

31. März 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



3U Holding AG

Wachstum soll trotz Corona auch 2020 fortgesetzt werden

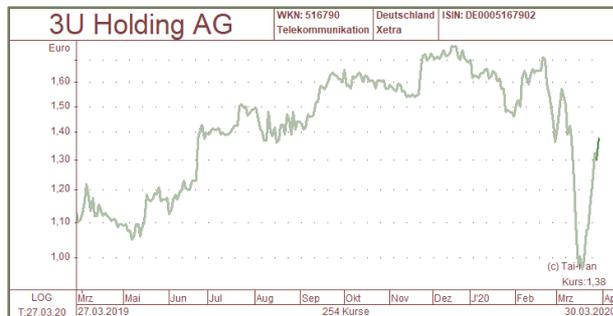
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,38 € | Kursziel: 1,90 € (zuvor: 2,40 €)

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

Sitz:	Marburg
Branche:	Software / E-Commerce
Mitarbeiter:	205
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	1,38 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	35,3 Mio. Stück
Market-Cap:	48,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	51,0 Mio. Euro
Free Float:	63,7 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	1,79 / 0,85 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	39,4 Tsd. Euro / Tag

3U hat im letzten Jahr 51,4 Mio. Euro umgesetzt und ein EBITDA von 10,1 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis von 4,1 Mio. Euro erwirtschaftet. Damit wurde die Prognose erfüllt und der positive Trend der Vorjahre fortgesetzt. Auch im Hinblick auf 2020 zeigt sich das Management zuversichtlich und will ungeachtet der Corona-Krise das Umsatzwachstum fortführen und ergebnisseitig mindestens stabil bleiben. Diese Zuversicht begründet 3U mit den Spezifikationen der von den Töchtern verfolgten Geschäftsmodelle, die im aktuellen Umfeld zumindest eine stabile Entwicklung erwarten lassen. Das gilt insbesondere für das Segment Erneuerbare Energien und für das B2B-Telefoniegeschäft, aber auch für die beiden Wachstumstreiber Selfio und weclapp sind positive Effekte durch eine Nachfrageverschiebung in Richtung von Online-Angeboten und Cloud-Lösungen denkbar. Allerdings könnte gerade bei diesen beiden Töchtern das Stammgeschäft durch krisenbedingte Einkommenseffekte geschmälert und die Kundenakquise gedämpft werden, auch sind bei Selfio Störungen der Lieferkette und der Logistik nicht auszuschließen. Wir haben deswegen einen vorsichtigeren Ansatz gewählt und kalkulieren für 2020 mit Ergebnissen unter Vorjahr. Unser Kursziel hat sich deswegen auf 1,90 Euro reduziert, das Urteil bleibt aber „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	46,9	48,0	51,4	56,8	65,6	76,0
EBIT (Mio. Euro)	3,0	2,7	5,5	2,7	6,6	7,1
Jahresüberschuss	1,1	1,9	4,1	0,9	3,5	3,6
EpS	0,03	0,05	0,12	0,03	0,10	0,11
Dividende je Aktie	0,02	0,03	0,04	0,03	0,04	0,04
Umsatzwachstum	7,2%	2,3%	7,2%	10,5%	15,4%	15,8%
Gewinnwachstum	65,4%	81,5%	111,7%	-76,8%	267,4%	3,3%
KUV	1,00	0,98	0,92	0,83	0,72	0,62
KGV	44,2	24,4	11,5	49,6	13,5	13,1
KCF	7,1	79,2	10,1	7,0	5,0	4,8
EV / EBIT	16,5	18,2	9,0	17,9	7,5	6,9
Dividendenrendite	1,4%	2,2%	2,9%	2,2%	2,9%	2,9%

Erneutes Umsatzwachstum

Der 3U-Konzern hat 2019 den Umsatz um 7,2 Prozent auf 51,4 Mio. Euro gesteigert und ist damit im dritten Jahr in Folge gewachsen. Auch die eigene Prognose (51,0 bis 55,0 Mio. Euro) wurde erreicht. Die höchste Dynamik hat erneut der Cloud-Software-Spezialist weclapp verzeichnet, der seine Erlöse um 53 Prozent auf 4,6 Mio. Euro gesteigert hat. Absolut den höchsten Zuwachs hat hingegen die E-Commerce-Tochter Selfio erreicht, deren Umsatz um 3,2 Mio. Euro auf 20,6 Mio. Euro gewachsen ist (+18 Prozent). Damit trug Selfio entscheidend zum Wachstum des SHK-Segments bei, dessen Erlöse um 14 Prozent auf 30,4 Mio. Euro geklettert sind. Noch stärker erhöhten sich die Einnahmen der Sparte Erneuerbare Energien, die dank einer besseren Windverfügbarkeit sowie eines kleinen Konsolidierungseffekts um 15 Prozent auf 7,2 Mio. Euro zulegten. Demgegenüber blieb der Umsatz des Segments ITK trotz des hohen Wachstums von weclapp mit 14,1 Mio. Euro unter dem Vorjahr (-5 Prozent), was auf die sinkenden Erlöse im Telefonie- und Rechenzentrumsgeschäft zurückzuführen war. Im Telefoniebereich war dies einerseits auf den fortgesetzten strukturellen Rückgang im Geschäft mit Privatkunden zurückzuführen und andererseits einem Preiseffekt in Folge der seitens der Regulierungsbehörde verordneten Senkung der Durchleitungsgebühren geschuldet. Dadurch hat sich trotz der nach Unternehmensangaben stabilen Nachfrage auch der Umsatz im Bereich Voice Business Customer um 26 Prozent auf 5,0 Mio. Euro reduziert, was aber auf der Rohertragsebene durch einen Rückgang des Materialaufwands wieder kompensiert wurde.

Kundenstruktur bei weclapp verändert

Strategiegemäß ist es weclapp 2019 gelungen, verstärkt größere Kunden zu gewinnen, was sich in einem deutlichen Anstieg des wiederkehrenden Umsatzes pro Monat und Neukunde von 120 Euro im Vorjahr auf 160 Euro bemerkbar gemacht hat. Damit konnte die etwas gesunkene Zahl von Neukunden (839 nach 865) mehr als kompensiert werden, die das Unternehmen auf Nachfrage ohnehin für eine Momentaufnahme hält und diesbezüglich auf eine starke Neukundendynamik im Januar und Februar verweist. Auch mit der Entwicklung des im letzten Jahr eta-

blierten Partnervertriebs zeigt sich 3U zufrieden und erwartet für 2020 erstmals einen signifikanten Wachstumsbeitrag dieses Vertriebskanals. Ebenso soll 2020 die Internationalisierung vorangebracht werden. Aktuell arbeitet weclapp mit Hochdruck an der Übertragung des Online-Marketings in andere Sprachräume und will bis zum Jahresende in mehreren europäischen Ländern eine sichtbare Online-Präsenz in der jeweiligen Landessprache haben.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	47,97	51,45	+7,2%
ITK	14,78	14,06	-4,8%
Erneuerbare Energie	6,30	7,22	+14,7%
SHK	26,67	30,38	+13,9%
Selfio	17,42	20,61	+18,3%
weclapp	3,03	4,65	+53,2%
Rohertrag*	24,72	30,68	+24,1%
<i>Rohmarge*</i>	<i>51,5%</i>	<i>59,6%</i>	
EBITDA	6,72	10,10	+50,3%
ITK	1,90	2,79	+46,7%
Erneuerbare Energie	3,98	4,90	+23,1%
SHK	0,41	-0,09	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>14,0%</i>	<i>19,6%</i>	
ITK	<i>12,9%</i>	<i>19,9%</i>	
Erneuerbare Energie	<i>63,3%</i>	<i>67,9%</i>	
SHK	<i>1,5%</i>	<i>-0,3%</i>	
EBIT	2,71	5,50	+103,3%
ITK	1,53	2,09	+36,8%
Erneuerbare Energie	1,21	1,95	+61,1%
SHK	0,31	-0,39	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,6%</i>	<i>10,7%</i>	
Vorsteuerergebnis	1,83	4,65	+153,7%
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,0%</i>	
Nettoergebnis	1,93	4,09	+111,7%
<i>Netto-Marge</i>	<i>4,0%</i>	<i>8,0%</i>	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; * inkl. SBE

Rohrertrag wächst um ein Viertel

Deutlich stärker als der Umsatz hat sich der Konzernrohertrag erhöht, der um 24 Prozent auf 30,7 Mio. Euro geklettert ist. Darin enthalten sind allerdings auch die sonstigen Erträge, die sich dank der Immobilienverkäufe um 68 Prozent auf 8,0 Mio. Euro erhöht haben. Doch auch korrigiert um diesen Effekt lag der Zuwachs des Rohertrags mit knapp 14 Prozent fast beim Doppelten des Umsatzwachstums. Besonders stark ist der Rohertrag im ITK-Segment gestiegen, in dem der wachsende Umsatzanteil von weclapp und die niedrigeren Durchleitungsgebühren für eine um 20 Prozentpunkte auf 72 Prozent verbesserte Rohmarge gesorgt haben. Aber auch in dem konkurrenzintensiven SHK-Segment konnte die Rohmarge um einen Prozentpunkt auf 25,3 Prozent verbessert werden, was das Unternehmen mit der Einführung von Eigenmarken sowie mit Volumeneffekten begründet.

EBITDA-Ziel erreicht

Das EBITDA erhöhte sich um 50 Prozent auf 10,0 Mio. Euro, womit die im August angehobene Prognose von 10 bis 12 Mio. Euro (zuvor: 7 bis 9 Mio. Euro) am unteren Ende erreicht wurde. Ermöglicht wurde dies vor allem durch die lukrativen Immobilienverkäufe, ohne die das Unternehmen nach eigener Aussage die ursprüngliche Prognose nicht erreicht hätte. 3U begründet dies vor allem mit den anhaltend hohen Logistikkosten im SHK-Segment sowie mit dem Aufbau der personellen Kapazitäten bei weclapp. Konzernweit erhöhte sich der Personalaufwand damit um 13 Prozent auf 11,7 Mio. Euro, die Dynamik der sonstigen betrieblichen Aufwendungen lag mit 16 Prozent sogar über dem Zuwachs des um die Entwicklung der sonstigen betrieblichen Erträge bereinigten Rohertrages. Aufgeschlüsselt nach Segmenten konnte das EBITDA am stärksten im ITK-Segment (+47 Prozent auf 2,8 Mio. Euro) erhöht werden, gefolgt von der Sparte Erneuerbare Energien (+23 Prozent auf 4,9 Mio. Euro). Demgegenüber war das operative Ergebnis im SHK-Segment rückläufig und rutschte mit -0,1 Mio. Euro leicht ins Minus. Angefallen ist das Defizit dabei in der für die Logistik zuständigen Tochter Pelia, während Selfio selbst das EBITDA um fast ein Drittel verbessern konnte.

EBIT verdoppelt

Bei einem Anstieg der Abschreibungen um 15 Prozent auf 4,6 Mio. Euro, in dem sich die Erstanwendung von IFRS 16 niedergeschlagen hat, konnte das EBIT auf 5,5 Mio. Euro verdoppelt werden. Da gleichzeitig das Finanzergebnis sogar minimal verbessert wurde, summierte sich das Gewinnwachstum auf der EBT-Ebene auf 154 Prozent (auf 4,7 Mio. Euro). Nach Steuern und Minderheiten betrug der Gewinn 4,1 Mio. Euro und lag damit um 112 Prozent über dem Vorjahreswert und innerhalb der Zielspanne von 4 bis 5 Mio. Euro.

Cashflow auf Rekordhöhe

Sehr erfreulich hat sich auch der operative Cashflow entwickelt, der neben dem verbesserten Ergebnis unter anderem von einem verlangsamten Aufbau von Vorräten und Forderungen profitierte und sich von 0,6 auf 4,7 Mio. Euro vervielfachte. Da auch der Investitions-Cashflow dank der hohen Zuflüsse aus dem Immobilienverkauf erneut deutlich positiv (9,2 Mio. Euro) ausgefallen ist, summierte sich der Free-Cashflow auf 13,9 Mio. Euro, fast 60 Prozent mehr als im Vorjahr. Weitere 1,6 Mio. Euro hat 3U mit dem Verkauf eigener Aktien eingenommen, denen im Finanzierungs-Cashflow Auszahlungen in Höhe von 7,3 Mio. Euro für Dividenden, Tilgungen und Leasing gegenüberstanden. Insgesamt hat sich die bilanzielle Liquidität im Jahresverlauf 2019 von 12,3 auf 20,6 Mio. Euro verbessert.

Nettoliquidität und hohe EK-Quote

Wie von uns erwartet, hat sich durch die Kombination aus der erhöhten Liquidität und den reduzierten Finanzverbindlichkeiten die Nettoverschuldung, die sich noch Ende 2018 auf 10,9 Mio. Euro belaufen hatte, in eine Nettoliquidität in Höhe von 2,8 Mio. Euro verwandelt. Auch das Eigenkapital hat sich weiter verbessert und belief sich zum Jahreswechsel auf 47,2 Mio. Euro bzw. auf 58,7 Prozent der von 74,5 auf 80,5 Mio. Euro erhöhten Bilanzsumme (Vorjahr: 42,4 Mio. Euro bzw. 57,0 Prozent). Ein Großteil der Erhöhung der Bilanzsumme war dabei auf die Erstanwendung von IFRS 16 zurückzuführen.

Optimistische Prognose...

Als Zielsetzung für das laufende Jahr hat 3U eine Umsatzspanne von 58 bis 63 Mio. Euro genannt, auf deren Basis ein EBITDA von 10 bis 12 Mio. Euro und ein Nettogewinn von 2 bis 3 Mio. Euro erwirtschaftet werden sollen. In dem Ergebnisziel enthalten sind Erträge im niedrigen einstelligen Millionenbereich, die aus dem Verkauf von Vermögensgegenständen realisiert werden sollen. Neben einzelnen Windparks könnte es sich hierbei um weitere Immobilien sowie um Vorabverkäufe von Bestandteilen des Immobilienprojekts in Würzburg handeln.

...trotz Corona

Diese Prognose hat 3U ungeachtet der aktuellen Corona-Krise bestätigt und begründet dies mit mehreren Aspekten. Dazu gehört der Beitrag des Segments Erneuerbare Energien, der nicht nur von der aktuellen Entwicklung nahezu gänzlich unberührt bleibt, sondern auch dank der im Dezember getätigten Akquisition und der sehr guten Windverhältnisse im bisherigen Jahresverlauf auf neue Rekordwerte im ersten Quartal zusteuert. Auf dieser Basis rechnet 3U bei Annahme einer halbwegs normalen Windverfügbarkeit und Sonneneinstrahlung in den kommenden Monaten mit einem deutlichen Wachstum von Umsatz und Gewinn. Auch für den Telefoniebereich sieht 3U eher positive als negative Auswirkungen der Corona-Krise und berichtet von einer hohen Auslastung der Kapazitäten. weclapp und Selfio könnten ebenfalls grundsätzlich davon profitieren, dass Unternehmen ihre Aktivitäten verstärkt ins Homeoffice verlagern und dafür leistungsfähige Cloud-Lösungen benötigen (weclapp) bzw., dass die Restriktionen des stationären Handels für einen zusätzlichen Schub für den E-Commerce sorgen könnten (Selfio). Auch könnte Selfio von der höheren Zeitverfügbarkeit vieler Heimwerker profitieren. Andererseits bleibt abzuwarten, wie stark die negativen Einkommenseffekte die Nachfrage in diesem Bereich belasten werden. Auch können Corona-bedingte Störungen der Lieferkette und der Logistik gerade bei Selfio nicht ausgeschlossen werden. Auf Nachfrage konnte das Unternehmen aber bestätigen, bisher davon noch nicht betroffen zu sein. Auch bei weclapp sind negative Auswirkungen denkbar, wenn

Unternehmen aus dem Kundenbestand in Schwierigkeiten geraten sollten, doch grundsätzlich ist das Geschäft dank der Fokussierung auf wiederkehrende Einnahmen sehr stabil.

Hohe Investitionen geplant

Abzuwarten bleibt auch, ob es angesichts der Corona-Krise zu Verzögerungen in der Realisation der aktuellen Investitionspläne kommt. Größere Vorhaben sind bei 3U in vier Bereichen geplant, wovon dem Bau eines neuen Logistikstandorts für das SHK-Segment die höchste Priorität zukommt. Hierfür wurde Mitte März ein Grundstück in der Nähe von Koblenz erworben, auf dem bis 2021 für insgesamt 11 Mio. Euro ein Distributionszentrum errichtet werden soll. Noch nicht ganz klar ist hingegen, in welchem Umfang die Immobilienentwicklung in Würzburg durch die Bücher von 3U gehen wird. Die Entscheidung, welche Bestandteile der Entwicklung 3U selbst realisieren wird und welche schon früher verkauft werden, dürfte erst mit dem Abschluss der aktuellen Planungsphase feststehen. Schließlich spricht 3U im Geschäftsbericht von dem Ankauf eines weiteren Windparks, der bereits 2019 geplant worden ist und dieses Jahr finalisiert werden könnte. Weiterhin strebt 3U anorganisches Wachstum für weclapp an und befindet sich diesbezüglich nach eigenen Angaben in einem aktiven Anbahnungsprozess, dessen Ausgang aber noch offen ist.

Schätzungen vorsichtiger

Angesichts der Eigenschaften der von 3U verfolgten Geschäftsmodelle gehen wir ebenfalls davon aus, dass der Wachstumskurs auch 2020 trotz der Corona-Krise fortgesetzt werden kann. Allerdings haben wir die Wachstumsannahmen gegenüber dem bisherigen Ansatz reduziert. Unter anderem haben wir das für 2020 unterstellte Wachstumstempo von weclapp von zuvor 50 Prozent auf 25 Prozent halbiert, auch die Expansion von Selfio haben wir mit nun 10 Prozent vorsichtiger modelliert. Für den Umsatz von KlimaLevel haben wir ebenso wie für das restliche ITK-Segment einen zehnpromtigen Rückgang angenommen, wobei diese Annahme für das ITK-Segment schon vorher bestanden hatte. Im Segment Erneuerbare Energien

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	56,8	65,6	76,0	86,3	100,9	117,3	136,3	155,8
Umsatzwachstum		15,4%	15,8%	13,6%	17,0%	16,2%	16,2%	14,3%
EBIT-Marge	4,8%	10,0%	9,4%	8,6%	7,6%	8,5%	9,7%	10,5%
EBIT	2,7	6,6	7,1	7,5	7,7	9,9	13,2	16,4
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	2,0	2,1	2,2	2,3	3,0	3,9	4,9
NOPAT	1,9	4,6	5,0	5,2	5,4	7,0	9,2	11,5
+ 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	7,8	10,7	11,0	10,2	9,9	11,0	13,3	15,3
- 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	-2,9
Free Cashflow	-5,4	-3,3	8,0	7,0	6,6	7,5	9,6	11,5

haben wir hingegen die Umsatzerwartung etwas erhöht und rechnen nun mit einem Wachstum um 24 Prozent. Insgesamt kalkulieren wir somit für 2020 mit einem Umsatzzanstieg um 10 Prozent auf 56,8 Mio. Euro und liegen damit unterhalb der von 3U formulierten Zielsetzung. Anschließend haben wir vor allem für weclapp, aber auch für Selfio, einen Nachholeffekt unterstellt und die Expansionsraten für 2021 erhöht. Auf Konzernebene erwarten wir 2021 einen Umsatz von 65,6 Mio. Euro, der damit nur noch knapp 1 Mio. Euro unter der alten Schätzung liegt. Bis zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums unterstellen wir weiteres Wachstum auf 156 Mio. Euro, wobei wir hierbei keine anorganischen Effekte eingerechnet haben.

Gewinnerwartung für 2020 niedriger

Aus der niedrigeren Umsatzerwartung ergibt sich auch eine reduzierte Gewinnschätzung, die somit ebenfalls unterhalb der Unternehmens-Guidance liegt. Das EBITDA, das wir bisher auf 9,4 Mio. Euro taxiert hatten, erwarten wir nun bei 8,5 Mio. Euro. Unverändert ist darin ein Ergebnisbeitrag aus dem Verkauf von Assets in Höhe von 2 Mio. Euro enthalten. Für das EBIT erwarten wir nun einen Rückgang auf 2,7 Mio. Euro (bisher: 4,8 Mio. Euro), woraus sich nach Steuern und Minderheiten ein Jahresüberschuss von 0,9

Mio. Euro ergibt. Wie für den Umsatz, so unterstellen wir auch für die Margen anschließend eine deutlich höhere Dynamik und kalkulieren schon für 2021 wieder mit einer zweistelligen EBIT-Marge. Im Unterschied zu unseren bisherigen Schätzungen sind darin aber bereits weitere Erträge aus dem Projekt in Würzburg enthalten, die wir in Ermangelung konkreter Daten zunächst mit pauschalen Annahmen abgedeckt haben. Die hieraus resultierenden Erträge haben wir für den Zeitraum 2021 bis 2023 auf rund 10 Mio. Euro taxiert, denen aber dieses und nächstes Jahr zusätzliche Investitionen in vergleichbarer Höhe gegenüberstehen. Hierdurch sehen wir den Ansatz mit ausreichend Vorsicht versehen. Die Ziel-EBIT-Marge des Modells für das Jahr 2027 liegt nun bei 10,5 Prozent und damit ebenfalls etwas unter dem bisherigen Ansatz, was hauptsächlich auf die investitionsbedingt höheren Abschreibungen zurückzuführen ist. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden

Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 7,5 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,5 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,3, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 6,5 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent zugrunde liegen. Ebenso gleich geblieben sind die Annahmen für die Ermittlung des Terminal Value: Zur Risikoreduktion arbeiten wir mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2027 und setzen im Anschluss unverändert eine „ewige“ Wachstumsrate von 1 Prozent an.

Kursziel: 1,90 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals nach Minderheiten in Höhe von 65,3 Mio. Euro bzw. 1,91 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 1,90 Euro ableiten. Gegenüber unserem letzten Update hat sich das Kursziel aufgrund der nun vorsichtigeren Schätzungen etwas reduziert, doch in Relation zum aktuellen Kurs signalisiert es weiterhin

ein hohes Kurspotenzial von fast 40 Prozent. Unverändert stufen wir das Schätzrisiko ein und bewerten es weiterhin als leicht überdurchschnittlich, was wir mit der Vergabe von vier von sechs möglichen Punkten zum Ausdruck bringen.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 6,5 und 8,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 1,41 und 2,85 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	2,85	2,60	2,39	2,22	2,07
7,0%	2,50	2,30	2,13	1,99	1,87
7,5%	2,21	2,05	1,91	1,80	1,70
8,0%	1,97	1,84	1,72	1,63	1,54
8,5 %	1,76	1,66	1,56	1,48	1,41

Fazit

3U hat im letzten Jahr die Umsatz- und Gewinnziele erreicht und damit die positive Entwicklung der Vorjahre fortgesetzt. Die höchste Dynamik innerhalb des Konzerns erreichte einmal mehr der Software-Spezialist weclapp, der seinen Umsatz um die Hälfte gesteigert hat und dabei erneut hochprofitabel geblieben ist. Sehr erfreulich haben sich 2019 auch die Erträge des Segments Erneuerbare Energien entwickelt, während das SHK-Segment dank der E-Commerce-Tochter Selfio zwar wieder dynamisch gewachsen ist, aber wegen der hohen Logistikkosten ins Minus gerutscht ist.

Um diese Schwäche zu beseitigen, hat 3U kürzlich ein Grundstück erworben, auf dem bis 2021 ein neues Distributionszentrum errichtet werden soll. Allerdings bleibt abzuwarten, ob der Plan angesichts der aktuellen Corona-Krise verzögerungsfrei realisiert

werden kann. Dies gilt auch für die anderen Investitionspläne wie auch für die unternehmenseigenen Ziele für 2020, die weiteres Wachstum und mindestens stabile Ergebnisse beinhalten.

Wir haben für unsere Schätzungen einen vorsichtigeren Ansatz gewählt. Auch wir rechnen zwar mit steigenden Erlösen, doch haben wir das Tempo reduziert und ergebnisseitig einen Rückgang unterstellt. Hierdurch hat sich der von uns ermittelte faire Wert auf 1,90 Euro je Aktie reduziert, was aber gegenüber dem aktuellen Kurs weiterhin ein hohes Aufwärtspotenzial signalisiert. In Verbindung mit der ausgeprägten bilanziellen und finanziellen Solidität und der chancenreichen Positionierung sehen wir weiterhin ein überzeugendes Gesamtbild und bestätigen das Urteil „Buy“.

Anhang I: 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	52,7	60,3	57,0	54,8	53,2	52,1	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	41,1	37,8	35,1	32,3	29,8
II. UV Summe	34,8	33,6	36,2	40,4	43,8	46,9	50,7	55,5	60,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	46,5	45,5	48,4	50,6	53,0	55,3	59,2	64,5	71,1
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	27,5	33,9	32,3	30,9	29,6	27,9	25,7	23,0
2. Kurzfristiges FK	11,0	11,8	12,6	12,8	13,0	13,3	13,8	14,3	14,9
BILANZSUMME	80,5	86,3	96,6	97,4	98,6	100,1	102,8	106,6	111,2

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	56,8	65,6	76,0	86,3	100,9	117,3	136,3	155,8
Rohertrag	22,6	26,8	30,2	34,0	37,7	45,3	55,0	66,3	77,7
EBITDA	10,1	8,5	12,6	13,1	12,3	12,1	13,8	17,1	20,1
EBIT	5,5	2,7	6,6	7,1	7,5	7,7	9,9	13,2	16,4
EBT	4,7	1,7	5,5	5,9	6,3	6,5	8,7	11,9	15,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,4	1,2	3,8	4,1	4,4	4,6	6,1	8,4	10,8
JÜ	4,1	0,9	3,5	3,6	3,6	3,4	4,5	6,2	8,0
EPS	0,12	0,03	0,10	0,11	0,11	0,10	0,13	0,18	0,23

Anhang II: 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	6,7	9,5	9,7	8,9	8,5	9,4	11,6	13,7
CF aus Investition	9,2	-12,9	-13,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9
CF Finanzierung	-5,6	4,4	6,0	-3,7	-3,6	-3,6	-3,9	-5,2	-6,9
Liquidität Jahresanfa.	12,3	20,6	18,8	20,8	24,2	26,7	28,8	31,5	34,9
Liquidität Jahresende	20,6	18,8	20,8	24,2	26,7	28,8	31,5	34,9	38,9

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	7,2%	10,5%	15,4%	15,8%	13,6%	17,0%	16,2%	16,2%	14,3%
Bruttomarge	44,0%	47,2%	46,1%	44,8%	43,7%	44,9%	46,9%	48,6%	49,9%
EBITDA-Marge	19,6%	15,0%	19,1%	17,2%	14,3%	12,0%	11,8%	12,5%	12,9%
EBIT-Marge	10,7%	4,8%	10,0%	9,4%	8,6%	7,6%	8,5%	9,7%	10,5%
EBT-Marge	9,0%	3,0%	8,3%	7,8%	7,3%	6,5%	7,4%	8,7%	9,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,0%	1,7%	5,3%	4,7%	4,2%	3,4%	3,8%	4,5%	5,1%

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 31.03.2020 um 8:35 Uhr fertiggestellt und am 31.03.2020 um 8:55 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
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, 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 vorstehenden 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.