichts der komfortablen Ertrags- und Liquiditätssituation ein eigentlich für dieses Jahr geplanter Verkauf eines Windparks nun auf das nächste Jahr verschoben wird. Ohne diese Effekte hätte das Unternehmen nach eigener Aussage die bisherige Prognose bestätigt. Bezüglich des ITK-Segments geht 3U für dieses Jahr davon aus, dass die Umsatzzuwächse bei weclapp 2019 noch nicht ausreichen, um die sinkenden Erlöse in Voice Retail zu kompensieren,



erwartet aber ein deutlich verbessertes Segmentergebnis. Für die beiden anderen Segmente wird mit einem deutlichen Umsatzwachstum und mit einer Ergebnisverbesserung gerechnet, auch wenn diese im SHK-Bereich nur moderat ausfallen und sich auf die EBITDA-Ebene beschränken soll. Insgesamt stellt 3U für 2019 einen Konzernumsatz in Höhe von 51 bis 55 Mio. Euro in Aussicht.

Hohes Wachstum angestrebt

Der Wachstumstrend soll auch in den nächsten Jahren fortgesetzt und vor allem von den beiden Kernbeteiligungen weclapp und Selfio getragen werden, für die 3U ehrgeizige Ziele formuliert hat. Während für Selfio in den nächsten zwei bis vier Jahren ein Umsatzziel von mehr als 50 Mio. Euro bei einer verbesserter Profitabilität angestrebt wird, soll der weclapp-

Umsatz bis 2023 um durchschnittlich 50 Prozent p.a. wachsen und sich gegenüber 2018 (3,0 Mio. Euro) auf mehr als 25 Mio. Euro vervielfachen. Auch bezüglich der ohnehin bereits hohen Profitabilität von weclapp erwartet 3U weitere Fortschritte und sieht Spielraum für eine EBITDA-Marge von bis zu 30 Prozent. Inwiefern in diesem Zusammenhang noch der eigentlich ebenfalls geplante Ausbau der Erzeugungskapazitäten im Segment Erneuerbare Energien tatsächlich realisiert wird, oder ob 3U die verfügbaren Mittel doch auf weclapp konzentrieren wird, bleibt abzuwarten.



Equity-Story

Auf profitablem Wachstumskurs

Nach einer schwierigen Phase mit rückläufigen Umsätzen und teils hohen Verlusten ist 3U Holding 2016 wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt und hat in den letzten drei Jahren steigende Überschüsse erwirtschaftet.

Zwei starke Wachstumstreiber

Getrieben wird das Wachstum von den zwei Bereichen Cloud Computing und E-Commerce, auf die sich die Gruppe zukünftig konzentrieren will. Die hierfür verantwortlichen Tochtergesellschaften weclapp und Selfio haben in den letzten Jahren durchschnittliche Wachstumsraten von 120 resp. 40 Prozent erzielt.

Hohe Profitabilität bei weclapp

Während Selfio zwar profitabel, aber noch margenschwach ist, erwirtschaftet weclapp bereits hohe Überschüsse, die im letzten Jahr eine Nettomarge von mehr als 20 Prozent ermöglichten. Auf EBITDA-Basis hält weclapp ein nachhaltiges Margenniveau von rund 30 Prozent für erreichbar. Auch für Selfio wird eine Magenverbesserung angestrebt, wenn auch das Profitabilitätsniveau von Selfio geschäftsmodellbedingt immer moderat bleiben wird und sich allenfalls im mittleren einstelligen Bereich bewegen dürfte.

Großes Wachstumspotenzial

Beide Gesellschaften agieren in Märkten, die ihnen noch große Wachstumspotenziale bieten. Während weclapp mit seiner Cloud-basierten Software und dem SaaS-Modell viele Unternehmen erreicht, für die ERP-Software bisher zu komplex bzw. zu teuer gewesen ist, und darüber hinaus noch große Chancen in der Internationalisierung und dem Generationswechsel der Software auch bei größeren Kunden sieht, profitiert Selfio vor allem von dem rasch wachsenden Anteil des Online-Handels sowie von dem anhaltenden Boom der Bauwirtschaft, der einen wachsenden Bedarf an SHK-Produkten bedingt.

Klare Wachstumsstrategien

Beide Unternehmen verfolgen klare und bereits in der Vergangenheit erfolgsbewährte Wachstumsstrategien. Selfio setzt dabei vor allem auf eine hohe Beratungskompetenz, die nicht zuletzt in einem vielfältigen Angebot an How-To-Videos zum Ausdruck kommt und zusammen mit dem ausgefeilten Content-Marketing für eine hohe Sichtbarkeit der Plattform im Netz sorgt. Darüber hinaus erweitert das Unternehmen kontinuierlich seine Produktpalette, um zusätzliche Kunden anzuziehen bzw. um den Umsatz pro Kunde zu erhöhen, und will hierfür auch auf Kooperationen, zum Beispiel mit Herstellern, setzen. Das Thema Content-Marketing stellt auch in der weclapp-Strategie eine zentrale Säule dar, die das Unternehmen mit einem hohen technologischen Standard der Software, einer großen und ständig erweiterten Funktionsvielfalt, der Offenheit für kundengenerierte Module und nicht zuletzt mit günstigen Preisen und flexiblen Gebührenstrukturen kombiniert. Als Strategieerweiterung wird der Vertrieb durch den Ausbau des Partnerprogramms und durch die intensivere Ansprache von größeren Kunden (Direktansprache, Messen) diversifiziert und (über Content-Marketing und Partnerprogramm) stärker internationalisiert, außerdem setzt weclapp inhaltlich sehr stark auf die Karte Künstliche Intelligenz, mit der die führende technologische Position verteidigt und ausgebaut werden soll.

Akquisitionskurs angekündigt

Für beide Unternehmen sollen zukünftig auch Akquisitionen zu einem wichtigen Element der Wachstumsstrategie werden, wobei der Schwerpunkt eindeutig bei weclapp liegen soll. Das Unternehmen zielt hierbei vor allem auf den Kundenzugang und die vertriebliche Reichweite der Akquisitionsziele, während bei Selfio die Erweiterung des Sortiments sowie die Erzielung größenbedingter Skaleneffekte im Vordergrund stehen.

Equity-Story Seite 26



Optimierung der Logistik eingeleitet

Für die Profitabilität im E-Commerce spielt eine effiziente Logistik die zentrale Rolle. Da der Bereich durch das hohe Wachstum von Selfio zuletzt zunehmend an seine Kapazitätsgrenze gestoßen ist, hat 3U bei der hierfür verantwortlichen Tochtergesellschaft einen Änderungsprozess eingeleitet, in dessen Rahmen unter anderem bis 2020 die räumlichen Kapazitäten verdoppelt und zahlreiche Prozesse automatisiert werden sollen. Im Erfolgsfall dürfte sich die Profitabilität im Segment SHK hierdurch spürbar verbessern.

Ertrags- und Finanzierungspotenzial im restlichen Portfolio

Eine Stabilisierung der Erträge wurde durch Investitionen in moderne Technologie auch in dem schrumpfenden Telefoniebereich erreicht, außerhalb des Endkundengeschäfts will 3U hier sogar wieder wachsen. Doch perspektivisch dürfte die Konzentration auf Cloud Computing und E-Commerce auch mit der Trennung von den übrigen Aktivitäten einhergehen. Vor allem in dem Segment Erneuerbare Energien ist noch erhebliches Ertrags- und Finanzierungspotenzial gebunden, das durch Verkäufe für das Wachstum der Kernbeteiligungen freigesetzt werden könnte. Im letzten Jahr hat 3U den Bereinigungsprozess begonnen und seitdem drei Immobilien veräußert, aus denen zusammen ein Vorsteuergewinn von fast 8 Mio. Euro und ein Mittelzufluss von mehr als 20 Mio. Euro generiert werden konnten.

Ergebnissprung in 2019 absehbar

Gerade durch die letzte Transaktion, in deren Rahmen 3U im August die Unternehmenszentrale in Marburg verkauft und gleichzeitig für bis zu fünf Jahre angemietet hat, wurde ein hoher Vorsteuergewinn von 5 Mio. Euro erzielt, weswegen das Unternehmen seine Ergebnisprognose für 2019 deutlich angehoben hat. Nachdem das Nachsteuerergebnis bereits 2018 um über 80 Prozent auf 1,9 Mio. Euro gesteigert werden konnte, soll es dieses Jahr auf 4 bis 5 Mio. Euro klettern.

weclapp-IPO sorgt für Fantasie

Für weitere Fantasie sorgen die Überlegungen, weclapp zur weiteren Wachstumsfinanzierung an die Börse zu bringen. Neben dem dadurch ermöglichten Finanzierungseffekt und dem Zugang zu einer attraktiven Akquisitionswährung könnte damit das Potenzial des Unternehmens offengelegt werden. So wurde der Wert von weclapp im Zuge der jüngst vollzogenen Verschmelzung auf die neue weclapp SE von unabhängigen Gutachtern auf über 70 Mio. Euro taxiert, woraus sich für die neue SE eine Grundkapitalerhöhung in dieser Höhe ergeben hat. Vor der Verschmelzung hatte die alte weclapp GmbH ein Stammkapital von 0,6 Mi. Euro und als Folge der mehrjährigen Anlaufphase ein Eigenkapital von -4,4 Mio. Euro.

Komfortable Bilanzwerte

Doch auch ungeachtet der im Beteiligungsportfolio steckenden stillen Reserven verfügt 3U Holding über komfortable Bilanzwerte. Die Eigenkapitalquote lag zum Halbjahresstichtag bei 55,7 Prozent und wird sich bis zum Jahresende durch den absehbaren hohen Gewinn weiter verbessern. Auch die Finanzverschuldung, die noch Mitte des Jahrzehnts erhebliche Ausmaße angenommen hatte, ist spätestens mit dem Verkauf der Unternehmenszentrale auf ein sehr moderates Niveau geschrumpft.

Steuerfreie Dividenden

Die verbesserte Gewinnsituation, die guten Ertragsperspektiven und die komfortable Bilanzsituation ermöglichen eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik, in deren Rahmen 3U die Dividende seit der Wiederaufnahme der Zahlungen im Jahr 2016 bis zum letzten Jahr auf 3 Cent je Aktie verdreifacht hat. Zum Zeitpunkt der diesjährigen Hauptversammlung entsprach dies einer Dividendenrendite von rund 2,5 Prozent. Auch für die Zukunft verspricht 3U eine großzügige Dividendenpolitik und strebt eine Ausschüttungsquote von etwa 50 Prozent des operativen Konzernergebnisses an. Da die Dividende zudem aus dem steuerlichen Einlagenkonto geleistet wird, erfolgt sie ohne Kapitalertragssteuerabzug und damit auf Aktionärsebene in der Regel steuerfrei.

Equity-Story Seite 27



DCF-Bewertung

Organische Entwicklung

Im Rahmen der Wertermittlung haben wir ein organisches Wachstumsszenario auf der Grundlage des aktuellen Portfolios modelliert. Damit bleiben sowohl die angestrebten Akquisitionen zur Wachstumsbeschleunigung von weclapp und Selfio als auch etwaige Verkäufe von Beteiligungen außerhalb des strategischen Kerns zunächst unberücksichtigt. Da wir davon ausgehen, dass 3U sowohl Zukäufe als auch Verkäufe werterhöhend gestalten würde, beruht unser Modell somit auf einem Basisszenario, in dem signifikante Wertpotenziale noch nicht abgebildet sind. Dennoch halten wir diese Vorgehensweise derzeit für gerechtfertigt, weil die Integration hypothetischer Transaktionen in Ermangelung einer konkreten Datenbasis die Unsicherheit unserer Schätzungen deutlich erhöhen würde. Stattdessen werden wir etwaige Transaktionen zu den Zeitpunkten, an denen sie sich konkretisieren, sukzessive in das Modell aufnehmen.

weclapp und Selfio wachstumsstark

Kern unseres Szenarios ist die Annahme, dass die beiden wichtigsten Beteiligungen, weclapp und Selfio, ihren steilen Wachstumskurs den Planungen entsprechend auch in Zukunft fortsetzen werden. Bezüglich weclapp gehen wir davon aus, dass der Umsatz dieses Jahr um 57 Prozent auf 4,7 Mio. Euro gesteigert wird und dass auch in den nächsten Jahren deutlich zweistellige Zuwächse möglich sind. Allerdings sind wir hierbei deutlich unter der von 3U kommunizierten

Zielsetzung eines durchschnittlichen Wachstums von 50 Prozent p.a. geblieben. Diese Marke haben wir noch für 2020 unterstellt, anschließend aber aufgrund der höheren Basis und vor allem aus Vorsichtsüberlegungen eine stufenweise Degression der angenommenen Wachstumsraten bis auf 30 Prozent im Jahr 2026 vorgenommen. In absoluten Zahlen entspricht das einem Zielumsatz am Ende des detaillierten Prognosezeitraums in Höhe von 49,2 Mio. Euro. Ebenso ein sehr hohes Wachstum, wenn auch klar unter dem von weclapp, haben wir für Selfio angenommen. Hier kalkulieren wir für dieses Jahr mit einem Anstieg um fast 21 Prozent auf 21,0 Mio. Euro sowie mit einem stetigen Wachstum von 20 Prozent p.a. bis 2023. Anschließend lassen wir auch bei Selfio die Wachstumsraten etwas zurückgehen. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums sehen wir das Wachstum noch bei 15 Prozent und den Umsatz bei 67,7 Mio. Euro.

Deutliche Gewichtsverschiebung

Zusammen würden die beiden Wachstumstreiber des Konzerns 2026 somit knapp 117 Mio. Euro und damit 84 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaften, gegenüber geschätzten 25,7 Mio. Euro bzw. 49 Prozent im laufenden Jahr. Aus dem übrigen Konzern haben wir bei ClimaLevel einen moderaten Wachstumsbeitrag angenommen und einen Anstieg der Umsätze von schätzungsweise 7,5 Mio. Euro in diesem Jahr auf

Erlösmodell (Mio. Euro)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
weclapp	4,70	7,05	10,22	14,31	20,04	28,05	37,87	49,23
Selfio	21,00	25,20	30,24	36,29	43,55	51,17	58,84	67,67
ClimaLevel	7,50	7,88	8,27	8,68	9,12	9,57	10,05	10,55
Erneuerbare Energien	6,87	6,87	6,35	6,35	4,53	4,53	4,53	4,53
Rest ITK-Segment	10,01	9,01	8,11	7,30	6,57	5,91	5,32	4,79
Rest SHK-Segment	1,80	1,89	1,98	2,08	2,19	2,30	2,41	2,53
Umsatz gesamt	51,88	57,90	65,17	75,01	85,98	101,53	119,02	139,30
Schätzungen SMC-Research								

DCF-Bewertung Seite 28



rund 10,5 Mio. Euro in 2026 unterstellt. Demgegenüber haben wir für das restliche ITK-Segment (außerhalb von weclapp) eine trendmäßige Schrumpfung angenommen und den Umsatzbeitrag dieser Aktivitäten im Jahr 2026 auf nur noch 4,8 Mio. Euro taxiert. Damit bleiben wir bewusst vorsichtiger als das Unternehmen, das in dem Bereich Voice Business durchaus Potenzial sieht, um die Erlöse mindestens stabil zu halten. Ebenfalls rückläufig sind die für den Betrachtungszeitraum unterstellten Erlöse des Segments Erneuerbare Energien, worin sich das Auslaufen der garantierten Einspeisevergütung für zwei der drei Windparks bemerkbar macht. Für diese beiden Windparks haben wir einen Weiterbetrieb auf der Grundlage von noch abzuschließenden Power Purchase Agreements unterstellt und dabei konservativ mit einem Strompreis von 3,5 Cent pro KWh kalkuliert.

Schrittweise Margenverbesserung

Einhergehend mit dem Wachstum unterstellen wir für weclapp und Selfio eine schrittweise Margenerhöhung. Auf EBITDA-Basis trauen wir weclapp bis 2026 eine Rendite von 30 Prozent zu, die angesichts der sehr guten Skalierbarkeit des Geschäftsmodells grundsätzlich sogar noch höher ausfallen könnte. Da wir weclapp aber selbst noch 2026 in einem dynamischen Wachstumsprozess sehen, haben wir in den Schätzungen entsprechend hohe Ausgaben für die Softwareentwicklung sowie für Marketing und Vertrieb berücksichtigt. Auch für Selfio haben wir eine deutliche Margenverbesserung angenommen. Durch die Umsetzung des Verbesserungsprozesses in der Logistik sowie durch wachstumsbedingte Skaleneffekte im Overhead trauen wir es dem Unternehmen zu, in einigen Jahren eine EBITDA-Marge im mittleren einstelligen Bereich zu erwirtschaften, haben aber aus Vorsicht nur einen Zielwert von 4 Prozent angenommen. Auf Konzernebene resultiert hieraus für 2019 eine EBITDA-Erwartung von 11,1 Mio. Euro, die aber vor allem durch den Verkauf der Unternehmenszentrale getrieben ist. Auch der Wert aus 2018 hatte von einem Sondereffekt in Form des Verkaufs des Rechenzentrumsgebäudes in Hannover profitiert, weswegen sich optisch (aber nicht operativ) für die E-BITDA-Marge im Jahr 2020 mit 10,6 Prozent eine Verschlechterung gegenüber 2018 und 2019 ergibt.

Auch in den darauffolgenden Jahren werden die operativen Fortschritte durch das Auslaufen der sehr lukrativen Einspeisevergütung überdeckt, weswegen die EBITDA-Marge auf Konzernebene erst ab 2024 einen stetigen Aufwärtstrend herausbildet.

Ziel-Marge bei 10,7 Prozent

Demgegenüber zeigt die EBIT-Marge dank rückläufiger Abschreibungen schon ab 2021 einen deutlichen Aufwärtstrend. Beginnend mit 3,3 Prozent im nächsten Jahr (der diesjährige Wert wird dank des Immobilienverkaufs auf 13,7 Prozent geschätzt) erwarten wir für die EBIT-Marge einen sukzessiven Anstieg auf 10,7 Prozent im Jahr 2026. Der geringe Endabstand zwischen der EBITDA- und der EBIT-Marge ist der Tatsache geschuldet, dass die beiden Wachstumstreiber des Konzerns zur Umsetzung ihrer organischen Wachstumspläne nur geringen Investitionsbedarf haben, aus dem sich anschließend wenig Abschreibungen ergeben. Den größten Posten sehen wir diesbezüglich im Logistikbereich, den wir im nächsten Jahr angesetzt haben.

Geringe Zinslasten

Der geringe Investitionsbedarf im operativen Geschäft der beiden strategischen Kerne schlägt sich auch in einem geringen Finanzierungsbedarf nieder. Vor allem weclapp ist unseres Erachtens gut in der Lage, das organische Wachstum aus dem eigenen Cashflow zu finanzieren. Größerer Finanzierungsbedarf würde sich deswegen erst im Hinblick auf mögliche Akquisitionen ergeben, die wir aber in unserem Modell noch nicht berücksichtigt haben. Dementsprechend haben wir weder weitere Eigenkapitalmaßnahmen noch weitere Darlehensaufnahmen unterstellt. Vielmehr sorgt die planmäßige Tilgung der Kredite für die Windparks und den Solarpark für eine trendmäßig deutlich rückläufige Kreditsumme und für einen im Zeitablauf weiter sinkenden Zinsaufwand.

Terminal Value mit Sicherheitsabschlag

Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 zeigt die Tabelle auf der nächsten Seite, detaillierte Über-

DCF-Bewertung Seite 29



Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	51,9	57,9	65,2	75,0	86,0	101,5	119,0	139,3
Umsatzwachstum		11,6%	12,6%	15,1%	14,6%	18,1%	17,2%	17,0%
EBIT-Marge	13,7%	3,3%	3,6%	4,9%	6,2%	7,9%	9,4%	10,7%
EBIT	7,1	1,9	2,3	3,7	5,3	8,0	11,2	14,9
Steuersatz	25,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,8	0,6	0,7	1,1	1,6	2,4	3,3	4,4
NOPAT	5,3	1,3	1,6	2,6	3,7	5,6	7,8	10,5
+ Abschreibungen & Amortisation	4,0	4,2	4,0	4,1	2,9	2,8	2,9	2,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	4,4	5,6	5,8	6,7	6,7	8,5	10,8	13,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
- Investitionen AV	10,4	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Free Cashflow	14,6	4,4	4,8	5,7	5,6	7,3	9,4	11,9

sichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Darüber hinaus haben wir zur Ermittlung des Terminal Value einen 25-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2026 vorgenommen und kalkulieren folglich mit einer "ewigen" EBIT-Marge von 8,0 Prozent. Die ewige Wachstumsrate taxieren wir auf 1 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,3 und einem Zielfremdkapitalanteil von 30 Prozent resultiert hieraus ein WACC-Satz von 7,5 Prozent.

Kursziel: 2,10 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,5 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 70,2 Mio. Euro bzw. 2,12 Euro je Aktie, woraus wir das Kursziel von 2,10 Euro ableiten. Somit sehen wir auf der Grundlage unseres Modells, in dem die anorganischen Wertpotenziale unberücksichtigt geblieben und in dem wir an mehreren Stellen bewusst konservativ vorgegangen sind, ein hohes Kurspotenzial für die Aktie der 3U Holding.

Leicht erhöhtes Schätzrisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Grundsätzlich verfolgt 3U in den meisten Beteiligungen etablierte Geschäftsmodelle, die sich seit Jahren bewährt haben. Das gilt insbesondere für die beiden Wachstumstreiber weclapp und Selfio, die bereits seit mehreren Jahren zeigen, dass ihre Wachstumsstrategie funktioniert. Dementsprechend sehen wir bei 3U prinzipiell eine gute Berechenbarkeit, die wichtigsten Risikofaktoren innerhalb unserer Schätzungen sind der unterstellte Margenanstieg bei Selfio, der unterstellte Weiterbetrieb der Windparks und die als

DCF-Bewertung Seite 30



nachhaltig unterstellten hohen Wachstumsraten der beiden Kernbeteiligungen. In Summe halten wir deswegen die Einstufung der Prognoseunsicherheit als leicht erhöht für angemessen und vergeben vier Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 1,63 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,5

Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 3,04 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum								
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%				
6,5%	3,04	2,79	2,59	2,42	2,27				
7,0%	2,70	2,50	2,33	2,19	2,08				
7,5%	2,41	2,25	2,12	2,00	1,91				
8,0%	2,18	2,05	1,94	1,84	1,76				
8,5%	1,98	1,87	1,78	1,70	1,63				

Fazit

Die 3U Holding hat in den letzten drei Jahren auf den profitablen Wachstumskurs zurückgefunden und seit 2016 den Gewinn wie auch die Dividende kontinuierlich erhöht. Auch für dieses Jahr ist ein erneutes Umsatzwachstum sowie ein kräftiger Gewinnsprung von 1,9 Mio. Euro auf 4 bis 5 Mio. Euro angekündigt. Wie schon im Vorjahr, wird das Gewinnwachstum auch dieses Jahr von einem außerordentlichen Gewinn aus dem lukrativen Verkauf einer Immobilie resultieren, der allein für einen Vorsteuerergebnisbeitrag von 5 Mio. Euro sorgen wird.

Doch auch operativ ist die Entwicklung steil aufwärtsgerichtet. Dies gilt vor allem für die beiden Wachstumstreiber Selfio und weclapp, die seit Jahren mit hohen zweistelligen Raten wachsen und diesen Kurs auch in Zukunft fortsetzen sollen. Inzwischen konzentriert sich 3U strategisch zunehmend auf diese beiden Töchter und will deren Wachstum auch durch Akquisitionen forcieren.

In unserem Bewertungsmodell haben wir auf die Berücksichtigung etwaiger Zukäufe und deren Wertpotenziale verzichtet und uns auf ein organisches Wachstumsmodell beschränkt. Das darin unterstellte fortgesetzte hohe Wachstum der beiden Wachstumstreiber, in Verbindung mit einer Verbesserung der noch geringen Profitabilität von Selfio und einer weiteren Erhöhung der bereits stattlichen Margen bei weclapp, resultieren in einem fairen Wert der 3U-Aktie in Höhe von 2,10 Euro, der somit rund ein Drittel über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Der Befund einer deutlichen Unterbewertung wird auch durch ein externes Gutachten gestützt, in dem jüngst allein für weclapp ein Marktwert von 70 Mio. Euro ermittelt wurde, was nach Berücksichtigung der Minderheitsanteile in etwa auf dem Niveau der aktuellen Marktkapitalisierung des gesamten 3U-Konzerns liegt.

Insgesamt überzeugt das Unternehmen mit einer guten Marktpositionierung der Kernbeteiligungen, einer zu deren Stärken passenden Wachstumsstrategie sowie einer soliden bilanziellen und finanziellen Basis. Darüber hinaus bieten die angedachten Akquisitionen sowie ein möglicher weclapp-IPO weiteres Potenzial, das wir in unserem Modell nicht erfasst haben. Auf dem aktuellen Kursniveau überwiegen deswegen aus unserer Sicht klar die Chancen, weswegen wir unsere Coverage mit dem Urteil "Buy" starten.

Fazit Seite 31



Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	48,0	38,6	35,4	32,0	28,7	26,5	24,4	22,4	20,3
1. Immat. VG	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3
2. Sachanlagen	43,8	34,4	31,2	27,8	24,4	22,2	20,2	18,1	16,0
II. UV Summe	26,5	36,9	37,9	41,3	45,3	48,9	53,3	58,5	64,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	41,4	45,2	43,7	44,4	45,9	48,2	51,8	56,7	63,1
II. Rückstellungen	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,9	18,3	17,5	16,6	15,5	14,4	12,7	10,4	7,5
2. Kurzfristiges FK	10,8	10,6	10,6	10,7	10,8	11,0	11,4	11,9	12,4
BILANZSUMME	74,5	75,5	73,3	73,3	74,0	75,4	77,7	80,8	85,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	48,0	51,9	57,9	65,2	75,0	86,0	101,5	119,0	139,3
Rohertrag	19,9	21,5	24,2	27,1	31,9	36,9	46,0	56,9	69,6
EBITDA	6,7	11,1	6,1	6,4	7,7	8,2	10,9	14,0	17,8
EBIT	2,7	7,1	1,9	2,3	3,7	5,3	8,0	11,2	14,9
EBT	1,8	6,3	1,2	1,7	3,0	4,8	7,5	10,6	14,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,2	4,7	0,8	1,2	2,1	3,3	5,2	7,5	10,2
JÜ	1,9	4,5	0,4	0,7	1,5	2,4	3,8	5,5	7,6
EPS	0,05	0,13	0,01	0,02	0,04	0,07	0,12	0,17	0,23



Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	0,6	3,6	4,9	5,0	5,9	5,9	7,7	9,8	12,5
CF aus Investition	8,1	10,4	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
CF Finanzierung	-8,2	-4,0	-3,3	-1,5	-1,9	-2,4	-3,4	-4,9	-6,6
Liquidität Jahresanfa.	11,3	12,3	22,3	22,8	25,6	28,9	31,7	35,3	39,4
Liquidität Jahresende	12,3	22,3	22,8	25,6	28,9	31,7	35,3	39,4	44,4

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	2,3%	8,1%	11,6%	12,6%	15,1%	14,6%	18,1%	17,2%	17,0%
Rohertragsmarge	41,5%	41,5%	41,7%	41,6%	42,6%	42,9%	45,3%	47,8%	50,0%
EBITDA-Marge	14,0%	21,5%	10,6%	9,8%	10,3%	9,6%	10,7%	11,8%	12,8%
EBIT-Marge	5,6%	13,7%	3,3%	3,6%	4,9%	6,2%	7,9%	9,4%	10,7%
EBT-Marge	3,8%	12,1%	2,1%	2,6%	4,0%	5,5%	7,4%	8,9%	10,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,0%	8,6%	0,8%	1,1%	2,0%	2,8%	3,8%	4,6%	5,5%



Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

 sc-consult GmbH
 Telefon: +49 (0) 251-13476-94

 Alter Steinweg 46
 Telefax: +49 (0) 251-13476-92

 48143 Münster
 E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

<u>Rechtliche Angaben (\$85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)</u>

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)



- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 19.09.2019 um 12:35 Uhr fertiggestellt und am 19.09.2019 um 12:45 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:



Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um min-
	destens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2
	Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um min-
	destens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte)
	ein.
Speculative	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um min-
Buy	destens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6
	Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwi-
	schen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6
	Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen,
	wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte tem-
	poräre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens
	10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte)
	nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter: http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht



In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
keine			

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.