

18. August 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
**Refinitiv Analyst Awards**

# 3U Holding AG

## Gewinnerwartung nach starkem Halbjahr und Immobilienverkauf erhöht

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,58 € | Kursziel: 3,60 € (zuvor: 3,70 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Marburg
<b>Branche:</b>	Software / E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	269
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005167902
<b>Ticker:</b>	UUU:GR
<b>Kurs:</b>	2,58 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	35,3 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	91,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	115,8 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	67,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	4,78 / 2,06 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	62,0 Tsd. Euro / Tag

3U hat den Umsatz im ersten Halbjahr um 22 Prozent auf 33,4 Mio. Euro gesteigert und dies für eine überproportionale Ergebnisverbesserung genutzt: Das EBITDA erhöhte sich um 27 Prozent auf 5,8 Mio. Euro und das EBIT um 32 Prozent auf 3,4 Mio. Euro. Damit konnte die Dynamik sämtlicher Kennzahlen gegenüber dem ersten Quartal deutlich gesteigert werden. Als besonders wichtig erachten wir dabei, dass sich die Abnahme des organischen Wachstumstempos bei weclapp, die im ersten Quartal für Irritationen gesorgt hatte, nun, wie von 3U angekündigt, tatsächlich als temporär erwiesen hat. Im zweiten Quartal ist weclapp organisch wieder um über 30 Prozent gewachsen und die Zunahme der ARR auf 16,1 Mio. Euro lässt eine Fortsetzung dieses Trends erwarten. Noch nicht in den Halbjahreszahlen enthalten ist der im Juni gemeldete vollständige Verkauf der Beteiligung an dem InnoHub-Immobilienprojekt in Würzburg, der im September vollzogen und ertragswirksam werden soll. Wir erwarten hieraus einen hohen Gewinn und haben diesen in den sonstigen betrieblichen Erträgen berücksichtigt, woraus sich für 2022 eine erhöhte Gewinnschätzung ergeben hat. Hinsichtlich des Kursziels wurde dies aber durch die Anpassung des Diskontierungszinssatzes an das veränderte Zinsumfeld kompensiert.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	51,4	61,1	55,9	67,0	78,7	89,1
EBIT (Mio. Euro)	5,5	5,9	6,8	6,1	5,4	6,2
Jahresüberschuss	4,1	3,3	2,9	3,2	1,7	1,9
EpS	0,12	0,09	0,08	0,09	0,05	0,05
Dividende je Aktie	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
Umsatzwachstum	7,2%	18,7%	-8,4%	19,7%	17,5%	13,2%
Gewinnwachstum	111,7%	-20,2%	-10,7%	10,1%	-45,7%	11,0%
KUV	1,77	1,49	1,63	1,36	1,16	1,02
KGV	22,3	27,9	31,2	28,4	52,2	47,1
KCF	19,5	19,1	-9,6	13,8	11,6	10,5
EV / EBIT	21,1	19,5	17,1	19,0	21,4	18,8
Dividendenrendite	1,6%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,3%

## Wachstumsbeschleunigung in Q2

Nach dem starken Jahresauftakt hat 3U in den Monaten April bis Juni das Wachstumstempo sogar weiter erhöht und die Erlöse um ein Viertel auf 16,6 Mio. Euro gesteigert. Wie schon zu Jahresbeginn, haben auch diesmal alle drei Segmente zum Wachstum beigetragen, wenn auch mit deutlich unterschiedlicher Dynamik. Während das ITK-Segment um 38 Prozent gewachsen ist, legte das Segment Erneuerbare Energien, das im ersten Quartal noch von den vorteilhaften Witterungsverhältnissen und von höheren Preisen profitiert und die Erlöse um 63 Prozent gesteigert hatte, nun wetterbedingt nur um knapp 6 Prozent zu. Das Segment SHK lag mit einem Wachstum von 21 Prozent dazwischen und konnte damit den positiven Trend vom Jahresanfang bestätigen.

### weclapp wieder mit höherer Dynamik

In Summe der ersten sechs Monate erhöhte sich der Konzernumsatz um 22 Prozent auf 33,4 Mio. Euro. Die höchste Dynamik zeigte im ersten Halbjahr erneut weclapp mit einem Wachstum um 78 Prozent auf fast 8,3 Mio. Euro, was maßgeblich zum Anstieg der Erlöse des ITK Segments um 33,5 Prozent auf 13,8 Mio. Euro beitrug. Ein Teil des weclapp-Wachstums ist auf die seit dem vierten Quartal 2021 konsolidierte Tochter ITscope, die im ersten Halbjahr knapp 2,5 Mio. Euro erlöste, zurückzuführen, doch auch organisch hat weclapp wieder deutlich zugelegt. Lag das organische Wachstum im ersten Quartal noch bei – im Vergleich mit früheren Werten – enttäuschenden 19,2 Prozent, wurde für das zweite Vierteljahr wieder ein Wert von 32,2 Prozent gemeldet. Erstmals hat 3U auch detailliert über die Entwicklung der ARR (Annual Recurring Revenue) berichtet, die sich für den weclapp-Konzern per Ende Juni auf 16,1 Mio. Euro beliefen, 10,4 Prozent mehr als zu Jahresanfang. Stabil blieb hingegen innerhalb des ITK-Segments der Geschäftsbereich Telekommunikation, in dem sich die Rückgänge im Telefoniegeschäft und das Wachstum mit Data Center Services gegenseitig aufhoben.

### Hohe Stromerträge

Im Gleichschritt mit dem ITK-Segment gewachsen ist die Sparte Erneuerbare Energien, deren Umsatz um

33,0 Prozent auf 4,1 Mio. Euro zugelegt hat. Hier profitierte 3U einerseits von den vorteilhaften Witterungsverhältnissen im ersten Quartal und andererseits von den attraktiven Konditionen, zu denen der Strom derzeit vermarktet wird.

Geschäftszahlen	6M 21	6M 22	Änderung
Umsatz	27,34	33,40	22,2%
ITK	10,37	13,84	33,5%
davon weclapp	4,65	8,27	77,8%
Erneuerbare Energien	3,12	4,15	33,0%
SHK	13,84	15,40	11,3%
davon Selfio	11,20	11,90	6,3%
EBITDA	4,58	5,81	26,8%
ITK	2,55	1,86	-27,2%
Erneuerbare Energien	2,44	3,27	33,8%
SHK	-0,22	-0,06	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,4%</i>	
ITK	<i>24,6%</i>	<i>13,4%</i>	
Erneuerbare Energien	<i>78,3%</i>	<i>78,8%</i>	
SHK	<i>-1,6%</i>	<i>-0,4%</i>	
EBIT	2,58	3,40	31,8%
ITK	2,17	0,84	-61,1%
Erneuerbare Energien	1,07	2,29	114,9%
SHK	-0,42	-0,41	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,2%</i>	
Vorsteuerergebnis	2,37	3,15	32,6%
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,4%</i>	
Nettoergebnis	1,47	1,69	15,3%
<i>Netto-Marge</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,1%</i>	
Free-Cashflow	1,91	-1,35	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

### Selfio wieder im Wachstumsmodus

Eine erfreuliche Trendwende gab es im zweiten Quartal bei Selfio, der Kerngesellschaft des SHK-Segments, die nach mehreren schwächeren Perioden nun wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt ist und den Quartalsumsatz um 18,5 Prozent steigern konnte. Auf

Halbjahressicht fällt der Zuwachs mit 6,3 Prozent auf 11,9 Mio. Euro noch etwas moderater aus, doch die Wende ist klar erkennbar. Gleichwohl verweist 3U auf die weiterhin herausfordernden Rahmenbedingungen mit drastischen Preisanstiegen und spürbaren Lieferengpässen. Das gesamte SHK-Segment, in dem neben Selfio vor allem die für die Logistik verantwortliche Gesellschaft Pelia eine signifikante Rolle spielt, legte im ersten Halbjahr etwas stärker zu, und zwar um 11 Prozent auf 15,4 Mio. Euro.

### Rohrertrag steigt überdurchschnittlich

Das überdurchschnittliche Wachstum der Geschäftsfelder mit einer geringen Materialintensität hat sich in einer deutlich margenstärkeren Umsatzzusammensetzung niedergeschlagen, weswegen sich die konzernweite Rohmarge um 7,3 Prozentpunkte auf 63,5 Prozent erhöht hat. In dem besonders materialintensiven SHK-Segment ging sie zwar um 1,6 Prozentpunkte auf 19,2 Prozent zurück, doch der Tiefpunkt scheint dort im ersten Quartal durchschritten worden zu sein. Separat betrachtet, wurde in der SHK-Sparte im zweiten Quartal nämlich bereits eine Rohmarge von 20,1 Prozent erwirtschaftet, fast zwei Prozentpunkte mehr als zu Jahresbeginn und auch mehr als vor einem Jahr. In absoluten Zahlen konnten im ersten Halbjahr alle Segmente den Rohertrag steigern, konzernweit erhöhte er sich um 38 Prozent auf 21,2 Mio. Euro.

### Personalaufwand steigt um die Hälfte

Das starke Rohertragswachstum wurde aber auch von einer kräftigen Zunahme des Personalaufwands um 54 Prozent auf 10,0 Mio. Euro begleitet, wodurch sich die Personalaufwandsquote (bezogen auf den Konzernumsatz) um mehr als sechs Prozentpunkte auf knapp 30 Prozent erhöht hat. In dem höheren Personalaufwand spiegeln sich die Effekte der ITscope-Übernahme und des fortgesetzten Aufbaus der personellen Kapazitäten bei weclapp (vor allem für den Vertrieb) wider. So lag die durchschnittliche Mitarbeiterzahl im ersten Halbjahr bei 272 und damit 36 Prozent höher als vor einem Jahr. Das gesamte Personalwachstum entfiel auf das ITK-Segment, dessen durchschnittliche Mitarbeiterzahl sich um zwei Drittel auf 187 erhöhte, was den Personalaufwand auf 7,0 Mio. Euro verdoppelte. Einen massiven Anstieg ver-

zeichnete das ITK-Segment auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+85 Prozent auf 3,1 Mio. Euro), worin sich neben anderen wachstumsbedingten Kosten auch die Ausgaben im Zusammenhang mit der Vorbereitung des verschobenen IPO sowie der Prüfung anderer Finanzierungsoptionen und Übernahmen in Höhe von insgesamt 0,7 Mio. Euro bemerkbar gemacht haben. Die Entwicklung im ITK-Segment war maßgeblich verantwortlich für den starken Anstieg der SBA im Konzern, der aber mit 26 Prozent (auf 5,4 Mio. Euro) in Relation zum Wachstum des Konzernrohertrages dennoch klar unterproportional blieb. Dasselbe gilt für die Abschreibungen, die sich im ITK-Segment wegen der ITscope-Übernahme um 165 Prozent (auf 1,0 Mio. Euro) und im Konzern um 20 Prozent auf 2,4 Mio. Euro erhöhten.

### EBITDA-Marge verbessert

Die massiven Kostensteigerungen bei weclapp haben das EBITDA des ITK-Segments trotz des hohen Umsatzwachstums um 27 Prozent auf 1,9 Mio. Euro sinken lassen, womit sich die EBITDA-Marge des Segments auf 13,4 Prozent nahezu halbierte. Auf Konzernebene konnte sie hingegen dank dem starken Ergebniswachstum in der Sparte Erneuerbare Energien (+34 Prozent auf 3,3 Mio. Euro) und dem reduzierten Fehlbetrag im SHK-Segment (-0,06 Mio. Euro nach -0,2 Mio. Euro) von zuvor 16,8 auf 17,4 Prozent verbessert werden. Absolut erhöhte sich das Konzern-EBITDA um 27 Prozent auf 5,8 Mio. Euro. Dazu beigetragen haben auch die um fast 19 Prozent auf 3,4 Mio. Euro erhöhten sonstigen betrieblichen Erträge, in denen sich die ersten erfolgreichen Teilverkäufe aus dem Immobilienentwicklungsprojekt in Würzburg (InnoHub) bemerkbar gemacht haben.

### Vorsteuerergebnis +33 Prozent

Noch stärker als das EBITDA hat das Halbjahres-EBIT zugelegt, das zusätzlich von der nur unterdurchschnittlichen Zunahme der Abschreibungen profitierte und sich um 32 Prozent auf 3,4 Mio. Euro erhöhte, gleichbedeutend mit einer zweistelligen Marge von 10,2 Prozent (Vorjahr 9,4 Prozent). Bei einem Finanzergebnis von -0,2 Mio. Euro lag das Vorsteuerergebnis mit 3,1 Mio. Euro (+33 Prozent) nahezu gleichauf mit dem EBIT. Anders als im ersten Quar-

tal, als der Nettogewinn trotz eines höheren EBT rückläufig ausgefallen war, konnte 3U für das gesamte erste Halbjahr auch auf der Nettoebene nun einen Gewinnanstieg vermelden, der aber mit 15 Prozent auf 1,7 Mio. Euro in Relation zu den operativen Kennzahlen nur moderat ausfiel. Ursächlich dafür war einerseits die höhere rechnerische Steuerquote (aufgrund von höheren latenten Steuern) und andererseits der höhere Gewinnanteil der Minderheitsgesellschafter (resultierend aus dem hohen Gewinnbeitrag der Flächenverkäufe im Rahmen der Immobilienentwicklung in Würzburg, an der 3U „nur“ 75 Prozent hält).

### InnoHub vollständig verkauft

Im Gesamtjahr wird die Bedeutung von InnoHub auf das Konzernergebnis noch einmal größer sein, weil 3U die eigene Beteiligung hieran an den Projektpartner inzwischen vollständig verkauft hat. Ertragswirksam wird der Verkauf zwar erst mit dem Vollzug, der für September geplant ist.

### Operativer Cashflow im Plus

Durch den Verkauf von InnoHub werden sich auch die Bilanz- und Cashflow-Zahlen erheblich verändern, teilweise ist dies durch Umgliederungen bereits passiert. So fiel der operative Cashflow der ersten sechs Monate trotz des deutlich erhöhten EBITDA mit 2,2 Mio. Euro um 17 Prozent niedriger aus als vor einem Jahr, was vor allem auf die Position „sonstige zahlungsunwirksame Veränderungen“ zurückzuführen ist, die die Cashflow-Rechnung mit 5,2 Mio. Euro belastete und die das Unternehmen mit den Umgliederungen im Vorfeld der Veräußerung begründet. Im Investitions-Cashflow, der sich wegen der Bautätigkeit in Würzburg im ersten Quartal noch auf -5,9 Mio. Euro belief, sind nach den Umgliederungen zum Halbjahr nur noch Auszahlungen in Höhe von 3,5 Mio. Euro enthalten, wovon 0,8 Mio. Euro auf Softwareaktivierungen bei ITscope und der Rest auf Sachanlageinvestitionen zurückzuführen ist. Diese bestanden wiederum größtenteils aus dem Kauf von Büroflächen im InnoHub durch weclapp. Da der letztjährige Investitions-Cashflow noch stark von den Zuflüssen aus dem Grundstücksverkauf in Adelebsen profitiert hatte, hat sich sein Saldo nun im Vorjahresvergleich deutlich verschlechtert, so dass der Free-Cash-

flow von +1,9 Mio. Euro im Vorjahr auf -1,3 Mio. Euro ins Minus rutschte. Zuzüglich der Auszahlungen für die Dividende (-1,8 Mio. Euro) und Leasing (-0,7 Mio. Euro) und abzüglich einer Nettokreditaufnahme in Höhe von 0,9 Mio. Euro, die zusammen für einen Finanzierungs-Cashflow von -0,6 Mio. Euro gesorgt haben, reduzierte sich die bilanzielle Liquidität im Verlauf der ersten sechs Monate um 1,9 Mio. Euro auf 10,8 Mio. Euro. Da aber das Volumen der darin enthaltenen verfügbaren beschränkten Finanzmittel um 2,3 Mio. Euro abgenommen hat, ist die Summe der tatsächlich verfügbaren Finanzmittelfonds auf 8,0 Mio. Euro gestiegen.

### Eigenkapitalquote temporär tiefer

Vor allem durch die hohen Ausgaben für den Bau des Bürogebäudes in Würzburg hat sich die Bilanzsumme seit dem Jahreswechsel um 15 Prozent auf 136,6 Mio. Euro erhöht. Demgegenüber blieb das Eigenkapital aufgrund von Umgliederungen trotz des Periodengewinns nahezu konstant, was sich in einem Rückgang der Eigenkapitalquote von 52,2 auf 46,0 Prozent bemerkbar machte. Mit dem Vollzug des InnoHub-Verkaufs, der für eine weitere Gewinnrealisierung bei gleichzeitiger deutlicher Bilanzverkürzung sorgen wird, wird die Eigenkapitalquote aber wieder kräftig ansteigen.

### Prognosen bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat das Management die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und will den Konzernumsatz um 16 bis 25 Prozent auf 65 bis 70 Mio. Euro steigern. Das EBITDA und das Nettoergebnis werden ebenfalls wie bisher zwischen 10 und 12 Mio. Euro resp. zwischen 2 und 4 Mio. Euro erwartet, wozu weitere Erträge aus Asset-Verkäufen im einstelligen Millionenbereich beitragen sollen.

### Schätzungen für 2022 erhöht

Wir haben unsere Schätzungen für 2022 nach den Halbjahreszahlen und vor allem vor dem Hintergrund des vollständigen Verkaufs von InnoHub angehoben. Der entscheidenden Impuls kommt hierbei von den sonstigen betrieblichen Erträgen, die wir bisher auf

4,0 Mio. Euro taxiert hatten und nun im höheren einstelligen Millionenbereich erwarten. Bei einer unveränderten Erlösschätzung von 67,0 Mio. Euro, die sich somit weiterhin in der Mitte der unternehmenseigenen Prognosespanne bewegt, und etwas angehobenen Aufwandsquoten, mit denen wir auf die weiterhin hohe Kostendynamik bei weclapp reagiert haben, hat sich hieraus eine neue EBITDA Schätzung von 11,6 Mio. Euro ergeben, die somit 0,8 Mio. Euro über der alten Taxe liegt. Bei niedrigeren Abschreibungen (auch wegen des Abgangs des Immobilienprojektes) ergibt sich hieraus für das laufende Jahr die Erwartung eines EBIT von 6,1 Mio. Euro und eines Nettogewinns von 3,2 Mio. Euro. Bisher hatten wir hier mit 4,4 respektive 2,0 Mio. Euro kalkuliert.

### Zielmarge unverändert

Die Wachstums- und Margenannahmen für die Folgejahre haben wir bis auf ein paar kleinere Modifikationen, die sich als Folgeeffekt aus den Anpassungen für 2022 ergeben haben, weitgehend unverändert gelassen. Die größte Änderung betrifft die eigentlich für 2023 und 2024 geplanten Verkäufe in Würzburg, die nun entfallen sind. Die grundsätzlichen Umsatz- und Margenpfade, die ja vor allem von der unterstellten Entwicklung von weclapp geprägt sind, sind aber unverändert geblieben. Dementsprechend kalkulieren

wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums weiterhin mit einem Konzern-Zielumsatz von 169 Mio. Euro und mit einer EBIT-Marge von 14,3 Prozent. Noch nicht berücksichtigt sind in unserem Modell die Repowering-Pläne für den Windpark Langendorf, deren Realisierung ab 2025 eine Verdreifachung der Stromerträge an diesem Standort ermöglichen würde. 3U hat diesbezüglich nun eine konkretisierte Planung vorgelegt, für die aber noch die Genehmigung erforderlich ist. Da sich dieser Schritt trotz aller politischen Willensbekundungen immer wieder als ein großes Hindernis erwiesen hat, werden wir das Repowering-Projekt erst bei einer sich abzeichnenden Genehmigung in unser Modell integrieren. Bis dahin sehen wir es als signifikantes Upside-Potenzial für den von uns ermittelten fairen Wert. Die aus unseren Annahmen insgesamt resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle unten auf der vorherigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem fünfzehnprozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums und auf dieser Basis mit einer „ewigen“ Wachstumsrate von 1 Prozent.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	67,0	78,7	89,1	101,5	115,6	132,2	149,2	169,2
Umsatzwachstum		17,5%	13,2%	13,9%	13,9%	14,4%	12,9%	13,4%
EBIT-Marge	9,1%	6,9%	6,9%	8,4%	10,0%	11,8%	13,1%	14,3%
<b>EBIT</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>8,6</b>	<b>11,6</b>	<b>15,5</b>	<b>19,6</b>	<b>24,3</b>
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,8	1,6	1,8	2,5	3,5	4,6	5,8	7,2
<b>NOPAT</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,2</b>	<b>10,9</b>	<b>13,7</b>	<b>17,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	5,5	5,5	5,8	5,7	5,7	5,6	5,5	5,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,8</b>	<b>16,5</b>	<b>19,3</b>	<b>22,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	7,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	5,3	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>22,7</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>11,3</b>	<b>13,9</b>	<b>16,6</b>	<b>20,0</b>

## Zinsniveau angepasst

Eine Änderung hat es auch an den Rahmendaten des Modells gegeben. Wegen des Zinsanstiegs an den Märkten passen wir den langfristigen Durchschnittswert für die deutsche Umlaufrendite (als unterstellten sicheren Zins) von 1,0 auf 1,5 Prozent an. In Kombination mit unveränderten Werten für die Marktrisikoprämie (5,8 Prozent) und den Betafaktor (1,3) resultieren daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 9,0 Prozent. Im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise haben wir auch den FK-Zins um 0,5 Prozentpunkte auf 4,5 Prozent angehoben. Bei einer unveränderten Zielkapitalstruktur mit einem FK-Anteil von 30 Prozent und einem unveränderten Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent resultiert da-

raus jetzt ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,3 Prozent (bisher: 6,8 Prozent).

## Kursziel: 3,60 Euro je Aktie

Die Anpassung der Rahmendaten hat den positiven Effekt der erhöhten Schätzungen auf das Modellergebnis leicht überkompensiert, so dass der von uns ermittelte faire Marktwert des Eigenkapitals nun bei 128,00 Mio. Euro bzw. bei 3,62 Euro je Aktie liegt, woraus wir das geringfügig geringere Kursziel von 3,60 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Unverändert stufen wir das Schätzrisiko ein und bewerten es weiterhin als leicht überdurchschnittlich, was wir mit der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck bringen.

## Fazit

---

Der 3U-Konzern hat im zweiten Quartal die Umsatz- und vor allem Ergebnisdynamik gegenüber dem Jahresanfang spürbar erhöht. Bei einem Umsatzanstieg um 25 Prozent wurden das EBITDA um 66 Prozent und das EBIT gar um 285 Prozent gesteigert. Auch der Periodenüberschuss, der in den ersten drei Monaten rückläufig gewesen war, wurde nun deutlich verbessert. In Summe des ersten Halbjahrs hat 3U damit ein Umsatzwachstum um 22 Prozent auf 33,4 Mio. Euro, ein EBIT-Wachstum um 32 Prozent auf 3,4 Mio. Euro und einen Gewinnanstieg um 15 Prozent auf 1,7 Mio. Euro verzeichnet.

Als besonders wichtig erachten wir dabei, dass sich die organische Wachstumsdynamik bei weclapp nach der Delle in den ersten drei Monaten nun wieder spürbar erholt hat, was die Erwartung eines fortgesetzten hohen Wachstums in diesem Bereich – die zentrale Annahme unseres Modells – weiterhin als gerechtfertigt erscheinen lässt. Darüber hinaus ist eine Trendwende bei Selfio und infolgedessen im SHK-Segment erkennbar, dessen Wachstum sich im zweiten Quartal

beschleunigt hat und dessen EBITDA nach vier negativen Quartalen erstmals wieder positiv ausgefallen ist.

Noch nicht in den Halbjahreszahlen enthalten ist der Komplettverkauf der Beteiligung an dem Immobilienprojekt InnoHub, der im September abgeschlossen werden soll und aus dem ein signifikanter Ertrag zu erwarten ist.

Wir haben auf dieser Grundlage unsere Gewinnsschätzung für das laufende Jahr angehoben und kalkulieren nun mit einem EBITDA von 11,6 Mio. Euro sowie mit einem Jahresüberschuss von 3,2 Mio. Euro. Bei beiden Werten liegen wir somit nun im oberen Bereich der Unternehmensprognose von 3U.

Im Hinblick auf den fairen Wert wurde die Anhebung der Schätzungen allerdings durch die Anpassung der Modellrahmendaten an das veränderte Zinsumfeld überkompensiert, so dass sich unser Kursziel geringfügig auf 3,60 Euro ermäßigt hat. Auf dieser Basis bestätigen wir das bisherige Urteil „Buy“.



# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern profitabel, seit 2017 sind die Erlöse organisch jedes Jahr gewachsen.
- Mit weclapp enthält das Portfolio ein sehr wachstumsstarkes Unternehmen, das die Konzernentwicklung zunehmend prägt. Auch der E-Commerce-Anbieter Selfio verfügt über vielversprechende Wachstumsperspektiven.
- Das Geschäft von weclapp basiert auf wiederkehrenden Umsätzen, ist hochgradig skalierbar und hat sein Profitabilitätspotenzial bereits bewiesen.
- Mit dem Abschluss attraktiver Stromlieferverträge ist das Segment Erneuerbare Energien auch für die Zukunft sehr solide aufgestellt.
- Solide Bilanz- und Liquiditätsausstattung, die für die weitere Expansion der Kernbeteiligungen genutzt werden kann.

## Chancen

- Durch den Ausbau der Vertriebskapazitäten will weclapp das organische Wachstum wieder beschleunigen und den Umsatz bei wieder steigender Profitabilität mittelfristig vervielfachen.
- Mit den Akquisitionen von ITscope und FinanzGeek hat weclapp das Produktportfolio um zwei sehr potenzialträchtige Bereiche ergänzt und könnte hier vertrieblich und technologisch große Synergien erschließen.
- Selfio dürfte weiter vom Trend zum E-Commerce profitieren.
- Vor allem bei weclapp soll das Wachstum zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden.
- Der Vollzug des vereinbarten Verkaufs der Beteiligung an dem Immobilienprojekt InnoHub dürfte in Q3 für einen spürbaren Gewinnschub sorgen.
- Das Repowering der Windparks verspricht weiteres Ertragspotenzial.

## Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig, auch im ersten Halbjahr blieb das SHK-Segment noch defizitär.
- Der Anteil der Wiederholungskäufe ist bei Selfio geschäftsmodellbedingt noch sehr gering.
- Die Vorbereitungen und die Absage des IPO haben viele Ressourcen verschlungen, eine strategische Antwort auf die Entwicklung steht noch aus.
- Die Kosten bei weclapp sind zuletzt deutlich stärker als der Umsatz gestiegen.
- Die Internationalisierungsbestrebungen bei weclapp haben noch nicht den erhofften Erfolg gebracht.
- 2021 waren die Gewinne in allen drei Geschäftssegmenten rückläufig.

## Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität bei Selfio könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Die Lieferengpässe bei Selfio könnten sich durch den Krieg in der Ukraine und durch die Probleme der chinesischen Corona-Politik noch verstärken.
- Die Wirkung der Stärkung des weclapp-Vertriebs auf das Neugeschäft könnte sich langsamer entfalten oder schwächer ausfallen als erwartet.
- Das rasante Wachstum der Organisation bei weclapp könnte zumindest temporär die Managementkapazitäten überfordern, zu Ineffizienzen führen oder gar die Unternehmenskultur beschädigen.
- Der geplante Akquisitionskurs birgt erfahrungsgemäß Risiken wie die Fehleinschätzung eines Targets oder Integrationsprobleme.
- weclapp könnte seinen technologischen Vorsprung wieder einbüßen.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	69,9	64,1	60,4	56,4	52,5	48,7	44,9	41,2	37,3
1. Immat. VG	30,6	30,0	29,5	29,1	28,8	28,5	28,3	28,1	27,9
2. Sachanlagen	37,2	32,0	28,8	25,2	21,7	18,2	14,6	11,1	7,4
II. UV Summe	49,2	49,0	52,6	57,2	62,8	69,2	76,7	85,1	94,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	62,1	63,8	64,9	66,9	70,2	75,0	81,4	89,5	99,4
II. Rückstellungen	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	40,7	32,8	31,4	29,8	27,7	25,1	21,8	17,9	13,0
2. Kurzfristiges FK	14,6	14,7	14,9	15,2	15,6	16,0	16,6	17,2	17,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>119,0</b>	<b>113,1</b>	<b>113,0</b>	<b>113,6</b>	<b>115,3</b>	<b>117,9</b>	<b>121,7</b>	<b>126,3</b>	<b>132,1</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	55,9	67,0	78,7	89,1	101,5	115,6	132,2	149,2	169,2
Rohertrag	29,4	35,0	45,5	52,3	61,0	71,6	84,7	97,8	113,5
EBITDA	11,3	11,6	10,9	11,9	14,3	17,3	21,2	25,1	30,0
EBIT	6,8	6,1	5,4	6,2	8,6	11,6	15,5	19,6	24,3
EBT	6,3	4,9	4,0	4,8	7,2	10,3	14,4	18,6	23,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,0	3,5	2,8	3,4	5,1	7,2	10,1	13,1	16,5
JÜ	2,9	3,2	1,7	1,9	3,1	4,7	6,8	8,9	11,3
EPS	0,08	0,09	0,05	0,05	0,09	0,13	0,19	0,25	0,32

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-9,5	6,6	7,9	8,6	10,2	12,2	15,0	17,8	21,3
CF aus Investition	-13,8	5,3	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9
CF Finanzierung	9,2	-4,7	-3,3	-3,1	-3,8	-5,1	-6,9	-9,0	-11,4
Liquidität Jahresanfa.	26,4	12,7	19,9	22,7	26,4	31,0	36,3	42,5	49,4
Liquidität Jahresende	12,7	19,9	22,7	26,4	31,0	36,3	42,5	49,4	57,5

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-8,4%	19,7%	17,5%	13,2%	13,9%	13,9%	14,4%	12,9%	13,4%
Bruttomarge	52,5%	52,2%	57,8%	58,7%	60,1%	61,9%	64,0%	65,5%	67,1%
EBITDA-Marge	20,1%	17,3%	13,8%	13,4%	14,0%	14,9%	16,0%	16,8%	17,7%
EBIT-Marge	12,1%	9,1%	6,9%	6,9%	8,4%	10,0%	11,8%	13,1%	14,3%
EBT-Marge	11,2%	7,4%	5,1%	5,4%	7,1%	8,9%	10,9%	12,5%	13,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,2%	4,8%	2,2%	2,2%	3,1%	4,1%	5,1%	6,0%	6,7%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	5,19	4,76	4,41	4,11	3,87
6,8%	4,60	4,26	3,98	3,75	3,54
7,3%	4,12	3,85	3,62	3,43	3,26
7,8%	3,73	3,51	3,32	3,16	3,02
8,3%	3,40	3,22	3,06	2,92	2,80

# 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 18.08.2022 um 6:30 Uhr fertiggestellt und am 18.08.2022 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
16.05.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3)
13.04.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
17.11.2021	Hold	4,40 Euro	1), 3), 4)
31.08.2021	Buy	3,80 Euro	1), 3), 4)
19.05.2021	Hold	3,50 Euro	1), 3), 4)
18.03.2021	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
19.11.2020	Buy	2,60 Euro	1), 3), 4)
13.10.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3), 4)
18.08.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3)

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

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

#### *Haftungsausschluss*

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

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle 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.