

14. Mai 2020
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



3U Holding AG

Sehr gute Q1-Zahlen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,49 € | Kursziel: 2,05 € (bisher: 1,90 €)

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

Hohe Dynamik in mehreren Bereichen



Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	Software / E-Commerce
Mitarbeiter:	209
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	1,49 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	35,3 Mio. Stück
Market-Cap:	52,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	54,2 Mio. Euro
Free Float:	67,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,79 / 0,85 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	42,3 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	51,4	58,1	66,5
EBIT (Mio. Euro)	5,5	3,2	6,7
Jahresüberschuss	4,1	1,1	3,6
EpS	0,12	0,03	0,11
Dividende je Aktie	0,04	0,03	0,04
Umsatzwachstum	7,2%	13,0%	14,4%
Gewinnwachstum	111,7%	-72,5%	218,9%
KUV	0,99	0,87	0,76
KGV	12,4	45,3	14,2
KCF	10,9	7,2	5,3
EV / EBIT	9,5	16,5	7,8
Dividendenrendite	2,7%	2,0%	2,7%

Aktuelle Entwicklung

Mit den Zahlen zum ersten Quartal hat die 3U Holding ein Ausrufezeichen gesetzt und eine solide Grundlage geschaffen, um das für 2020 angestrebte Umsatz- und Ergebniswachstum trotz der Corona-Krise zu schaffen. Bei einem Umsatzwachstum um 22 Prozent auf 16,0 Mio. Euro konnten auf allen Ergebnisebenen überproportionale Zuwächse verzeichnet werden: das EBITDA erhöhte sich um 41 Prozent auf 2,9 Mio. Euro, das EBIT um 82 Prozent auf 1,6 Mio. Euro, das Vorsteuerergebnis um 109 Prozent auf 1,5 Mio. Euro und der Nettoüberschuss um 75 Prozent auf 0,9 Mio. Euro. Die höchste Dynamik erreichte einmal mehr der Softwarehersteller weclapp, der seinen Umsatz um 56 Prozent erhöhte und seine EBITDA-Marge um fast 8 Prozentpunkte auf 32,5 Prozent verbesserte. Aber auch das in den Vorperioden rückläufige Telefongeschäft hat dank der Corona-bedingt stärkeren Nachfrage ebenso steigende Erlöse verzeichnet wie das E-Commerce-Geschäft. Der absolut größte Wachstumsbeitrag für Umsatz und Ergebnis stammte aber aus dem Segment Erneuerbare Energien, dessen Erträge von den vorteilhaften Wind- und Sonnenverhältnissen sowie von der Erstkonsolidierung des Windparks Roge beflügelt wurden.

Fazit

Da 3U bereits im Geschäftsbericht 2019 auf den guten Start in das neue Jahr hingewiesen hatte, hatten wir mit guten Zahlen für das erste Quartal gerechnet. Doch die nun gezeigte Dynamik hat uns doch positiv überrascht. Dies gilt insbesondere für weclapp und für die Energiesparte. Einen Wermutstropfen stellt hingegen die trotz des Umsatzwachstums rückläufige Ergebnisentwicklung im Segment SHK dar, die den Konzerngewinn um knapp 0,5 Mio. Euro belastet hat. Dennoch erscheinen uns nach den Q1-Zahlen unsere bisherigen Schätzungen etwas zu vorsichtig, weswegen wir sie in Teilbereichen (siehe Seite 3) angehoben haben. Der von uns ermittelte faire Wert hat sich dadurch auf 2,05 Euro je Aktie erhöht, auf dessen Basis wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	58,1	66,5	77,0	87,4	102,3	119,0	138,3	158,2
Umsatzwachstum		14,4%	15,8%	13,6%	17,0%	16,3%	16,3%	14,3%
EBIT-Marge	5,5%	10,1%	9,5%	8,8%	7,8%	8,7%	9,9%	10,8%
EBIT	3,2	6,7	7,3	7,7	8,0	10,4	13,7	17,0
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,9	2,0	2,2	2,3	2,4	3,1	4,1	5,1
NOPAT	2,2	4,7	5,1	5,4	5,6	7,3	9,6	12,0
+ Abschreibungen & Amortisation	5,8	6,0	5,9	4,9	4,4	3,9	3,9	3,8
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	8,1	10,8	11,2	10,4	10,1	11,3	13,6	15,8
- Zunahme Net Working Capital	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-12,9	-13,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0
Free Cashflow	-5,1	-3,2	8,1	7,2	6,8	7,7	9,9	11,9

SMC Schätzmodell

Modellanpassungen

In Reaktion auf die starke Performance im ersten Quartal und auf der Grundlage der Annahme, dass die Quartale zwei bis vier in punkto Windverfügbarkeit und Sonneneinstrahlung vergleichbar mit dem Vorjahr ausfallen werden, haben wir den unterstellten Umsatzbeitrag der Energiesparte auf 9,4 Mio. Euro erhöht. Auch die Wachstumsraten für weclapp und die Telefonie haben wir angehoben, um jeweils 5 Prozentpunkte auf 30 resp. -5 Prozent. Für den Konzernumsatz ergibt sich hieraus eine neue Schätzung von 58,1 Mio. Euro, womit wir nun innerhalb der vom Unternehmen angestrebten und bestätigten Zielspanne von 58 bis 63 Mio. Euro liegen. Auch die Ergebnisschätzung fällt nun höher aus (EBITDA: 9,0 Mio. Euro, nach 8,5 Mio. Euro), wenn auch weiterhin unter der Unternehmens-Guidance (10 bis 12

Mio. Euro). Auf eine stärkere Anhebung haben wir hier angesichts der Verlustentwicklung im SHK-Segment verzichtet, sehen aber ein weiteres Potenzial, falls sich der Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf von Assets auf mehr als auf die von uns unterstellten 2 Mio. Euro belaufen sollte. Zur Erinnerung: im letzten Geschäftsjahr konnte 3U mit dem Verkauf von Immobilien einen Ertrag von 5,3 Mio. Euro generieren, die maßgeblich zu dem Ergebnis beigetragen haben.

Bei unveränderten Rahmendaten des Modells hat sich aus den Änderungen ein neuer fairer Wert von 2,04 Euro je Aktie ergeben, aus dem wir das neue Kursziel von 2,05 Euro ableiten.

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
AKTIVA									
I. AV Summe	45,7	52,8	60,4	57,1	54,9	53,2	52,2	51,1	50,3
1. Immat. VG	2,6	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	4,6	4,8
2. Sachanlagen	38,7	44,1	50,0	45,0	41,2	37,8	35,1	32,4	29,9
II. UV Summe	34,8	33,8	36,3	40,5	44,0	47,1	51,1	56,0	61,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	46,5	45,8	48,6	50,9	53,4	55,9	59,9	65,4	72,3
II. Rückstellungen	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	21,5	27,4	33,8	32,2	30,7	29,4	27,6	25,4	22,6
2. Kurzfristiges FK	11,0	11,8	12,6	12,8	13,0	13,3	13,8	14,3	15,0
BILANZSUMME	80,5	86,6	96,7	97,6	98,9	100,4	103,2	107,2	112,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	51,4	58,1	66,5	77,0	87,4	102,3	119,0	138,3	158,2
Rohertrag	22,6	27,8	30,9	34,8	38,6	46,4	56,5	68,2	80,0
EBITDA	10,1	9,0	12,7	13,3	12,6	12,4	14,3	17,6	20,8
EBIT	5,5	3,2	6,7	7,3	7,7	8,0	10,4	13,7	17,0
EBT	4,7	2,1	5,6	6,1	6,6	6,8	9,1	12,5	16,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,4	1,5	3,9	4,3	4,6	4,8	6,4	8,8	11,3
JÜ	4,1	1,1	3,6	3,7	3,8	3,6	4,7	6,5	8,4
EPS	0,12	0,03	0,11	0,11	0,11	0,10	0,14	0,19	0,25

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	4,7	7,0	9,6	9,9	9,1	8,7	9,7	12,0	14,2
CF aus Investition	9,2	-12,9	-13,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0
CF Finanzierung	-5,6	4,3	5,8	-3,8	-3,7	-3,8	-4,1	-5,5	-7,2
Liquidität Jahresanfa.	12,3	20,6	19,0	20,8	24,3	26,9	29,0	31,8	35,4
Liquidität Jahresende	20,6	19,0	20,8	24,3	26,9	29,0	31,8	35,4	39,5

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	7,2%	13,0%	14,4%	15,8%	13,6%	17,0%	16,3%	16,3%	14,3%
Rohertragsmarge	44,0%	47,9%	46,4%	45,2%	44,2%	45,4%	47,5%	49,3%	50,6%
EBITDA-Marge	19,6%	15,4%	19,1%	17,2%	14,4%	12,1%	12,0%	12,7%	13,1%
EBIT-Marge	10,7%	5,5%	10,1%	9,5%	8,8%	7,8%	8,7%	9,9%	10,8%
EBT-Marge	9,0%	3,7%	8,5%	7,9%	7,5%	6,7%	7,7%	9,0%	10,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,0%	1,9%	5,4%	4,8%	4,3%	3,5%	4,0%	4,7%	5,3%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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),

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 14.05.2020 um 11:05 Uhr fertiggestellt und am 14.05.2020 um 11:15 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
31.03.2020	Buy	1,90 Euro	1), 3)
17.02.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3), 4)
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.