

17. Februar 2020  
Research-Comment

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# 3U Holding AG

## weclapp weiter mit hoher Dynamik

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,64 € | Kursziel: 2,40 € (bisher: 2,10 €)

**Analyst:** Dipl. Volkswirt 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

# Softwarespezialist weclapp wächst um 50 %



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Marburg
<b>Branche:</b>	Software / E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	199
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005167902
<b>Ticker:</b>	UUU:GR
<b>Kurs:</b>	1,64 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	35,3 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	57,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	68,1 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	67,04 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	1,79 / 0,98 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	30,4 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	51,9	59,7	66,5
<b>EBIT (Mio. Euro)</b>	6,2	4,8	3,0
<b>Jahresüberschuss</b>	4,1	2,2	1,0
<b>EpS</b>	0,12	0,06	0,03
<b>Dividende je Aktie</b>	0,04	0,04	0,04
<b>Umsatzwachstum</b>	8,1%	15,1%	11,3%
<b>Gewinnwachstum</b>	112,0%	-46,5%	-53,6%
<b>KUV</b>	1,08	0,94	0,84
<b>KGV</b>	13,7	25,5	55,0
<b>KCF</b>	15,7	8,1	10,3
<b>EV / EBIT</b>	10,6	13,7	21,9
<b>Dividendenrendite</b>	2,4%	2,4%	2,4%

## Aktuelle Entwicklung

Einer aktuellen Meldung zufolge hat die weclapp SE, die wachstumsstärkste Einheit des 3U-Konzerns, den Expansionskurs in 2019 mit einer Steigerung des Umsatzes um 50 Prozent auf 4,5 Mio. Euro fortgesetzt. Auch für den Januar 2020 berichtet das Unternehmen von einer anhaltend hohen Dynamik mit weiter wachsenden Erlösen. Diese Dynamik kombiniert weclapp trotz der Vorleistungen für weiteres Wachstum (vor allem in Form von Personalaufbau) unverändert mit einer beachtlichen Profitabilität, die sich 2019 in einer EBITDA-Marge deutlich oberhalb von 20 Prozent bemerkbar gemacht hat. Einen Expansionschritt hat 3U auch im Segment Erneuerbare Energien vollzogen, das noch im Dezember durch den Zukauf eines weiteren Windparks verstärkt worden ist. Es handelt sich hierbei um acht Windräder in der Nähe von Rostock, die zusammen durchschnittlich rund 20.000 MWh Strom pro Jahr produzieren. Da die garantierte Einspeisevergütung für den Windpark in zwei Stufen bis Ende 2021 ausläuft, sieht 3U ein erhebliches Wertschöpfungspotenzial durch die Sicherung des bereits behördlich genehmigten Weiterbetriebs mit dem angestrebten Abschluss eines Power Purchase Agreements. Auch sieht das Management Repowering-Potenzial an dem Standort, dessen Realisierung den Wert des Windparks erheblich steigern könnte.

## Fazit

Grundsätzlich hält 3U aber weiter an der Strategie fest, sich künftig auf weclapp und die E-Commerce-Tochter Selfio zu konzentrieren. Auch der neuerworbene Windpark soll letztlich über die damit angestrebte Wertschöpfung anschließend der Finanzierung der Expansion der beiden Kernbeteiligungen dienen. Damit entspricht der Zukauf grundsätzlich ebenso dem von uns unterstellten Szenario wie die aktuelle Entwicklung von weclapp. Nach der Integration des neuen Windparks hat sich unser Kursziel auf 2,40 Euro erhöht (siehe S. 3), unser Votum lautet weiter „Buy“.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	59,7	66,5	75,8	86,8	102,3	119,8	140,1	160,9
Umsatzwachstum		11,3%	14,0%	14,5%	17,9%	17,1%	16,9%	14,9%
EBIT-Marge	8,1%	4,5%	5,3%	6,5%	8,1%	9,5%	10,8%	11,9%
<b>EBIT</b>	<b>4,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>8,3</b>	<b>11,4</b>	<b>15,2</b>	<b>19,1</b>
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,4	0,9	1,2	1,7	2,5	3,4	4,5	5,7
<b>NOPAT</b>	<b>3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>8,0</b>	<b>10,6</b>	<b>13,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	4,2	4,3	3,1	3,1	3,1	3,2	2,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>8,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>9,0</b>	<b>11,2</b>	<b>13,9</b>	<b>16,3</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8
- Investitionen AV	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,9</b>	<b>12,4</b>	<b>14,7</b>

*SMC Schätzmodell*

### Modellanpassungen

Wir haben die Akquisition des Windparks in unser Modell integriert und dabei angenommen, dass die Windräder bis Ende 2026 weiterbetrieben werden können. Darüber hinaus haben wir das Modell auf das Basisjahr 2020 umgestellt. Auch haben wir nun auf der Ebene der Holding für 2020 sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2 Mio. Euro angenommen, weil uns nach dem Gespräch mit dem Unternehmen der bisherige Ansatz (0 Euro) zu vorsichtig erschien. Das Unternehmen zeigt sich nämlich zuversichtlich, auch 2020 aus Veräußerungen von Assets einen signifikanten Ergebnisbeitrag erzielen zu können. Neben der Veräußerung von Windparks könnte dafür das neue Immobilienprojekt in Würzburg in Frage kommen, das bereits dieses Jahr in die Vorvermarktung gehen soll.

Aus diesen Änderungen resultiert für 2020 eine neue EBITDA-Schätzung von 9,4 Mio. Euro (bisher: 6,1 Mio. Euro), das EBIT erwarten wir nun bei 4,8 Mio. Euro (bisher: 1,8 Mio. Euro) und den Nettogewinn bei 2,2 Mio. Euro (0,4 Mio. Euro).

Geändert hat sich auch die Aktienzahl, weil 3U noch im Dezember 1,0 Mio. Aktien aus dem eigenen Bestand veräußert hat. Diese Aktien haben wir nun in der Berechnung des Kursziels berücksichtigt. Insgesamt sorgten aber die Schätzungsänderungen sowie der Roll-over-Effekt für einen Anstieg des fairen Wertes, den wir nun auf 2,40 Euro taxieren (bisher: 2,10 Euro).

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	38,3	34,8	31,2	27,7	25,3	22,9	20,6	18,2	16,3
1. Immat. VG	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
2. Sachanlagen	34,1	30,7	27,2	23,7	21,4	19,0	16,7	14,4	12,4
II. UV Summe	36,9	39,6	42,5	46,6	50,4	55,0	60,4	66,9	74,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	44,8	45,2	45,4	46,9	49,3	52,9	57,8	64,3	72,4
II. Rückstellungen	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,3	17,1	16,1	14,9	13,7	12,2	9,8	6,8	3,2
2. Kurzfristiges FK	10,6	10,6	10,7	10,7	10,9	11,0	11,5	12,0	12,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>75,1</b>	<b>74,4</b>	<b>73,7</b>	<b>74,3</b>	<b>75,7</b>	<b>77,9</b>	<b>81,0</b>	<b>85,2</b>	<b>90,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	51,9	59,7	66,5	75,8	86,8	102,3	119,8	140,1	160,9
Rohertrag	22,5	26,9	29,2	33,5	38,3	47,3	58,2	70,9	83,7
EBITDA	10,6	9,4	7,3	8,3	8,8	11,4	14,6	18,3	21,9
EBIT	6,2	4,8	3,0	4,0	5,7	8,3	11,4	15,2	19,1
EBT	5,4	3,7	2,1	3,3	5,0	7,6	10,8	14,7	18,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,3	2,6	1,5	2,3	3,5	5,3	7,6	10,3	13,3
JÜ	4,1	2,2	1,0	1,6	2,5	3,9	5,6	7,7	10,0
EPS	0,12	0,06	0,03	0,05	0,07	0,12	0,17	0,23	0,29

# Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	3,6	6,9	5,5	6,3	6,3	8,1	10,2	12,9	15,4
CF aus Investition	10,4	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
CF Finanzierung	-4,0	-3,6	-2,5	-2,1	-2,5	-3,6	-5,0	-6,8	-8,8
Liquidität Jahresanfa.	12,3	22,2	24,5	26,8	30,2	33,2	36,9	41,3	46,6
Liquidität Jahresende	22,2	24,5	26,8	30,2	33,2	36,9	41,3	46,6	52,3

## Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	8,1%	15,1%	11,3%	14,0%	14,5%	17,9%	17,1%	16,9%	14,9%
Rohtragsmarge	43,4%	45,0%	43,9%	44,1%	44,2%	46,3%	48,6%	50,6%	52,0%
EBITDA-Marge	20,5%	15,7%	10,9%	10,9%	10,1%	11,1%	12,1%	13,1%	13,6%
EBIT-Marge	12,0%	8,1%	4,5%	5,3%	6,5%	8,1%	9,5%	10,8%	11,9%
EBT-Marge	10,5%	6,2%	3,1%	4,3%	5,8%	7,4%	9,0%	10,5%	11,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,9%	3,7%	1,5%	2,1%	2,9%	3,8%	4,7%	5,5%	6,2%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 Studiererstellung 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 Studiererstellung 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 Studiererstellung 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 17.02.2020 um 8:05 Uhr fertiggestellt und am 17.02.2020 um 8:15 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 mindestens 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 mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 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 (zwischen -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 temporäre 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
13.11.2019	Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)
19.09.2019	Buy	2,10 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, zwei Updates und ein Research-Comment

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 Meinungsäußerungen 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 übernommen, 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.