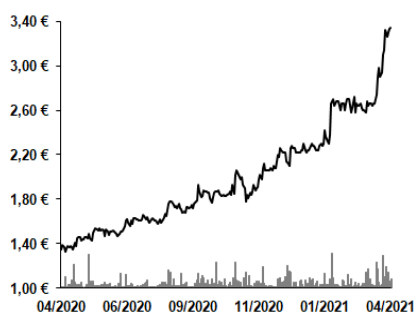


Akt. Kurs (09.04.2021, 09:02, Xetra): 3,37 EUR – Einschätzung: **Verkaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **3,15 (2,10) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	3,48 €	1,25 €
Aktueller Kurs:	3,37 €	
Aktienzahl ges.:	35.314.016	
Streubesitz:	67,0%	
Marktkapitalis.:	119,0 Mio. €	



Kennzahlen

	2019	2020	2021e	2022e
Umsatz	51,4	61,1	61,0	71,0
<i>bisher</i>	---	59,7	66,0	73,9
EBIT	5,5	5,9	6,7	7,6
<i>bisher</i>	---	5,3	5,6	7,7
Jahresüb.	4,1	3,3	3,4	3,8
<i>bisher</i>	---	2,4	2,7	3,9
Erg./Aktie	0,12	0,09	0,10	0,11
<i>bisher</i>	---	0,07	0,08	---
Dividende	0,04	0,05	0,05	0,06
<i>bisher</i>	---	0,04	0,04	---
KGV	27,3	35,6	34,7	31,1
Div.rendite	1,2%	1,5%	1,5%	1,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Kurzportrait

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

Anlagekriterien

2020 mit Gewinn über Guidance und fünfter Dividendenerhöhung in Folge

Gemäß dem jüngst veröffentlichten Zahlenwerk für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 konnte 3U die eigene Prognose bei Umsatz und EBITDA gut erfüllen und beim Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sogar übertreffen. Konkret kletterten die Konzernerlöse kräftig um 18,7 Prozent auf 61,1 (Vj. 51,4) Mio. Euro. Die positive Entwicklung wurde von allen drei Segmenten getragen. Den Hauptwachstumstreiber markierte jedoch nach wie vor der von der weclapp SE betriebene Geschäftsbereich Cloud Computing mit einer Umsatzausweitung um rund 57 Prozent. Auf die beiden strategisch wichtigsten Töchter weclapp und Selfio entfielen 50,8 (49,0) Prozent der Konzernerlöse.

Bekanntlich bildet neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells. In diesem Rahmen konnten im Schlussquartal 2020 Erträge von 3,6 Mio. Euro aus der Veräußerung des Windparks Lüdersdorf, der 75-prozentigen Beteiligung an dem unter der Marke ClimaLevel geführten Montagegeschäft mit Fußbodenheizungssystemen sowie einer Immobilie in Linz am Rhein vereinnahmt werden. In 2019 waren dagegen Erträge aus Immobilienverkäufen von 5,2 Mio. Euro angefallen. Vor diesem Hintergrund blieben die anderen Erträge insgesamt mit 5,3 Mio. Euro hinter dem Vorjahreswert von 8,0 Mio. Euro zurück.

Der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen wies mit minus 0,2 (-0,1) Mio. Euro keine nennenswerte Veränderung auf. Der Materialaufwand legte vor allem infolge einer Umsatzverschiebung von SHK auf ITK nur unterproportional auf 33,2 (28,7) Mio. Euro zu, so dass sich die Materialaufwandsquote weiter von 55,8 auf 54,4 Prozent verbesserte. In Summe ergab sich daraus ein Anstieg des Rohergebnisses um 7,5 Prozent auf 33,0 (30,7) Mio. Euro. Trotz einer Ausweitung der durchschnittlichen Mitarbeiterzahl von 213 auf 231 Beschäftigte sowie im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie temporär erhöhter Personalkosten bei SHK wuchs der Personalaufwand ebenfalls nur unterproportional um 12,4 Prozent auf 13,1 (11,7) Mio. Euro. Dies entsprach einer von 22,6 auf 21,5 Prozent ermäßigten Quote.

Insbesondere Pandemie-bedingt geringere Reisekosten, niedrigere technische Beratungskosten und ein signifikanter Rückgang der Forderungsverluste führten dazu, dass die sonstigen Aufwendungen trotz der deutlichen Geschäftsausweitung sogar auf 8,3 (8,9) Mio. Euro sanken. In Summe resultierte daraus beim EBITDA ein Zuwachs um 14,4 Prozent von 10,1 auf 11,6 Mio. Euro. Vor allem infolge der Erstkonsolidierung des Windparks Roge kletterten jedoch auch die Abschreibungen erwartungsgemäß auf 5,6 (4,6) Mio. Euro. So verblieb beim EBIT ein Plus von 8,1 Prozent auf 5,9 (5,5) Mio. Euro.

Das Finanzergebnis verbesserte sich leicht auf minus 0,7 (-0,8) Mio. Euro. Die steuerlichen Verlustvorträge bei der weclapp sind mittlerweile ausgeschöpft. Die in diesem Zusammenhang weitgehend wegfallenden saldierten Erträge aus latenten Steuern sowie das von 4,7 auf 5,3 Mio. Euro gesteigerte Vorsteuerergebnis führten wie erwartet dazu, dass sich die Steuerquote auf 24,7 (5,3) Prozent normalisierte. Trotzdem kam der Jahresüberschuss nach höheren Anteilen Dritter mit 3,3 (4,1) Mio. Euro bzw. 0,09 (0,12) Euro je Aktie deutlich oberhalb der Guidance von 2 bis 3 Mio. Euro zum Ausweis.

Angesichts dieses ungeachtet der Corona-Krise erzielten Unternehmenserfolgs schlägt das Management der für den 20. Mai 2021 anberaumten virtuellen Hauptversammlung eine erneute Anhebung der Ausschüttung von 4 auf 5 Cent je Anteilsschein vor. Dies würde bereits die fünfte Dividendenerhöhung in Folge bedeuten. Dabei soll die Auszahlung wie in den Vorjahren aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit ohne Steuerabzug erfolgen.

Umsatz- und Ergebniswachstum in allen drei Segmenten

Auf Segmentebene erhöhte sich der Umsatzanteil von ITK auf 31,7 (Vj. 27,3) Prozent. Auch EE legte leicht von 14,0 auf 15,0 Prozent zu. Bei SHK verringerte sich hingegen der Anteil an den Konzern Erlösen merklich auf 54,3 (59,1) Prozent.

Am stärksten kletterte der Umsatz im Segment ITK mit einem signifikanten Plus von 37,4 Prozent von 14,1 auf 19,3 Mio. Euro. Wie eingangs bereits erwähnt, bildete dabei das von der weclapp SE betriebene Cloud Computing mit einer Erlössteigerung um rund 57 Prozent (nähere Einzelheiten siehe Seite 4) den maßgeblichen Wachstumstreiber. Aber auch der Bereich Telekommunikation konnte kräftig um 29,6 Prozent zulegen. Dies resultierte zum einen aus der infolge der Corona-bedingten Kontakt- und Reisebeschränkungen erhöhten Nachfrage nach Telefonieangeboten. Zum anderen wirkte sich die gute Aufnahme der offerierten Mehrwertdienstleistungen am Markt positiv aus.

Trotz des wachstumsbedingten weiteren Mitarbeiterausbaus im Cloud Computing stieg der Personalaufwand nur unterproportional um 23,2 Prozent. Die sonstigen Aufwendungen sanken nach Wegfall vorjähriger Einmalkosten im Telefoniebereich sogar um 6,4 Prozent. So sprang hier das EBITDA um fast vier Fünftel auf 5,0 (2,8) Mio. Euro entsprechend einer kräftig auf 25,7 (19,9) Prozent gesteigerten Marge. Nach Steuern und Drittanteilen kletterte das Segmentergebnis ebenfalls um 35,6 Prozent auf 2,8 (2,1) Mio. Euro. Wenngleich auch der Bereich Telefonie seine Profitabilität erhöhen konnte, basierte die erfreuliche Ertragsentwicklung doch hauptsächlich auf dem Cloud Computing.

Das Segment EE konnte ebenfalls eine deutliche Erlössteigerung um 26,4 Prozent auf 9,1 (7,2) Mio. Euro erzielen. Bei einem zufriedenstellenden Windaufkommen und leicht höheren Erträgen aus Photovoltaikanlagen resultierte das Wachstum allerdings aus der ganzjährigen Erstkonsolidierung des Windparks Roge, der einen Umsatz von 2,0 Mio. Euro beisteuerte. Zudem konnte im Rahmen der zum Jahresende erfolgten Veräußerung des Windparks Lüdersdorf ein anderer Ertrag von 2,2 Mio. Euro verbucht werden. In der Folge verbesserte sich in dem Bereich das EBITDA von 4,9 auf 8,8 Mio. Euro sowie das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter auf 3,2 (0,4) Mio. Euro.

Im Segment SHK blieb das Umsatzplus mit 9,1 Prozent auf 33,1 (30,4) Mio. Euro etwas hinter der vorjährigen Wachstumsrate von 13,9 Prozent zurück. Ursächlich hierfür war der mit einem 12-Punkte-Plan zur Ertragsstärkung verbundene Verzicht auf margenschwache Erlöse. Dabei konnte das von Selfio GmbH betriebene Online-Geschäft aber dennoch um 14,9 Prozent ausgebaut werden (nähere Einzelheiten siehe Seite 4).

Zwar stieg die Materialaufwandsquote trotz des verstärkten Einsatzes von Eigenmarken und Verbesserungen im Beschaffungsbereich leicht auf 77,7 (76,6) Prozent. Andere Erträge von 1,3 Mio. Euro aus dem zum 1. Dezember 2020 erfolgten Verkauf des 75-prozentigen KlimaLevel-Anteils ließen aber das EBITDA mit 1,1 (-0,1) Mio. Euro sowie das Ergebnis nach Steuern und Drittanteilen mit 0,5 (-0,6) Mio. Euro wieder in die Gewinnzone drehen. Dabei zeigten auch die implementierten Maßnahmen zur Profitabilitätssteigerung erste Effekte. Diesen standen allerdings noch Belastungen im Rahmen der Optimierung und Erweiterung der Supply Chain sowie des Infektionsschutzes gegenüber. Hier ist insbesondere der zeitweise Zweischichtbetrieb im Distributionszentrum Montabaur zu nennen, der den Einsatz zusätzlicher Aushilfskräfte erforderte.

Der Bereich Sonstige Aktivitäten/Überleitung beinhaltet die Vermietungs- und sonstigen Aktivitäten auf Ebene der Holding sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung. Neben im Wesentlichen aus Mieterträgen resultierenden Erlösen von 0,6 (0,7) Mio. Euro fielen hier andere Erträge von 0,1 Mio. Euro aus der Veräußerung einer nicht mehr betriebsnotwendigen, ehemals von der Selfio genutzten Büroimmobilie in Linz am Rhein an. Im Vorjahr waren Erträge aus Immobilienverkäufen von 5,2 Mio. Euro vereinnahmt worden. Auf dieser Basis sowie infolge höherer Personalkosten wies der Bereich einschließlich Überleitungseffekten ein EBITDA von minus 3,3 (+2,5) Mio. Euro sowie ein Ergebnis von minus 3,2 (+2,2) Mio. Euro aus.

Hohe Liquiditätszuflüsse ...

Zum Bilanzstichtag wies der 3U-Konzern eine grundsolide Eigenkapitalquote von 60,5 (Vj. 57,8) Prozent aus. Bei einer Barliquidität von 26,4 (20,6) Mio. Euro erhöhte sich die Netto-Cash-Position von 2,8 auf 9,3 Mio. Euro. Hier wirkten sich die vorgenannten Veräußerungen des Windparks Lüdersdorf, der KlimaLevel-Beteiligung und der Linzer Immobilie sowie die Umplatzierung von knapp 1,2 Millionen eigenen Aktien (siehe hierzu auch unser letztes Research vom 16.11.2020) positiv aus. Zusätzlich ist auch noch ein im abgelaufenen Geschäftsjahr erworbener, mit 3,0 Mio. Euro bilanzierter Goldbestand zu berücksichtigen.

Darüber hinaus wurden bereits Mitte letzten Jahres die fremdvermieteten Teile des Solarparks Adelebsen veräußert, die für den Vollzug des Kaufvertrags erforderliche Grundstücksteilung verzögerte sich jedoch Corona-bedingt bis ins laufende Geschäftsjahr. Zwischenzeitlich konnte die Transaktion jedoch zum Abschluss gebracht und der Kaufpreis von 5,1 Mio. Euro am 2. März 2021 vereinnahmt werden. Den Nettomittelzufluss bezifferte die Gesellschaft auf rund 5,0 Mio. Euro.

Investitionen erfolgten im vergangenen Jahr vor allem im Rahmen des Erwerbs eines Grundstücks bei Koblenz sowie der im August begonnenen dortigen Errichtung eines neuen Distributionszentrums. Das Gesamtinvestitionsvolumen inklusive des Grundstückskaufpreises von 1 Mio. Euro wird mit rund 11,5 Mio. Euro veranschlagt. Der Baufortschritt verläuft bislang planmäßig, der Umzug vom bisherigen Standort in Montabaur soll bereits in der ersten Jahreshälfte 2021 erfolgen.

Ferner hat die InnoHubs GmbH, an der die 3U HOLDING AG eine 75-prozentige Beteiligung hält, im abgelaufenen Geschäftsjahr Planungen für die Errichtung einer Innovations- und Büroimmobilie auf einem in ihrem Eigentum stehenden Grundstück in Würzburg entwickelt. Der Baubeginn dieses als Artificial-Intelligence-Cluster für Unternehmen und Forschungseinrichtungen konzipierten Projekts soll nach Verkauf und/oder Vermietung eines ausreichenden Anteils der geplanten Flächen ebenfalls im ersten Halbjahr 2021 erfolgen.

... zur Stärkung der strategisch wichtigsten Beteiligung weclapp

Die durch die Realisierung von Wertsteigerungen im Portfolio sowie die Veräußerung von Randaktivitäten und nicht betriebsnotwendigen Immobilien vereinnahmten Mittel sollen vorrangig dafür eingesetzt werden, das dynamische Wachstum der weclapp SE durch Zukäufe von innovativen Unternehmen und/oder Kundenstämmen aus dem ERP-Umfeld – auch als Voraussetzung für ein mögliches IPO – weiter voranzutreiben. Bereits jetzt belegt die 75-prozentige 3U-Beteiligung auf der Anfang März 2021 von der Financial Times veröffentlichten Liste von „Europe’s Fastest Growing Companies“ Platz 464.

So konnte das Unternehmen im vergangenen Geschäftsjahr mit einer Erlössteigerung von rund 57 Prozent auf 7,33 (Vj. 4,64) Mio. Euro die Zielgröße von etwa 7 Mio. Euro sogar noch übertreffen. Dabei kam es beim EBITDA zu mehr als einer Verdoppelung von 1,26 auf 2,63 Mio. Euro. Entsprechend kletterte die EBITDA-Marge von dem bereits hohen Niveau der Vorjahre von rund 27 Prozent auf nunmehr knapp 36 Prozent. Für 2021 wird ein Umsatzvolumen von etwa 11 Mio. Euro angepeilt. Dies entspräche einem Anstieg um 50 Prozent. Bei Ansatz einer EBITDA-Marge von 30 Prozent könnte das EBITDA dabei auf 3,3 Mio. Euro zulegen. Angesichts der ungebrochenen Wachstumsdynamik mit Zuwachsraten zwischen 53 und 59 Prozent in den letzten drei Jahren halten wir es aber für wahrscheinlich, dass auch dieses Umsatzziel wieder übertroffen wird.

Hierbei dürften sich vor allem die hohe Kundenzufriedenheit und das sehr günstige Preis-/Leistungsverhältnis weiterhin auszahlen. So belegte die weclapp-ERP-Plattform bei einer im Januar 2021 publizierten, angabegemäß größten unabhängigen europäischen ERP-Anwendungsstudie des Beratungs- und Analysehauses Trovarit mit einer Note von 1,6 einen Spitzenplatz. Zudem wurde die Gesellschaft Anfang März von der Deutschen Gesellschaft für Verbraucherstudien mbH (DtGV) mit dem „Deutschen B2B-Award 2020/21 Enterprise-Resource-Planning“ ausgezeichnet. Dabei erzielte weclapp in der Kategorie „Preis-/Leistungsverhältnis“ den ersten Platz und rangierte bei „Kundenzufriedenheit“ und „Kundenservice“ unter den Top 3.

Darüber hinaus wird die Internationalisierung des Geschäfts intensiviert. In diesem Rahmen startete im ersten Quartal 2021 eine Kooperation mit einem italienischen IT- und ERP-Dienstleister. Im weiteren Jahresverlauf ist ebenfalls ein Markteintritt in Frankreich und Spanien vorgesehen. Obendrein berücksichtigen die Planzahlen noch keine Akquisitionen. Hier befindet man sich jedoch nach Unternehmensangaben in aussichtsreichen Gesprächen. Sollten diese im Jahresverlauf zu einem oder mehreren Abschlüssen führen, sind auch noch deutlich höhere Umsatz- und Ergebniskennzahlen denkbar.

Selfio auf dem Weg zu höherer Ertragsstärke

Das zweite der beiden strategischen Kerngeschäftsfelder bildet der von der Selfio GmbH betriebene Onlinehandel mit Haustechnikprodukten. Dabei hebt sich die 100-prozentige 3U-Tochter vor allem durch ihr auf diversen Kanälen verfügbares, umfangreiches und qualitativ hochwertiges Beratungsangebot vom Wettbewerb ab. Dieses wurde im November 2020 um einen kostenpflichtigen Planungsservice erweitert. In 2020 erreichte Selfio mit einem Umsatzplus von 14,9 Prozent auf 23,7 (Vj. 20,6) Mio. Euro nahezu den Zielwert von rund 24 Mio. Euro. Dabei wuchs die Kundenanzahl von knapp 128.000 auf fast 154.000 Rechnungsempfänger. Für das aktuelle Geschäftsjahr wird ein Erlösvolumen von etwa 25 Mio. Euro angestrebt. Dabei soll die Profitabilität neben Optimierungen bei Produkt- und Vertriebskanalmix sowie Einkauf und Marketing auch durch den anstehenden Umzug der Logistik von Montabaur nach Koblenz erhöht werden.

Organisch weiteres profitables Wachstum geplant

Durch die Verkäufe des Windparks Lüdersdorf und der KlimaLevel-Beteiligung hat der 3U-Konzern annualisiert ein Umsatzvolumen von 8,2 Mio. Euro sowie einen EBITDA-Beitrag von 1,3 Mio. Euro abgegeben. Trotz eines erneut erwarteten starken organischen Wachstums rechnet der 3U-Vorstand nicht damit, die entfallenen Erlöse in 2021 vollständig ausgleichen zu können. Daher bewegt sich die Umsatzguidance mit 58 bis 63 Mio. Euro exakt auf dem Vorjahresniveau. Bereinigt um die veräußerten Aktivitäten würde dies jedoch einem organischen Zuwachs zwischen 11,5 und 21,1 Prozent entsprechen.

Wie im letzten Jahr beinhaltet der Unternehmensausblick auch für 2021 wieder Erträge aus der Veräußerung von Vermögenswerten im einstelligen Millionenbereich. Hier konnte Anfang März bereits ein Ergebnisbeitrag in Höhe von 1,5 Mio. Euro aus dem Verkauf der fremdgenutzten Liegenschaften in Adelebsen realisiert werden. Zudem sollten sich weitere Verschiebungen im Umsatzmix zugunsten margenstärkeren Geschäfts sowie eine sich sukzessive verbessernde Profitabilität des nunmehr im Wesentlichen auf die Selfio entfallenden Segments SHK positiv auf die Ertragslage auswirken. Daher bewegt sich der Prognosekorridor für das EBITDA mit 11 bis 13 Mio. Euro trotz identischer Umsatzerwartung um 1 Mio. Euro über der letztjährigen Bandbreite. Dies entspräche einer operativen Ertragssteigerung um 6,3 bis 25,5 Prozent und einer EBITDA-Marge zwischen 19 und 21 Prozent (2020: 18,9%).

Auf dieser Basis wird ein Konzernergebnis im Bereich von 2 bis 4 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Das würde einen Gewinn je Aktie von 6 bis 11 Cent bedeuten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Guidance insbesondere durch darin nicht enthaltende mögliche Zu- und Verkäufe von Vermögenswerten sowohl über- als auch unterschritten werden kann. Hier sind vor allem die laufenden Akquisitionsgespräche im Bereich Cloud Computing sowie der angestrebte Erwerb eines weiteren Windparks zu nennen.

GSC-Schätzungen sehen stetig steigende Profitabilität

Auf Basis des Zahlenwerks für 2020 sowie der Guidance für das laufende Geschäftsjahr haben wir unsere Prognosen angepasst. Dabei gehen wir zwar davon aus, dass in 2021 der Umsatzzuwachs bei der Selfio im Rahmen der Reduktion ertragsschwacher Produkte und Vertriebskanäle schwächer ausfallen wird. Dies sollte aber in etwa durch die Geschäftsausweitung der wachstumsstarken weclapp kompensiert werden können.

Daher sehen wir die Konzern Erlöse mit 61,0 Mio. Euro entsprechend einem bereinigten Plus von 15,4 Prozent nur minimal unter dem Vorjahresniveau. Bei anderen Erträgen von 4,0 Mio. Euro und zu erwartenden Einmalbelastungen aus dem Logistikumzug, die aber insgesamt durch weitere Verbesserungen auf der Kostenseite überkompensiert werden dürften, schätzen wir beim EBITDA eine leichte Verbesserung auf 11,7 Mio. Euro. Bei einem prognostizierten Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 3,4 Mio. Euro bzw. 10 Cent je Aktie erwarten wir angesichts der publizierten Ausschüttungsquote von rund 50 Prozent des EPS eine unveränderte Dividende von 5 Cent.

Im Geschäftsjahr 2022 sehen wir bei einem Umsatzwachstum von 16,4 Prozent auf 71,0 Mio. Euro und anderen Erträgen von 3,0 Mio. Euro weitere positive Effekte aus dem Umzug des Distributionszentrums und den übrigen Effizienzsteigerungsmaßnahmen. Daher verorten wir das EBITDA bei 13,0 Mio. Euro sowie das Ergebnis nach Steuern und Drittanteilen bei 3,8 Mio. Euro entsprechend 11 Cent je Anteilsschein. Auf dieser Grundlage halten wir eine Anhebung der Dividende auf 6 Cent für wahrscheinlich.

Bewertung

Da neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien fester Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells ist, die daraus resultierenden Effekte jedoch naturgemäß nicht prognostizierbar sind, stellen wir unsere Anlageempfehlung für die 3U-Aktie unverändert auf eine Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung ab. Dabei haben wir unsere Bewertungsansätze anlässlich der Vorlage des Geschäftsberichts 2020 überarbeitet.

Bekanntlich wurde der weclapp SE in einem Mitte 2019 erstellten Gutachten ein Unternehmenswert von 70,3 Mio. Euro bescheinigt. Dabei basierte das Wertgutachten unter anderem auf einer Fünfjahresplanung der Gesellschaft bis 2023. Diese beinhaltete bei einem durchschnittlichen jährlichen organischen Umsatzwachstum von 50 Prozent und einer EBITDA-Marge zwischen 28 und 32 Prozent für 2020 ein Erlösvolumen von 7,5 Mio. Euro und ein EBITDA von 2,4 Mio. Euro. Umsatzseitig wurde die seinerzeitige Planung mit 7,33 Mio. Euro zwar nicht ganz erreicht, das EBITDA übertraf die Zielmarke mit 2,63 Mio. Euro entsprechend einer Marge von knapp 36 Prozent jedoch.

Damit hat die weclapp unseres Erachtens neben ihrer Wachstums- und Ertragsstärke mittlerweile auch die Belastbarkeit ihrer Planungen und damit des ihr in dem vorgenannten Gutachten testierten Wertes hinreichend unter Beweis gestellt. Daher nehmen wir nunmehr auf den rechnerisch auf die 75-prozentige 3U-Beteiligung entfallenden Wert von 52,7 Mio. Euro keinen Sicherheitsabschlag mehr vor. Auch angesichts der seit der Gutachtenerstellung deutlich gestiegenen Multiples ziehen wir nach Vorlage des weclapp-Geschäftsberichts 2020 auch eine Aktualisierung unseres Wertansatzes in Erwägung.

Hinsichtlich der Wind- und Solarparks mit einer aktuellen Erzeugerkapazität von rund 54 MW setzen wir weiterhin gemäß Erfahrungswerten aus der Branche 1 MW mit einem Substanzwert von 1 Mio. Euro an. Dabei berücksichtigen wir bei den 14,4 MW des Windparks Roge lediglich den 3U-Anteil von 50,1 Prozent. Da im Markt seit einiger Zeit ein zunehmendes Interesse an Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien festzustellen ist, reduzieren wir unseren Sicherheitsabschlag in diesem Bereich jedoch nun von 25 auf 15 Prozent. Auf dieser Basis ergibt sich hier jetzt ein Wertansatz von knapp 40 Mio. Euro.

Neu in unsere SOTP-Bewertung aufgenommen haben wir die derzeit noch im Bau befindliche Logistikimmobilie in Koblenz. Zum Bilanzstichtag beliefen sich die dortigen Investitionen einschließlich des Grundstückskaufpreises von 1 Mio. Euro auf 9,7 Mio. Euro. Die entsprechende Finanzierung valutiert mit 7,4 Mio. Euro. Auf dieser Basis ergibt sich hier ein „freier Wert“ von 2,3 Mio. Euro, auf den wir einen bei Gewerbeobjekten banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vornehmen, so dass ein Wertansatz von 1,4 Mio. Euro verbleibt.

Hierzu kommen noch die zum Jahresende 2020 ausgewiesene Netto-Cash-Position von 9,3 Mio. Euro, der mit 3,0 Mio. Euro bilanzierte Goldbestand sowie der Anfang März vereinnahmte Nettomittelzufluss von 5,0 Mio. Euro aus dem Liegenschaftsverkauf in Adelebsen. Auf dieser Grundlage errechnet sich insgesamt ein Unternehmenswert von gut 111 Mio. Euro entsprechend 3,15 Euro je 3U-Aktie. Hierin sind allerdings die übrigen Beteiligungen – insbesondere die Selfio – und Vermögenswerte mangels für eine Bewertung ausreichender Informationen nicht enthalten.

Zudem streichen wir mit Blick auf das seit unserem letzten Research vom 16. November 2020 nachhaltig aufgehellte Börsenumfeld unseren Abschlag für Corona-bedingte Marktrisiken, so dass wir den fairen Wert der 3U-Aktie jetzt bei rund 3,15 Euro sehen.

Fazit

Mit ihren weitestgehend „virenresistenten“ Geschäftsmodellen mit Fokus auf den drei Megatrends Cloud Computing, Onlinehandel und Erneuerbare Energien konnte die 3U HOLDING AG der Corona-Krise im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 erfolgreich trotzen. Die stärksten Wachstumstreiber markierten dabei weiterhin die beiden strategisch wichtigsten Geschäftsfelder Cloud Computing (weclapp SE) und Onlinehandel (Selfio GmbH). Zudem wirkte sich auch die ganzjährige Erstkonsolidierung eines neuen Windparks positiv aus.

Dabei wurde die Unternehmensprognose ergebnisseitig sogar übertroffen, obwohl ein darin enthaltender, ursprünglich für 2020 geplanter Liegenschaftsverkauf aufgrund Corona-bedingter Verzögerungen bei der Grundstücksteilung erst im aktuellen Geschäftsjahr vollzogen werden konnte. Diese positive Entwicklung resultierte vor allem aus der mit der Veräußerung weiterer Vermögenswerte verbundenen Realisierung von Wertsteigerungen. Derartige Transaktionen bilden einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells.

Auch infolge der im vergangenen Geschäftsjahr erzielten Liquiditätszuflüsse stellten sich die Bilanzverhältnisse des Konzerns zum Jahresultimo mit einer Eigenkapitalquote von über 60 Prozent, einem Goldbestand von 3 Mio. Euro, einer Barliquidität von gut 26 Mio. Euro und einer Netto-Cash-Position von mehr als 9 Mio. Euro sehr komfortabel dar. Hinzu kam im März 2021 noch ein Nettomittelzufluss von 5 Mio. Euro aus dem verzögerten Grundstücksverkauf. Damit ist 3U bestens gerüstet, die Fokussierung auf die zukunftssträchtigen Schwerpunkte Cloud Computing und Onlinehandel weiter voranzutreiben.

Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf der Stärkung des Cloud Computing durch Zukäufe, womit auch die Voraussetzungen für einen möglichen Börsengang der weclapp SE geschaffen werden könnten. Organisch sollte die gleichnamige ERP-Plattform zudem von der durch die Maßnahmen zur Pandemieeindämmung ausgelösten Digitalisierungsbeschleunigung sowie der in diesem Jahr vorgesehenen Implementierung erster auf Künstlicher Intelligenz (KI) basierender Funktionalitäten profitieren. Darüber hinaus positioniert sich 3U auch mit dem ebenfalls für 2021 geplanten Baubeginn des Würzburger Innovation Hub im KI-Bereich.

Die Profitabilität des von der Selfio betriebenen Onlinehandels soll durch die weitere Umsetzung eines 12-Punkte-Plans zur Verbesserung der Ertragsstärke sukzessive gesteigert werden. Kernpunkte bilden dabei die zunehmende Sortimentsausrichtung auf margenstärkere Eigenmarken sowie weitere Optimierungen im Produkt- und Vertriebskanalmix und bei Einkauf und Marketing. In diesem Rahmen ist auch eine Abschwächung der Wachstumsdynamik bei gleichzeitig steigenden Erträgen infolge des Verzichts auf margenschwaches Geschäft denkbar. Zudem werden aus der mit dem anstehenden Umzug der Logistik von Montabaur nach Koblenz verbundenen Optimierung der Supply Chain signifikante Kosteneinsparungen im Segment SHK erwartet.

Zwar sehen wir auf Basis unserer Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung den fairen Wert der 3U-Aktie derzeit mit 3,15 Euro unterhalb des unseres Erachtens aktuell etwas „heißgelaufenen“ Börsenkurses und nehmen unser Rating deshalb momentan auf „Verkaufen“ zurück. Insgesamt bleiben wir aber für die weitere Entwicklung der Gesellschaft optimistisch gestimmt. Dabei dürfte sich die jüngste Verringerung des Notierungssprungs (Tick Size) des 3U-Anteilscheins von 2 auf 1 Cent positiv auf den Börsenhandel auswirken. Einen künftigen Kurstreiber könnte auch ein mögliches IPO der weclapp SE darstellen. Zudem positioniert sich 3U mit der vorgeschlagenen fünften Dividendenanhebung in Folge auch zunehmend als verlässlicher Dividendenzahler. Auf Basis des Vorschlags liegt die aktuelle Ausschüttungsrendite bei 1,5 Prozent.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2018		2019		2020		2021e		2022e	
Umsatzerlöse	48,0	100,0%	51,4	100,0%	61,1	100,0%	61,0	100,0%	71,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			7,2%		18,7%		-0,1%		16,4%	
Andere Erträge	4,8	10,0%	8,0	15,6%	5,3	8,7%	4,0	6,6%	3,0	4,3%
Veränderung zum Vorjahr			67,8%		-33,6%		-24,3%		-24,8%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	0,6	1,2%	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,4%	-0,1	-0,2%	-0,1	-0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-111,3%		-229,9%		54,8%		0,0%	
Materialaufwand	28,6	59,7%	28,7	55,8%	33,2	54,4%	32,3	53,0%	36,9	52,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,3%		15,5%		-2,7%		14,3%	
Rohergebnis	24,7	51,5%	30,7	59,6%	33,0	54,0%	32,6	53,5%	37,0	52,1%
Veränderung zum Vorjahr			24,1%		7,5%		-1,0%		13,4%	
Personalaufwand	10,3	21,5%	11,7	22,6%	13,1	21,5%	13,5	22,1%	15,5	21,9%
Veränderung zum Vorjahr			13,2%		12,4%		2,8%		15,1%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7	16,1%	8,9	17,4%	8,3	13,6%	7,4	12,2%	8,5	12,0%
Veränderung zum Vorjahr			15,9%		-6,8%		-10,5%		14,8%	
EBITDA	6,7	14,0%	10,1	19,6%	11,6	18,9%	11,7	19,2%	13,0	18,3%
Veränderung zum Vorjahr			50,3%		14,4%		1,5%		10,6%	
Abschreibungen	4,0	8,4%	4,6	8,9%	5,6	9,2%	5,0	8,3%	5,3	7,5%
Veränderung zum Vorjahr			14,7%		21,9%		-10,1%		6,0%	
EBIT	2,7	5,6%	5,5	10,7%	5,9	9,7%	6,7	10,9%	7,6	10,7%
Veränderung zum Vorjahr			103,3%		8,1%		12,4%		14,1%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,9	-1,8%	-0,8	-1,6%	-0,7	-1,1%	-0,8	-1,4%	-1,0	-1,5%
Veränderung zum Vorjahr			2,8%		20,0%		-23,9%		-23,8%	
Ergebnis vor Steuern	1,8	3,8%	4,7	9,0%	5,3	8,6%	5,8	9,6%	6,6	9,3%
Steuerquote	-17,5%		5,3%		24,7%		27,5%		27,5%	
Ertragssteuern	-0,3	-0,7%	0,2	0,5%	1,3	2,1%	1,6	2,6%	1,8	2,6%
Jahresüberschuss	2,2	4,5%	4,4	8,6%	4,0	6,5%	4,2	6,9%	4,8	6,7%
Veränderung zum Vorjahr			104,6%		-10,0%		6,7%		12,7%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,2		0,3		0,7		0,8		0,9	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,9	4,0%	4,1	8,0%	3,3	5,4%	3,4	5,6%	3,8	5,4%
Veränderung zum Vorjahr			111,7%		-20,2%		5,0%		11,6%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	33,130		33,163		34,489		35,314		35,314	
Gewinn je Aktie	0,06		0,12		0,09		0,10		0,11	

Aktionärsstruktur

Vorstand	25,55%
Aufsichtsrat	4,06%
Lupus alpha Investment GmbH	3,35%
Streubesitz	67,04%

Termine

12.05.2021	Zahlen erstes Quartal 2021
20.05.2021	Ordentliche Hauptversammlung (virtuell)
11.08.2021	Halbjahreszahlen 2021
10.11.2021	Zahlen drittes Quartal 2021

Kontaktadresse

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

Email: info@3u.net

Internet: www.3u.net

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Dr. Joachim Fleing

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

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

Email: ir@3u.net

Disclosures

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

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
16.11.2020	1,98 €	Halten	2,10 €
17.08.2020	1,74 €	Kaufen	2,00 €
15.05.2020	1,45 €	Kaufen	2,00 €
27.03.2020	1,30 €	Kaufen	2,00 €
11.11.2019	1,58 €	Halten	1,75 €
08.10.2019	1,58 €	Halten	1,75 €
16.08.2019	1,36 €	Kaufen	1,75 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2021):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	46,4%	58,8%
Halten	44,9%	35,3%
Verkaufen	8,7%	5,9%

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
3U HOLDING AG	1, 5, 7

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

Haftungserklärung

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

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

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

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