

Akt. Kurs (19.04.2022, 17:36, Xetra): 2,46 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **4,10 (4,50) EUR**

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

Kurzportrait

Die 1997 gegründete und seit 1999 börsennotierte 3U HOLDING AG erwirbt, betreibt und veräußert als Management- und Beteiligungsgesellschaft 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 knapp 300 Beschäftigten vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,78 €	2,28 €
Aktueller Kurs:	2,46 €	
Aktienzahl ges.:	35.314.016	
Streubesitz:	67,1%	
Marktkapitalis.:	86,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Stabile Dividende für 2021

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 gab der 3U-Konzernumsatz von 61,05 auf 55,94 Mio. Euro nach. Damit blieb er etwas unter der im Herbst auf den unteren Bereich eines Korridors von 58 bis 63 Mio. Euro konkretisierten Guidance. Bei Betrachtung des ausgewiesenen Erlösrückgangs von 8,4 Prozent sind jedoch die Ende 2020 erfolgten Veräußerungen des Windparks Lüdersdorf und der Beteiligung an der ClimateLevel Energiesysteme GmbH zu berücksichtigen, auf die zusammen ein Umsatzanteil von 8,02 Mio. Euro entfiel. Dagegen steuerten die Erstkonsolidierungen der von der 3U-Beteiligung weclapp SE getätigten Akquisitionen ITscope GmbH und FinanzGeek GmbH im vierten Quartal 2021 Erlöse von 0,99 Mio. Euro bei. Bereinigt um diese Veränderungen im Konsolidierungskreis kam es somit immerhin zu einem leichten organischen Wachstum von 3,6 Prozent auf 54,95 (Vj. 53,03) Mio. Euro.



Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
Umsatz	61,1	55,9	67,0	80,0
<i>bisher</i>	---	58,2	70,0	79,0
EBIT	5,9	6,8	6,3	7,7
<i>bisher</i>	---	5,9	5,9	7,1
Jahresüb.	3,3	2,9	2,9	3,7
<i>bisher</i>	---	3,4	3,1	4,0
Erg./Aktie	0,09	0,08	0,08	0,10
<i>bisher</i>	---	0,10	0,09	0,11
Dividende	0,05	0,05	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
KGV	26,0	29,8	30,4	23,4

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

Neben dem operativen Geschäft bildet der An- und Verkauf von Vermögensgegenständen einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells. In diesem Rahmen konnten im Berichtszeitraum Erträge aus der Veräußerung von Liegenschaften des Solarparks Adelebsen von 1,88 Mio. Euro sowie von Teilflächen der im Bau befindlichen Würzburger Innovations- und Büroimmobilie InnoHub von 2,79 Mio. Euro generiert werden. Im Vorjahr waren aus den Verkäufen des Windparks und der ClimateLevel-Beteiligung Erträge von 3,51 Mio. Euro angefallen. Auf dieser Basis erhöhten sich die anderen Erträge insgesamt auf 6,86 (5,34) Mio. Euro.

Die Fortschritte bei dem Würzburger Bauvorhaben führten dazu, dass die Bestandsveränderungen mit einem deutlich positiven Wert von 1,95 Mio. Euro nach minus 0,42 Mio. Euro im Vorjahr zum Ausweis kamen. Auch die aktivierten Eigenleistungen erhöhten sich aufgrund gestiegener eigener Softwareentwicklungsleistungen merklich auf 0,76 (0,20) Mio. Euro. Die Materialaufwandsquote verbesserte sich vor allem infolge von Verschiebungen im Umsatzmix zulasten von SHK und zugunsten von ITK von 54,4 auf 52,4 Prozent entsprechend einem absoluten Wert von 29,29 (33,20) Mio. Euro.

Dagegen kletterte der Personalaufwand um gut 14 Prozent auf 14,98 (13,10) Mio. Euro entsprechend einer deutlich von 21,5 auf 26,8 Prozent erhöhten Personalaufwandsquote. Hier schlugen sich der wachstums- und akquisitionsbedingte weitere Ausbau der durchschnittlichen Mitarbeiterzahl auf 254 (231) Beschäftigte sowie die Erweiterung des Vorstands im Teilkonzern weclapp nieder. Die sonstigen Aufwendungen stiegen noch stärker um ein Fünftel auf 9,98 (8,32) Mio. Euro, wodurch die entsprechende Kostenquote von 13,6 auf 17,8 Prozent wuchs. Hier wirkten sich unter anderem Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit den M&A-Aktivitäten und IPO-Vorbereitungen bei der weclapp SE von insgesamt 1,08 Mio. Euro aus.

In Summe resultierte daraus ein leichter Rückgang des EBITDA auf 11,27 (11,55) Mio. Euro, womit – wie im Herbst avisiert – der untere Bereich der Zielbandbreite von 11 bis 13 Mio. Euro erreicht wurde. Bereinigt um die vorstehenden Einmalaufwendungen errechnete sich ein EBITDA von 12,35 Mio. Euro. Infolge des vorjährigen Windparkverkaufs reduzierten sich jedoch auch die Abschreibungen deutlich auf 4,50 (5,61) Mio. Euro, so dass das EBIT von 5,94 auf 6,76 Mio. Euro zulegte.

Bei einem auf minus 0,47 (-0,68) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis, einem durch latente Steuern geprägten Steueraufwand von 2,25 (1,30) Mio. Euro und auf 1,13 (0,70) Mio. Euro erhöhten Anteilen Dritter stand schließlich unter dem Strich ein Jahresüberschuss von 2,92 (3,27) Mio. Euro in den Büchern. Damit wurde der mittlere Bereich der Guidance von 2 bis 4 Mio. Euro getroffen. Dabei wäre das Ergebnis ohne die obengenannten Einmalaufwendungen um rund 1 Mio. Euro höher ausgefallen.

Das Management schlägt der für den 25. Mai 2022 anberaumten Hauptversammlung vor, aus dem Ergebnis je Aktie von 0,08 (0,09) Euro eine unveränderte Dividende von 5 Cent je Anteilschein auszuschütten. Dabei soll die Auszahlung wie in den Vorjahren aus dem steuerlichen Einlagekonto und somit ohne Steuerabzug erfolgen.

Dank weclapp kräftiges Wachstum bei ITK ...

Auf Segmentebene verzeichnete ITK im vergangenen Geschäftsjahr einen kräftigen Umsatzzuwachs von 24,1 Prozent auf 23,98 (Vj. 19,33) Mio. Euro, wodurch sich auch der Anteil an den Konzern Erlösen merklich von 31,7 auf 42,9 Prozent erhöhte.

Dabei konnte der Geschäftsbereich Telekommunikation mit Erlösen von 11,13 (11,20) Mio. Euro sein Umsatzniveau halten. Zwar kam es mit Abklingen der vorjährigen „Corona-Sonderkonjunktur“ im Bereich Voice Retail (B2C) zu einer Normalisierung des Geschäfts, die sich in diesem Teilbereich in einem rund 17-prozentigen Erlösrückgang auf 1,85 (2,23) Mio. Euro widerspiegelte. Dagegen legte der Bereich Voice Business Customer (B2B) aber weiter leicht auf 7,27 (7,19) Mio. Euro zu. Sehr erfreulich entwickelte sich auch der Bereich Data Center Services & Operations (Rechenzentrumsdienste) mit einer Steigerung der Kapazitätsauslastung von rund 50 auf über 80 Prozent, womit auch ein externer Umsatzzuwachs von 21,6 Prozent einherging.

Den maßgeblichen Wachstumstreiber bildete jedoch der vom Teilkonzern weclapp repräsentierte Geschäftsbereich Cloud Computing mit einem Plus von 63,5 Prozent auf 11,98 (7,33) Mio. Euro. Bereinigt um den auf die beiden Akquisitionen ITscope und FinanzGeek entfallenden Umsatzanteil belief sich das organische Wachstum der weclapp SE auf 49,8 Prozent entsprechende einem Erlösvolumen von 10,99 Mio. Euro.

Die eingangs bereits erörterte Mitarbeiterausweitung im Teilkonzern weclapp führte allerdings dazu, dass der Personalaufwand im Segment ITK deutlich überproportional um gut 50 Prozent zulegte. Insbesondere aufgrund der ebenfalls bereits erwähnten Einmalaufwendungen bei der weclapp SE in Höhe von 1,08 Mio. Euro kam es bei den sonstigen Aufwendungen sogar nahezu zu einer Verdoppelung. In der Folge ermäßigte sich das Segment-EBITDA auf 4,51 (4,91) Mio. Euro entsprechend einer Marge von 18,8 (25,7) Prozent. Das um die Einmalaufwendungen bereinigte EBITDA lag bei 5,59 Mio. Euro, was eine bereinigte Marge von 23,3 Prozent bedeutete. Nach Steuern und Anteilen Dritter ging das ITK-Segmentergebnis leicht von 2,82 auf 2,71 Mio. Euro zurück.

... kompensiert Umsatzrückgänge bei EE und SHK teilweise

Im Segment EE reduzierten sich die Erlöse deutlich um 31,1 Prozent auf 6,29 (Vj. 9,13) Mio. Euro. In diesem Rahmen sank auch der Anteil am Konzernumsatz auf 11,2 (15,0) Prozent. Dies resultierte zum einen aus dem Ende 2020 erfolgten Verkauf des Windparks Lüdersdorf, der im Vorjahr noch Erlöse von 1,06 Mio. Euro beigetragen hatte. Zum anderen fiel die Windausbeute an sämtlichen Windparkstandorten in 2021 außergewöhnlich schwach aus und auch die Sonnenstunden lagen in Deutschland um 15 Prozent unter dem starken Vorjahreswert. So reduzierte sich das Segment-EBITDA ebenfalls von 8,80 auf 4,63 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 73,6 (96,4) Prozent. Dabei hatte der Windpark Lüdersdorf im Vorjahr 0,87 Mio. Euro beigesteuert. In der Folge schrumpfte das Segmentergebnis auf nur noch 0,66 (3,17) Mio. Euro.

Auch im Segment SHK ging der Umsatz spürbar um 18,6 Prozent auf 26,96 (33,14) Mio. Euro zurück. Damit verbunden war eine Verringerung des Anteils an den Konzernergebnissen von 54,3 auf 48,2 Prozent. Hier schlug einerseits der veräußerungsbedingte Wegfall des vorjährigen Umsatzanteils der KlimaLevel-Beteiligung von 6,96 Mio. Euro zu Buche. Andererseits wirkte sich die Materialknappheit infolge der globalen Lieferkettenprobleme insbesondere bei dem von der Selfio GmbH betriebenen Onlinehandel mit Haustechnikprodukten negativ auf die Abarbeitung der Aufträge aus. So sank der dortige Umsatz erstmals in der Unternehmenshistorie um 8,8 Prozent auf 21,59 (23,67) Mio. Euro.

Da zudem die beschaffungsseitigen Preisanstiege nicht vollumfänglich weitergegeben werden konnten, stieg die Materialaufwandsquote trotz der implementierten Optimierungsmaßnahmen und des verstärkten Einsatzes von Eigenmarken erneut leicht auf nunmehr 79,3 (77,7) Prozent. Während sich die Personalaufwandsquote um 1,1 Prozentpunkte verbesserte, erhöhte sich der Anteil der sonstigen Aufwendungen um 1,0 Prozentpunkte. In Summe resultierte daraus ein Segment-EBITDA von minus 0,53 (1,09) Mio. Euro, wobei im Vorjahr die KlimaLevel-Beteiligung noch 0,42 Mio. Euro beigesteuert hatte. Auch das Segmentergebnis rutschte mit minus 1,20 (0,16) Mio. Euro in die roten Zahlen.

Im Bereich Sonstige Aktivitäten/Überleitung werden die Vermietungs- und sonstigen Aktivitäten auf Holding-Ebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung abgebildet. Hier fielen – vor Konsolidierung – primär aus Managementleistungen im Konzern resultierende Umsätze von 1,62 (1,37) Mio. Euro sowie hauptsächlich auf die Teilveräußerungen in Adelebsen und Würzburg zurückzuführende andere Erträge von 5,14 (1,89) Mio. Euro an. Vor diesem Hintergrund drehten hier das EBITDA mit 2,65 (-3,31) Mio. Euro und das Ergebnis mit 0,75 (-3,22) Mio. Euro in den positiven Bereich.

Akquisitionseffekte verändern Bilanzbild

Im Zuge der Übernahmen der ITscope GmbH und der FinanzGeek GmbH durch die weclapp SE verlängerte sich die 3U-Konzernbilanz binnen Jahresfrist von 85,9 auf 119,0 Mio. Euro. Auf der Aktivseite betraf dies insbesondere die immateriellen Vermögensgegenstände, die sich zum 31. Dezember 2021 auf 30,6 (Vj. 2,4) Mio. Euro vervielfachten. Auf der Passivseite wuchs das Eigenkapital von 52,0 auf 62,1 Mio. Euro, wobei sich die Eigenkapitalquote allerdings infolge der ausgeweiteten Bilanzsumme auf 52,2 (60,5) Prozent ermäßigte. Zudem führten die Akquisitions- und Bauaktivitäten zu einem Anstieg der Finanzverbindlichkeiten auf 30,9 (17,1) Mio. Euro. In Verbindung mit einer auf 12,7 (26,4) Mio. Euro verringerten Barliquidität resultierte daraus eine Nettoverschuldung von 18,2 Mio. Euro, nachdem im Vorjahr noch eine Netto-Cash-Position von 9,3 Mio. Euro bestanden hatte. Zudem war unverändert ein mit rund 3,0 Mio. Euro bilanzierter Goldbestand vorhanden.

Guidance sieht 2022 starkes Wachstum bei verhaltener Ertragsentwicklung

Nachdem die Geschäftsentwicklung des 3U-Konzerns im vergangenen Jahr durch die ungünstigen Wetterverhältnisse und die Lieferschwierigkeiten in der Baubranche gebremst wurde, erwartet der Vorstand für 2022 wieder ein kräftiges Wachstum. So sollen die Konzernenerlöse insgesamt auf 65 bis 70 Mio. Euro zulegen, was einen Anstieg von etwa 16 bis 25 Prozent bedeuten würde.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die beiden weclapp-Akquisitionen ITscope und FinanzGeek nunmehr erstmals ganzjährig in die Ertragsrechnung einfließen. In 2021 hatte ITscope ein Umsatzvolumen von 4,4 Mio. Euro generiert. Die FinanzGeek erzielte dagegen noch keine nennenswerten Erlöse, da ihre gleichnamige Cloud-Software noch vor der Markteinführung steht.

Darüber hinaus wird – entsprechend dem 3U-Geschäftsmodell – wie in den Vorjahren auch in 2022 wieder mit Erträgen aus der Veräußerung von Vermögensgegenständen im einstelligen Millionen-Euro-Bereich gerechnet. Diese dürften nach aktuellem Stand vor allem aus der weiteren Vermarktung des InnoHubs in Würzburg resultieren. Angesichts dieses bislang bereits sehr erfolgreichen Bauprojekts wird zudem die Realisierung weiterer Bauvorhaben im dortigen Umfeld geprüft.

Auf der Ertragsseite werden hingegen lediglich gegenüber dem Vorjahr unveränderte Bandbreiten von 10 bis 12 Mio. Euro beim EBITDA sowie von 2 bis 4 Mio. Euro entsprechend 6 bis 11 Cent je Aktie beim Konzernergebnis angepeilt. Hintergrund sind auch im Auftaktquartal 2022 noch angefallene erhebliche Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit den IPO-Vorbereitungen sowie ein geplanter weiterer Personalaufbau bei weclapp.

Wie immer ist dabei zu beachten, dass die Guidance insbesondere durch darin nicht enthaltende mögliche Zu- und Verkäufe von Unternehmen, Immobilien oder anderen Vermögenswerten sowohl über- als auch unterschritten werden kann. Aus der weiterhin anhaltenden Corona-Pandemie erwartet der Vorstand hingegen keine nennenswerten Beeinträchtigungen. Letztlich resultieren allerdings daraus ebenso wie aus dem Ukraine-Krieg erhöhte Unwägbarkeiten.

ITK: 60-prozentiges Umsatzplus im Teilkonzern weclapp geplant

Im Rahmen der Guidance wird im Segment ITK in 2022 mit einem deutlichen Umsatzzuwachs gerechnet. Dabei soll sich der Geschäftsbereich Telekommunikation insgesamt stabil entwickeln. In diesem Rahmen will man das voraussichtliche Auslaufen des Bereichs Voice Retail zum Geschäftsjahresende möglichst durch die übrigen Sparten kompensieren. Positiv dürften sich dabei die hochwertige eigene Netzwerkausstattung sowie der in 2021 erfolgte Abschluss neuer Verträge mit 14 Netz- und Diensteanbietern auswirken.

Im Geschäftsbereich Cloud Computing wird ein organisches Wachstum der Gesellschaften des Teilkonzerns weclapp von rund 30 Prozent erwartet. Einschließlich der Effekte aus der erstmals ganzjährigen Konsolidierung der Akquisitionen resultiert daraus eine geplante nominelle Umsatzsteigerung um etwa 60 Prozent auf rund 19 Mio. Euro.

Eine wichtige Rolle für die weitere Kundengewinnung spielen dabei sowohl in Deutschland als auch im Zuge der fortschreitenden Internationalisierung der Ausbau und die Weiterentwicklung des erfolgreichen Online-Marketings mittels Suchmaschinenoptimierung (Search Engine Optimization – SEO) und gezielter Suchmaschinenwerbung (Search Engine Advertising – SEA).

Zudem kommt der Kundenzufriedenheit eine entscheidende Bedeutung zu. Hier konnte die weclapp SE jüngst erneut punkten. So wurde sie im Februar 2022 im Rahmen des deutschen B2B-Awards der Deutschen Gesellschaft für Verbraucherstudien mbH in der Kategorie „Preis-Leistungs-Verhältnis“ mit dem ersten Platz unter den ERP-Anbietern ausgezeichnet. Und auch bei „Kundenzufriedenheit“ und „Kundenservice“ zählte die Gesellschaft zu den drei Besten der Branche. Auf einem französischen Vergleichsportal wurde weclapp kürzlich ebenfalls unter die Top 7 ERP-Systeme gewählt.

Der Erfolg spiegelt sich auch darin wider, dass der weclapp-Teilkonzern bei mittlerweile weltweit mehr als 7.000 Kunden einen ARR (Annual Recurring Revenue – jährlich wiederkehrender Umsatz) von über 15 Mio. Euro, davon gut 10 Mio. Euro bei der weclapp SE, aufweisen kann. Dieser ARR resultiert daraus, dass für die cloudbasierten SaaS-(Software-as-a-Service)-Lösungen in der Regel Nutzungsverträge mit ein- bis zweijähriger Laufzeit abgeschlossen und die entsprechenden Gebühren im Voraus vereinbart werden. Dabei entfallen über 85 Prozent der Teilkonzernerlöse auf diese wiederkehrenden Umsätze. Angesichts der Eintrübung an den Kapitalmärkten wurden die weiteren Vorbereitungen für einen Börsengang der weclapp SE, der unter der Prämisse eines günstigen Börsenumfelds für die erste Jahreshälfte 2022 angestrebt worden war, allerdings bis auf weiteres ausgesetzt.

Insgesamt geht der 3U-Vorstand für das Segment ITK davon aus, dass die weiteren Einmalaufwendungen, der anhaltende Personalaufbau und höhere Vertriebsaufwendungen im Teilkonzern weclapp sowie der massive Anstieg der Energiekosten die Ertragsseite belasten werden. Dennoch wird aufgrund des margenstarken Geschäfts ein deutlicher Anstieg des Segment-EBITDA prognostiziert, wobei höhere Abschreibungen allerdings zu einem leicht rückläufigen Segmentergebnis führen dürften.

EE: Profitiert von gestiegenen Energiepreisen

Da die Witterungsverhältnisse naturgemäß nicht kalkulierbar sind, basieren die Planungen für das Segment EE auf langjährigen Durchschnittswerten bei Windaufkommen und Sonneneinstrahlung. Dabei werden nach dem sehr windschwachen Vorjahr für 2022 wieder höhere Stromerträge aus den Windkraftanlagen erwartet. In den ersten beiden Monaten verlief die Entwicklung mit einem rund doppelt so hohen Windaufkommen wie im Vergleichszeitraum bereits sehr erfreulich.

Nachdem seit Ende 2021 keine Förderungen nach dem EEG (Erneuerbare-Energien-Gesetz) mehr für die 3U-Windkraftanlagen anfallen, konnte der Vorstand zudem vor dem Hintergrund des stark gestiegenen Preisniveaus neue Stromlieferverträge mit Energieversorgern zu guten Konditionen abschließen. Daraus resultieren für alle drei Windparks Klostermoor, Langendorf und Roge Erlöse oberhalb der vorherigen Einspeisevergütungen. Lediglich der Solarpark Adelebsen unterliegt bis Ende 2032 weiterhin der EEG-Förderung. Auf dieser Basis und angesichts der hohen technischen Verfügbarkeit sämtlicher Anlagen von 99 Prozent wird in diesem Jahr insgesamt in dem Segment ein starker Anstieg von Umsatz, EBITDA und Ergebnis erwartet.

SHK: Marktumfeld bietet Selfio gute Wachstumsaussichten

Im Segment SHK wirken sich nach wie vor Lieferengpässe und Preissteigerungen negativ aus. Auf Basis fortlaufender Optimierungen bei Produktmix und Vertrieb, eines weiteren Ausbaus des Beratungsangebots sowie einer Fortsetzung des Online-Marketings wird bei der Selfio GmbH dennoch für 2022 wieder eine Umsatzausweitung auf rund 23 Mio. Euro in Aussicht gestellt.

Weitere Effizienzsteigerungen sollen dabei aus dem seit Mai 2021 betriebenen neuen Distributionszentrum in Koblenz sowie dem erfolgten Austausch der Lagerverwaltungs- und Warenwirtschaftssysteme resultieren. Daher wird für das Segment immerhin ein ausgeglichenes EBITDA erwartet, das Ergebnis soll jedoch erneut negativ ausfallen.

Eine entscheidende Rolle für die weitere Geschäftsentwicklung spielt, wann es auf der Beschaffungsseite wieder zu einer Entspannung kommt und somit wieder eine der starken Nachfrage entsprechende Lieferfähigkeit besteht. Für den Zielmarkt der Selfio, den Onlinehandel mit Do-it-yourself-Produkten, prognostiziert der Handelsverband Deutschland (HDE) bis 2030 durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von über 10 Prozent. Dabei richtet die Gesellschaft ihr Produktangebot im Heizungsbereich angesichts der aktuellen Entwicklungen nun auch verstärkt auf nicht fossile Energieträger aus.

GSC-Schätzungen eher vorsichtig angesetzt

Angesichts der erhöhten Unsicherheiten infolge der weiterhin anhaltenden Corona-Pandemie sowie des Ukraine-Kriegs haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2022 etwas unterhalb der Mitte der vom Unternehmen kommunizierten Prognosebandbreiten angesetzt. Konkret erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr bei Konzern Erlösen von 67 Mio. Euro und anderen Erträgen von 5,5 Mio. Euro ein EBITDA auf dem Vorjahresniveau von 11,3 Mio. Euro. Auf dieser Basis sehen wir auch das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter erneut bei 2,9 Mio. Euro entsprechend 0,08 Euro je Aktie.

Im Geschäftsjahr 2023 gehen wir dann bei einem weiterhin starken Wachstum im Cloud Computing und einer Entspannung auf der Beschaffungsseite im Segment SHK von einer Umsatzsteigerung um knapp 20 Prozent auf 80 Mio. Euro aus. Dabei sollten das EBITDA auf 12,5 Mio. Euro sowie der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 3,7 Mio. Euro bzw. 0,10 Euro je Aktie zulegen. Auf dieser Basis halten wir stabile Dividendenzahlungen in Höhe von 0,05 Euro je Anteilsschein für 2022 und 2023 für wahrscheinlich.

Analog der Guidance beinhalten unserer Prognosen keine potenziellen weiteren Zu- und Verkäufe von Vermögenswerten. Dabei sind jedoch insbesondere zusätzliche Akquisitionen im Cloud Computing und Onlinehandel sowie neue Immobilienprojekte im Umfeld des Würzburger InnoHubs im Rahmen des 3U-Geschäftsmodells durchaus denkbar.

Bewertung

Da neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien einen festen Bestandteil des Geschäftsmodells der 3U HOLDING AG bildet, die daraus resultierenden Effekte jedoch naturgemäß nicht prognostizierbar sind, stellen wir unsere Anlageempfehlung für die 3U-Aktie auf eine Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung ab.

In diesem Rahmen haben wir unsere indikative Bewertung der weclapp-Beteiligung auf Basis der bislang für 2021 und 2022 verfügbaren (Plan-)Daten aktualisiert. Dabei haben wir anhand unseres DCF-Modells (Parameter u.a.: Ewiges Wachstum 2,5%, normalisierter Durchschnitts-Cashflow ~11 Mio. Euro, Beta 1,10 wegen nach unserer Einschätzung inzwischen leicht positiven Eigenkapitals bei corona- und kriegsbedingten Unwägbarkeiten) für die weclapp SE einen indikativen Unternehmenswert von knapp 160 (bisher 158) Mio. Euro ermittelt, von dem rechnerisch etwa 113 (112) Mio. Euro auf die 3U HOLDING AG entfallen.

Da wir den unserem DCF-Modell zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum nun um ein Jahr verschoben haben, ist das aktuelle Ergebnis dabei nicht mit dem vorherigen Wert vergleichbar.

Hinsichtlich der Windkraft- und Solaranlagen des 3U-Konzerns mit einer Erzeugerkapazität von insgesamt rund 54 MW setzen wir weiterhin gemäß Erfahrungswerten aus der Branche 1 MW mit einem Substanzwert von 1 Mio. Euro an, wobei wir die jeweiligen Beteiligungsquoten sowie einen Sicherheitsabschlag von 15 Prozent berücksichtigen. Auf dieser Basis ergibt sich hier unverändert ein Wertansatz von knapp 40 Mio. Euro.

Bezüglich der Logistikkimmobilie in Koblenz nehmen wir auf die inklusive des Grundstückskaufpreises von 1 Mio. Euro mit rund 11,5 Mio. Euro angegebenen Gesamtgestehungskosten einen bei Gewerbeobjekten banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vor, so dass sich hier ein Wertansatz von knapp 7 Mio. Euro ergibt. Für den noch im Bau befindlichen Würzburger InnoHub setzen wir hingegen auch mangels wertmäßiger Abgrenzbarkeit der Teilflächenverkäufe keinen Wert an.

Bei der Bewertung des mit 3,0 Mio. Euro bilanzierten Goldbestands berücksichtigen wir den seither erfolgten steilen Anstieg des Goldpreises, so dass sich hier ein aktueller Wertansatz von 3,4 Mio. Euro ergibt. Zudem beziehen wir die zum Bilanzstichtag ausgewiesene Konzern-Nettoverschuldung von 18,2 Mio. Euro in unsere Bewertung ein. Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen aktuellen SOTP-Wert von rund 145 (146) Mio. Euro entsprechend 4,11 (4,14) Euro je 3U-Aktie ermittelt. Daher sehen wir den fairen Wert des Anteilsscheins nunmehr gerundet bei 4,10 Euro.

Dabei sind unverändert einige weitere Vermögenswerte und Beteiligungen mangels derzeit für eine Bewertung ausreichender Informationen nicht in unserem SOTP-Modell enthalten. Bei Publikation entsprechender Plandaten ist jedoch hier auch eine künftige Berücksichtigung insbesondere der Selfio denkbar.

Fazit

Die Zahlen der 3U HOLDING AG zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 blieben insgesamt etwas hinter den Vorjahreswerten zurück. Ursächlich hierfür war zum einen, dass Ende 2020 veräußerungsbedingt ein Umsatzvolumen von rund 8 Mio. Euro abgeben worden war, das – wie bereits im Rahmen der Guidance kommuniziert – nicht vollständig durch Wachstum der verbliebenen Aktivitäten kompensiert werden konnte. Zum anderen belasteten im Segment Erneuerbare Energien ungünstige Wetterbedingungen sowie in der Sparte SHK (Selfio GmbH) die globalen Lieferengpässe und Preisanstiege.

Erneut erfreulich entwickelte sich dagegen das Segment ITK. Dies basierte maßgeblich auf dem weiterhin sehr dynamischen Wachstum des strategisch wichtigsten Geschäftsfeldes Cloud Computing, also der weclapp SE mit ihren seit dem vierten Quartal in die Erfolgsrechnung einfließenden Akquisitionen ITscope GmbH und FinanzGeek GmbH.

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der 3U-Vorstand angesichts eines weiterhin erwarteten starken organischen Wachstums im Cloud Computing sowie der nun erstmals ganzjährig konsolidierten weclapp-Töchter mit einem deutlichen Anstieg der Konzern Erlöse. Vor allem aufgrund von Einmalaufwendungen und einem geplanten weiteren Personalaufbau im Teilkonzern weclapp beinhaltet die Guidance auf der Ergebnisseite allerdings nur gegenüber dem Vorjahr unveränderte Bandbreiten. Vor diesem Hintergrund erwarten wir in 2022 einen Jahresüberschuss auf dem Vorjahresniveau und auch in 2023 nur einen moderaten Ergebnisanstieg.

Bei Betrachtung dieser auf den ersten Blick eher verhaltenen Perspektiven sind jedoch die Besonderheiten des 3U-Geschäftsmodells zu berücksichtigen. Denn dieses umfasst neben dem operativen Geschäft der einzelnen Beteiligungen explizit auch den An- und Verkauf von Vermögensgegenständen. Das übergreifende Ziel besteht dabei darin, den Wert des 3U-Konzerns nachhaltig zu steigern. Entsprechende Wertsteigerungen verschiedener Aktivitäten spiegeln sich jedoch nicht in der Konzerngewinn- und Verlustrechnung wider. Vielmehr werden diese häufig erst im Rahmen einer veräußerungsbedingten Realisierung sichtbar.

So konnten beispielsweise aus den Ende 2020 erfolgten Verkäufen eines Windparks sowie einer Beteiligung Erträge in Höhe von insgesamt 3,5 Mio. Euro vereinnahmt werden. Und im vergangenen Geschäftsjahr 2021 fielen aus Veräußerungen von Teilflächen eines Solarparks sowie im Rahmen eines Bauträgermodells erneut nennenswerte Erträge in Höhe von insgesamt 4,7 Mio. Euro an.

Dies veranschaulicht unseres Erachtens deutlicher als die reine Konzern-GuV den Erfolg der Unternehmensstrategie sowie das Gespür des 3U-Vorstands für lukrative Investitionen. Hier gehen wir auch nach dem vorgesehenen Wechsel von CEO und Hauptaktionär Michael Schmidt in den Aufsichtsrat sowie der (Wieder-)Bestellung von Christoph Hellrung zum Vorstandsmitglied von Kontinuität aus.

Darüber hinaus bleibt die 3U HOLDING AG mit ihren auf die drei zukunfts- und wachstumsträchtigen Megatrends Cloud Computing, Onlinehandel und Erneuerbare Energien ausgerichteten Geschäftsmodellen aber auch operativ gut aufgestellt. Dabei verfügt sie weiterhin über eine solide Konzerneigenkapitalquote von gut 52 Prozent.

Mit der zunehmenden Eintrübung des Kapitalmarktumfelds ist auch die akute Fantasie auf einen Börsengang der weclapp SE verfliegen. Obwohl dies nichts an den positiven Zukunftsaussichten des SaaS-Spezialisten ändert, ist die Notierung der 3U-Aktie in der Folge in den letzten Monaten massiv zurückgekommen. So bietet der Anteilsschein trotz der Reduzierung unseres Kursziels auf 4,10 Euro aktuell ein signifikantes Potenzial von fast 67 Prozent. Daher erachten wir das derzeit stark gedrückte Kursniveau als eine günstige Gelegenheit, den Anteilsschein der Marburger Beteiligungsgesellschaft zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2019		2020		2021		2022e		2023e	
Umsatzerlöse	51,4	100,0%	61,1	100,0%	55,9	100,0%	67,0	100,0%	80,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			18,7%		-8,4%		19,8%		19,4%	
Andere Erträge	8,0	15,6%	5,3	8,7%	6,9	12,3%	5,5	8,2%	5,0	6,3%
Veränderung zum Vorjahr			-33,6%		28,5%		-19,8%		-9,1%	
Bestandsveränd. / Akt. Eigenleistungen	-0,1	-0,1%	-0,2	-0,4%	2,7	4,8%	4,0	6,0%	1,5	1,9%
Veränderung zum Vorjahr			-229,9%		1327,6%		47,4%		-62,5%	
Materialaufwand	28,7	55,8%	33,2	54,4%	29,3	52,3%	32,6	48,7%	37,9	47,4%
Veränderung zum Vorjahr			15,5%		-11,8%		11,4%		16,1%	
Rohergebnis	30,7	59,6%	33,0	54,0%	36,2	64,8%	43,9	65,5%	48,6	60,8%
Veränderung zum Vorjahr			7,5%		9,9%		21,1%		10,8%	
Personalaufwand	11,7	22,6%	13,1	21,5%	15,0	26,8%	20,8	31,1%	23,6	29,5%
Veränderung zum Vorjahr			12,4%		14,3%		39,1%		13,3%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,9	17,4%	8,3	13,6%	10,0	17,8%	11,7	17,5%	12,5	15,7%
Veränderung zum Vorjahr			-6,8%		20,0%		17,5%		6,8%	
EBITDA	10,1	19,6%	11,6	18,9%	11,3	20,1%	11,3	16,9%	12,5	15,6%
Veränderung zum Vorjahr			14,4%		-2,5%		0,4%		10,5%	
Abschreibungen	4,6	8,9%	5,6	9,2%	4,5	8,1%	5,0	7,5%	4,8	6,0%
Veränderung zum Vorjahr			21,9%		-19,7%		11,0%		-4,0%	
EBIT	5,5	10,7%	5,9	9,7%	6,8	12,1%	6,3	9,4%	7,7	9,6%
Veränderung zum Vorjahr			8,1%		13,8%		-6,7%		21,9%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,8	-1,6%	-0,7	-1,1%	-0,5	-0,8%	-0,6	-0,9%	-0,5	-0,6%
Veränderung zum Vorjahr			20,0%		30,4%		-27,1%		16,7%	
Ergebnis vor Steuern	4,7	9,0%	5,3	8,6%	6,3	11,2%	5,7	8,5%	7,2	9,0%
Steuerquote	5,3%		24,7%		35,7%		29,0%		29,0%	
Ertragssteuern	0,2	0,5%	1,3	2,1%	2,2	4,0%	1,7	2,5%	2,1	2,6%
Jahresüberschuss	4,4	8,6%	4,0	6,5%	4,0	7,2%	4,1	6,0%	5,1	6,4%
Veränderung zum Vorjahr			-10,0%		2,0%		0,3%		26,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,7		1,1		1,2		1,4	
Bereinigter Jahresüberschuss	4,1	8,0%	3,3	5,4%	2,9	5,2%	2,9	4,3%	3,7	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-20,2%		-10,7%		-2,2%		29,9%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	33,163		34,489		35,314		35,314		35,314	
Gewinn je Aktie	0,12		0,09		0,08		0,08		0,10	

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

Vorstand	25,55%
Aufsichtsrat	4,02%
Lupus alpha Investment GmbH	3,35%
Streubesitz	67,08%

Termine

11.05.2022	Zahlen erstes Quartal 2022
25.05.2022	Ordentliche Hauptversammlung
10.08.2022	Halbjahreszahlen 2022
09.11.2022	Zahlen drittes Quartal 2022

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
26.11.2021	4,41 €	Halten	4,50 €
23.08.2021	3,35 €	Kaufen	4,00 €
26.05.2021	3,25 €	Kaufen	3,85 €
09.04.2021	3,37 €	Verkaufen	3,15 €
16.11.2020	1,98 €	Halten	2,10 €
17.08.2020	1,74 €	Kaufen	2,00 €
15.05.2020	1,45 €	Kaufen	2,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	75,0%
Halten	32,1%	25,0%
Verkaufen	5,6%	0,0%

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.