

19. November 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# 3U Holding AG

## Wachstumstempo und Marge bei weclapp weiter erhöht

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,06 € | Kursziel: 2,60 € (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

<b>Sitz:</b>	Marburg
<b>Branche:</b>	Software / E-Commerce
<b>Mitarbeiter:</b>	203
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005167902
<b>Ticker:</b>	UUU:GR
<b>Kurs:</b>	2,06 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	35,3 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	72,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	75,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	67,0 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	2,18 / 0,85 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	44,2 Tsd. Euro / Tag

3U hat den guten Eindruck des ersten Halbjahrs auch in den Sommermonaten bestätigt und ist trotz der Covid-19-Pandemie weiter gewachsen. Auf Neunmonatssicht resultieren daraus ein Umsatzwachstum um 16 Prozent auf 44,5 Mio. Euro, ein EBITDA-Anstieg um 45 Prozent auf 6,4 Mio. Euro und eine Erhöhung des Gewinns nach Steuern und Minderheiten um 323 Prozent auf 0,6 Mio. Euro. Umsatz- und Ergebnistreiber war einmal mehr die Software-Tochter weclapp, die im dritten Quartal ihr Expansionstempo auf fast 60 Prozent erhöht und in Summe der ersten neun Monate eine EBITDA-Marge von 35 Prozent erwirtschaftet hat. Im Unterschied zum ersten Halbjahr hat aber auch das SHK-Segment seine Profitabilität verbessert und erstmals seit Ende 2018 positiv zum Ergebnis beigetragen. Dies sehen wir als ein vielversprechendes Signal, zumal die wichtigste Maßnahme zur Profitabilitätsverbesserung in dieser Sparte, der Bau des neuen Distributionszentrums, frühestens ab Mitte 2021 ihre positive Wirkung entfalten wird. Nach den Q3-Zahlen hat 3U die eigene Prognose für das Gesamtjahr bestätigt, während wir unsere Annahmen bezüglich der Profitabilität etwas angehoben haben. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 2,60 Euro je Aktie und bekräftigen unser „Buy“-Rating.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	46,9	48,0	51,4	61,1	69,9	80,8
EBIT (Mio. Euro)	3,0	2,7	5,5	5,3	8,6	8,4
Jahresüberschuss	1,1	1,9	4,1	2,5	4,8	4,4
EpS	0,03	0,05	0,12	0,07	0,14	0,12
Dividende je Aktie	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04
Umsatzwachstum	7,2%	2,3%	7,2%	18,7%	14,5%	15,6%
Gewinnwachstum	65,4%	81,5%	111,7%	-39,6%	93,6%	-8,2%
KUV	1,55	1,52	1,41	1,19	1,04	0,90
KGV	68,3	37,6	17,8	29,5	15,2	16,6
KCF	10,9	122,3	15,5	15,4	5,2	6,8
EV / EBIT	25,3	27,9	13,7	14,2	8,8	9,0
Dividendenrendite	1,0%	1,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

## weclapp wächst um fast 60 %

Im dritten Quartal ist der 3U-Konzern um 10,4 Prozent auf 14,1 Mio. Euro gewachsen. In absoluten Zahlen entspricht das einem Umsatzzuwachs um 1,3 Mio. Euro, wovon 0,7 Mio. Euro (vor Konsolidierung) auf den Cloud-Software-Spezialisten weclapp entfielen, der seinen Quartalsumsatz um mehr als 58 Prozent auf 1,9 Mio. Euro steigern konnte. Deutlich gewachsen ist auch das Telekommunikationsgeschäft, das weiterhin von der höheren Nachfrage infolge der Covid-19-Pandemie profitiert. Insgesamt konnte dadurch der Quartalsumsatz des Segments ITK um fast 40 Prozent auf 4,5 Mio. Euro gesteigert werden.

## Abkühlung bei Selfio

Demgegenüber hat sich die Dynamik bei Selfio in den Sommermonaten merklich abgeschwächt. Nach einem Wachstum um 14 Prozent im ersten Halbjahr legten die Erlöse der E-Commerce-Tochter zwischen Juli und September im Vorjahresvergleich um lediglich knapp 4 Prozent auf 5,4 Mio. Euro zu. Für das gesamte Segment SHK hat sich dadurch im dritten Quartal ein leichter Umsatzrückgang um 1 Prozent ergeben. Das Unternehmen begründet dies mit der Konzentration auf höhermarginige Umsätze und berichtet von einer laufenden Optimierung des Angebots und der Vertriebskanäle. Auch in dem dritten Segment Erneuerbare Energien brachte das dritte Quartal wegen der unvorteilhaften Windverhältnisse eine Abkühlung der Wachstumsdynamik. Betrug das Wachstum in den ersten sechs Monaten noch 34 Prozent, waren es im Sommer nur noch 15 Prozent, die zudem ausschließlich auf die Erstkonsolidierung des Windparks Røge zurückzuführen waren. Bereinigt um diesen Effekt lag der Segmentumsatz zwischen Juli und September knapp 4 Prozent unter Vorjahr.

## Konzernumsatz +16 %

Doch die Schwankungen der Windverhältnisse sind nicht ungewöhnlich und gleichen sich über mehrere Perioden aus. Kumuliert über die drei ersten Quartale war der Umsatz des Segments Erneuerbare Energien dementsprechend organisch stabil (+1 Prozent), inklusive des Konsolidierungseffekts wurde ein Umsatzwachstum um fast 30 Prozent ausgewiesen. Auch das

SHK-Segment kann für die Summe der ersten neun Monate ein Wachstum um 6,5 Prozent vorweisen (Selfio: 10,5 Prozent). Im ITK-Segment addiert sich die seit Jahresanfang durchgehend hohe Dynamik zu einem Umsatzwachstum um 35 Prozent auf 13,0 Mio. Euro. Der konsolidierte Konzernumsatz legte dementsprechend in den ersten neun Monaten um 16,4 Prozent auf 44,5 Mio. Euro zu.

Geschäftszahlen	9M 2019	9M 2020	Änderung
Umsatz	38,21	44,49	+16,4%
ITK	9,64	12,99	+34,7%
Erneuerbare Energie	5,52	7,12	+29,1%
SHK	22,49	23,95	+6,5%
Rohrertrag*	18,59	22,32	+20,1%
Rohmarge*	48,6%	50,2%	
EBITDA	4,42	6,43	+45,3%
ITK	1,92	3,66	+90,2%
Erneuerbare Energie	4,35	5,61	+29,0%
SHK	-0,14	-0,38	-
EBITDA-Marge	11,6%	14,5%	
ITK	19,9%	28,1%	
Erneuerbare Energie	78,7%	78,7%	
SHK	-0,6%	-1,6%	
EBIT	0,90	2,59	+188,4%
ITK	1,46	3,08	+110,4%
Erneuerbare Energie	2,07	2,99	+44,5%
SHK	-0,36	-0,70	-
EBIT-Marge	2,4%	5,8%	
Vorsteuerergebnis	0,33	2,12	+541,8%
Vorsteuermarge	0,9%	4,8%	
Nettoergebnis	0,14	0,60	+323,9%
Netto-Marge	0,4%	1,4%	

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

## SHK-Rohmarge in Q3 deutlich besser

Die Verschiebung der Umsatzgewichte zu den marginstärkeren Segmenten ITK und Erneuerbare Energien sowie innerhalb des Ersteren in Richtung we-

clapp trug im dritten Quartal zu einer deutlichen Verbesserung der Konzernrohmarginen bei, die sich im Vorjahresvergleich um 3,8 Prozentpunkte auf 49,5 Prozent erhöhte. Im Unterschied zu den Vorquartalen konnte diesmal aber auch die Rohmarginen im SHK-Segment verbessert werden. Mit 26,4 Prozent wurden sowohl der Vorjahreswert (23,8 Prozent) als auch das Niveau des ersten Halbjahrs (22,0 Prozent) deutlich übertroffen. Auch wenn unterjährige Schwankungen in Abhängigkeit vom Umsatzmix normal sind, sind in dieser Entwicklung nach Unternehmensangaben bereits die ersten Erfolge des im Frühjahr beschlossenen Effizienzsteigerungsprogramms im SHK-Segment sichtbar. Dazu gehören unter anderem ein höherer Anteil von Eigenmarken (die wegen des niedrigeren Preisniveaus zwar das Umsatzwachstum dämpfen, aber höhere Margen ermöglichen), Änderungen beim Einkauf sowie eine Optimierung der Vertriebskanäle zulasten von fremden Marktplätzen. In Summe der ersten neun Monate ist der Effekt allerdings noch nicht sichtbar, hier wurde für das SHK-Segment noch eine von 23,6 auf 23,4 Prozent leicht gesunkene Rohmarginen ausgewiesen. Demgegenüber erhöhte sich die Konzernrohmarginen im Neunmonatszeitraum aufgrund der verschobenen Umsatzgewichte um 1,6 Prozentpunkte auf 50,2 Prozent, woraus sich ein zum Umsatz überproportionaler Anstieg des Rohertrages um 20 Prozent auf 22,3 Mio. Euro ergab.

### Kostenanstieg deutlich gebremst

In Relation dazu blieb der Anstieg des Personalaufwands (+14,2 Prozent auf 9,8 Mio. Euro) und insbesondere der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+9,1 Prozent auf 6,1 Mio. Euro) deutlich unterproportional. Auch diesbezüglich gab es isoliert betrachtet im dritten Quartal eine weitere Verbesserung mit einer Abnahme des Kostenanstiegs auf 10,9 Prozent beim Personal und nur noch 1,2 Prozent bei den SBA. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen diesen Punkt mit der allgemeinen Kostendisziplin, die aber zu Jahresanfang im Bereich der SBA durch einmalige Sonderkosten etwas überdeckt und nun erstmals deutlich sichtbar wurde.

### Konzern-EBT steigt um 542 Prozent

Durch den unterproportionalen Kostenanstieg konnte das EBITDA sowohl auf Quartalsbasis (+82 Prozent auf 1,7 Mio. Euro) als auch auf Neunmonatsbasis (+45 Prozent auf 6,4 Mio. Euro) deutlich verbessert werden. Bei einem moderaten Anstieg der Abschreibungen und einer rückläufigen Belastung durch das Finanzergebnis fiel das Wachstum beim EBIT und beim Vorsteuerergebnis noch stärker aus. In Summe der ersten drei Quartale wurde das EBIT auf 2,6 Mio. Euro nahezu verdreifacht, während sich das EBT-Wachstum sogar auf 542 Prozent auf 2,1 Mio. Euro belaufen hat. Nach Steuern, die sich wegen der teilweisen Erschöpfung der bisher vorhandenen Verlustvorträge von 50 Tsd. Euro im Vorjahr auf 0,8 Mio. Euro vervielfacht haben (zudem gab es im Vorjahr im ITK-Segment eine Steuererstattung), und Minderheitsanteilen, die wegen des wachsenden Gewinnbeitrags von weclapp sowie der Erstkonsolidierung des Windparks Roge ebenfalls deutlich zugelegt haben (+400 Prozent auf 0,7 Mio. Euro), konnte 3U für den Neunmonatszeitraum einen Gewinn von 0,6 Mio. Euro erzielen, ein Plus von 324 Prozent zum Vorjahr.

### SHK dreht ins Plus

Damit wurde auch separat in dem saisonal schwächeren dritten Quartal erstmals seit der Ausrichtung auf das aktuelle Geschäftsmodell ein positives Vorsteuerergebnis ausgewiesen (+0,3 Mio. Euro; Vorjahr: -0,4 Mio. Euro). Besonders erfreulich hieran ist, dass im dritten Quartal das SHK-Segment beim EBITDA ins Plus gedreht ist und auch beim EBIT eine schwarze Null ausweisen konnte. Nach sechs defizitären Quartalen in Folge ist das ein gutes Zeichen, zumal die positiven Effekte des im Bau befindlichen neuen Distributionszentrums erst im nächsten Jahr zum Tragen kommen.

### Cashflow deutlich erhöht

Deutlich verbessert hat sich im dritten Quartal auch der operative Cashflow, der um zwei Drittel auf 1,6 Mio. Euro geklettert ist. In Summe der ersten neun Monate weist die Kapitalflussrechnung hingegen noch eine Abnahme um 15 Prozent auf 2,6 Mio. Euro

aus, was aber die tatsächlich positive Entwicklung des Cashflow nicht korrekt wiedergibt. 3U hat nämlich im ersten Halbjahr Goldbestände im Wert von 3 Mio. Euro erworben, um negative Zinsen zu vermeiden und sich gegen etwaige Verwerfungen der Finanzmärkte abzusichern. Bereinigt um diesen Effekt, der sich in einem entsprechenden Anstieg der sonstigen Vermögensgegenstände niedergeschlagen hat, hat sich der operative Cashflow der ersten drei Quartale um 85 Prozent (auf 5,6 Mio. Euro) und damit noch stärker als das EBITDA erhöht. Einen deutlichen Anstieg gab es bei den investitionsbedingten Auszahlungen, in denen sich immer deutlicher der Bau des neuen Distributionszentrums widerspiegelt. Der Investitions-Cashflow belief sich auf -4,6 Mio. Euro, so dass der berichtete Free-Cashflow (ohne Korrektur um den Goldkauf) auf -2,1 Mio. Euro ins Minus drehte. Unter Hinzurechnung des Finanzierungs-Cashflows (+1,6 Mio. Euro) und eines konsolidierungsbedingten Liquiditätszugangs in Höhe von 0,5 Mio. Euro hat sich die bilanzielle Liquidität (ohne die Goldbestände) seit Jahresanfang aber nicht verändert und beträgt weiterhin 17,5 Mio. Euro.

### Nettoliquidität und hohe Eigenkapitalquote

Trotz der erhöhten Investitionen und der dazu aufgenommenen Kredite übersteigt die Liquidität – auch ohne Berücksichtigung der Goldbestände – weiterhin die Finanzverbindlichkeiten um 0,9 Mio. Euro. Auch die Eigenkapitalausstattung ist nach wie vor äußerst solide. Das Eigenkapital betrug per Ende September 49,8 Mio. Euro und lag damit um fast 20 Prozent über dem Vorjahrestand. Die Eigenkapitalquote liegt weiter stabil bei rund 57 Prozent.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Neunmonatszahlen und trotz der erneuten Zuspitzung der Corona-Krise hat 3U die Prognose für das laufende Jahr bestätigt. Demnach strebt das Unternehmen ein Umsatzwachstum auf 58 bis 63 Mio. Euro (Vorjahr: 51,4 Mio. Euro), ein mindestens stabiles EBITDA zwischen 10 und 12 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis von 2 bis 3 Mio. Euro

an. Wie weit oben das Ergebnis innerhalb der Zielspanne ausfallen wird, hängt davon ab, ob es gelingt, den Ende Juni vereinbarten Verkauf der fremdvermieteten Teile der Liegenschaft Adelebsen, wo der Solarpark des Segments Erneuerbare Energien angesiedelt ist, noch im laufenden Jahr abzuschließen, bzw., welche weiteren Asset-Verkäufe noch realisiert werden. In Adelebsen sorgen nach Unternehmensangaben die erforderlichen Neuvermessungen und Neueintragungen ins Kataster sowie ins Grundbuch für Verzögerungen, doch die Ergebniszielspanne will 3U unabhängig von der Umsatzwirksamkeit dieser Transaktion erreichen.

### Schätzungen angehoben

Nach den Q3-Zahlen haben wir unsere Schätzungen an mehreren Stellen angepasst. Die Änderung mit dem wichtigsten Effekt ist sicherlich die Anhebung der Schätzwerte bezüglich weclapp. Hier hatten wir noch mit einer Corona-bedingten Verlangsamung des Wachstums auf 40 Prozent gerechnet, was nach der erneuten Beschleunigung im dritten Quartal auf 58 Prozent nicht mehr wahrscheinlich ist. Stattdessen erwarten wir von weclapp für das Gesamtjahr nun ein Umsatzwachstum um 50 Prozent, das somit immer noch unter der Wachstumsrate der ersten neun Monate läge. Ebenso angehoben haben wir die Erlöse für das Telekommunikationsgeschäft, dessen Abkühlung nach dem Corona-Schub im Frühjahr deutlich schwächer ausgefallen ist als von uns antizipiert. Etwas vorsichtiger taxieren wir hingegen nun die Erlöse aus den Windparks und tragen damit der unterdurchschnittlichen Windverfügbarkeit in den Quartalen zwei und drei Rechnung. Für Selfio unterstellen wir unverändert ein Umsatzwachstum um 10 Prozent und damit einen Wert auf dem Niveau der Monate Januar bis September. Insgesamt hat sich hieraus eine leicht erhöhte Umsatzschätzung von nun 61,1 Mio. Euro ergeben (bisher: 59,7 Mio. Euro). Da die Anhebung aber in dem mit Abstand wachstumsstärksten Bereich erfolgt ist und wir die Wachstumsraten für die Folgejahre nicht angepasst haben, hat sich der gesamte Umsatzpfad erneut leicht nach oben verschoben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2027 rechnen wir nun mit Konzernernlösen von 168 Mio. Euro (bisher: 163 Mio. Euro).

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	61,1	69,9	80,8	91,9	107,7	125,7	146,5	168,0
Umsatzwachstum		14,5%	15,6%	13,7%	17,2%	16,6%	16,6%	14,7%
EBIT-Marge	8,7%	12,3%	10,4%	9,9%	9,1%	9,9%	11,0%	11,8%
<b>EBIT</b>	<b>5,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>	<b>12,5</b>	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,6	2,6	2,5	2,7	2,9	3,7	4,8	5,9
<b>NOPAT</b>	<b>3,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>8,8</b>	<b>11,3</b>	<b>13,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	5,0	6,0	5,9	4,8	4,4	3,9	3,9	3,6
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>8,8</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>15,3</b>	<b>17,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	-3,4	2,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-13,3	-8,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>-7,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>13,7</b>

## Operative Marge angehoben

Aus der Anhebung der weclapp-Umsätze ergibt sich ein positiver Ergebniseffekt, der dadurch verstärkt wird, dass wir auch die EBITDA-Marge des Software-Spezialisten, die im Neunmonatszeitraum auf bemerkenswerte 35 Prozent geklettert war, für dieses Jahr auf 30 Prozent angehoben haben. Darüber hinaus haben wir die Rohmarge im SHK-Segment etwas erhöht. Auf der anderen Seite haben wir die Ertragswirksamkeit des Grundstücksverkaufs in Adelebsen aus Vorsicht in das nächste Jahr verschoben. Da wir aber davon ausgehen, dass 3U dieses Jahr noch weitere – kleinere – Asset-Verkäufe realisieren wird, haben wir weiterhin einen positiven Ergebnisbeitrag aus solchen Transaktionen in Höhe von 1 Mio. Euro unterstellt. Bisher hatten wir diesbezüglich 3 Mio. Euro angenommen. Auf die EBITDA-Schätzung für dieses Jahr haben sich diese Änderungen in Summe kaum ausgewirkt. Wir erwarten 10,3 Mio. Euro, die aber im Unterschied zur bisherigen Schätzung zu einem größeren Anteil operativ, also ohne Asset-Verkäufe, erwirtschaftet werden. Wie auch beim Umsatz, haben sich die erhöhten weclapp-Schätzungen positiv auf die Marge der nächsten Jahre ausgewirkt, die von einem höheren Umsatzbeitrag dieses hochprofitablen Softwarespezialisten profitiert. Die Zielmarge für das Konzern-EBITDA sehen wir nun bei 14,0 Prozent und für das

EBIT bei 11,8 Prozent (bisher: 13,6 resp. 11,3 Prozent). 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: 2,60 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals nach Minderheiten in Höhe von 91,2 Mio.

Euro bzw. 2,58 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 2,60 Euro ableiten (bisher: 2,40 Euro). Die Erhöhung ist vor allem der Anhebung der Schätzwerte für weclapp geschuldet. Für die 3U-Aktie, die in den letzten Wochen ihren Aufwärtstrend fortgesetzt und ein neues Mehrjahreshoch erklommen hat, sehen wir folglich weiteres Kurspotenzial von rund 25 Prozent. Unverändert stufen wir dabei das Schätzrisiko als leicht überdurchschnittlich ein, was wir mit der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) 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 1,97 und 3,73 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,5%	3,73	3,41	3,16	2,94	2,76
7,0%	3,30	3,05	2,84	2,67	2,52
7,5%	2,95	2,75	2,58	2,44	2,31
8,0%	2,66	2,49	2,36	2,23	2,13
8,5 %	2,41	2,28	2,16	2,06	1,97

## Fazit

Wie schon im ersten Halbjahr, zeigten sich bei der 3U Holding auch im dritten Quartal kaum Bremsspuren infolge der Covid-19-Pandemie. Stattdessen profitiert die Gruppe von einer Sonderkonjunktur im Telekommunikationsgeschäft. Vor allem aber blieb die Dynamik bei weclapp unverändert hoch. In Summe konnte der Quartalsumsatz um 10 Prozent gesteigert werden, während das Quartals-EBITDA um mehr als 80 Prozent auf 1,7 Mio. Euro zugelegt hat. Nach neun Monaten weist 3U somit ein Umsatzwachstum um 16 Prozent auf 44,5 Mio. Euro, ein EBITDA-Plus um 45 Prozent auf 6,4 Mio. Euro und einen mehr als vervierfachen Periodengewinn von 0,6 Mio. Euro aus.

Auf dieser Grundlage hat das Management die eigene Prognose für das Gesamtjahr bestätigt und strebt ein Umsatzwachstum auf 58 bis 63 Mio. Euro, ein mindestens stabiles EBITDA zwischen 10 und 12 Mio. Euro sowie ein Nettoergebnis von 2 bis 3 Mio. Euro an.

Die hohe Profitabilität im dritten Quartal, die auch in dem diesbezüglich zuletzt schwachen SHK-Segment eine Verbesserung zeigte, haben wir zum Anlass genommen, unsere Schätzungen erneut anzuheben. Dabei haben wir die absolute EBITDA-Schätzung für 2020 zwar weitgehend unverändert gelassen, doch beruht sie nun zu einem deutlich größeren Teil auf operativen Erträgen, während wir den erwarteten Ergebnisbeitrag von Asset-Verkäufen reduziert haben.

Die somit erhöhten Annahmen bezüglich der operativen Margen wirken sich auch auf die nächsten Jahre aus und haben sich in einem Anstieg des von uns ermittelten fairen Wertes auf 2,60 Euro je Aktie niedergeschlagen. Damit sehen wir für die 3U-Aktie trotz der zuletzt sehr starken Performance weiter signifikantes Aufwärtspotenzial und bestätigen unser „Buy“-Urteil. Das Unternehmen befindet sich in einem intakten Wachstumstrend, der unseres Erachtens mit dem wachsenden Gewicht von weclapp in Zukunft eine immer deutlichere Ausprägung annehmen dürfte.

# 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	45,7	54,0	61,6	58,4	56,2	54,6	53,6	52,7	52,0
1. Immat. VG	2,6	3,0	3,4	3,8	4,1	4,5	4,8	5,1	5,4
2. Sachanlagen	38,7	45,2	51,1	46,1	42,3	38,9	36,2	33,5	31,1
II. UV Summe	34,8	34,8	40,0	44,1	48,0	51,6	56,0	61,5	67,8
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	46,5	47,4	50,1	52,6	55,7	59,0	63,9	70,5	78,6
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	28,1	32,3	30,5	28,8	27,2	25,1	22,4	19,1
2. Kurzfristiges FK	11,0	11,8	12,5	12,7	12,9	13,2	13,7	14,3	14,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>80,5</b>	<b>88,8</b>	<b>96,6</b>	<b>97,5</b>	<b>99,2</b>	<b>101,2</b>	<b>104,6</b>	<b>109,2</b>	<b>114,8</b>

## 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	61,1	69,9	80,8	91,9	107,7	125,7	146,5	168,0
Rohertrag	22,6	31,1	33,3	37,7	42,3	51,1	62,5	75,7	89,2
EBITDA	10,1	10,3	14,6	14,3	14,0	14,2	16,3	20,1	23,5
EBIT	5,5	5,3	8,6	8,4	9,1	9,8	12,5	16,2	19,8
EBT	4,7	4,3	7,5	7,3	8,1	8,7	11,4	15,1	19,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,4	3,0	5,2	5,1	5,7	6,1	8,0	10,6	13,4
JÜ	4,1	2,5	4,8	4,4	4,6	4,6	5,9	7,9	10,0
EPS	0,12	0,07	0,14	0,12	0,13	0,13	0,17	0,22	0,28



## 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	4,7	13,9	10,6	10,1	9,9	11,2	13,7	16,1
CF aus Investition	9,2	-13,3	-8,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0
CF Finanzierung	-5,6	5,0	2,2	-4,6	-4,4	-4,6	-5,1	-6,7	-8,6
Liquidität Jahresanfa.	12,3	20,6	17,0	24,4	27,8	30,7	33,3	36,5	40,6
Liquidität Jahresende	20,6	17,0	24,4	27,8	30,7	33,3	36,5	40,6	45,1

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	7,2%	18,7%	14,5%	15,6%	13,7%	17,2%	16,6%	16,6%	14,7%
Bruttomarge	44,0%	51,0%	47,6%	46,6%	46,0%	47,5%	49,7%	51,7%	53,1%
EBITDA-Marge	19,6%	16,9%	20,8%	17,7%	15,2%	13,2%	13,0%	13,7%	14,0%
EBIT-Marge	10,7%	8,7%	12,3%	10,4%	9,9%	9,1%	9,9%	11,0%	11,8%
EBT-Marge	9,0%	7,0%	10,7%	9,0%	8,8%	8,1%	9,0%	10,3%	11,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,0%	4,0%	6,8%	5,4%	5,0%	4,3%	4,7%	5,4%	6,0%

# 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 19.11.2020 um 15:25 Uhr fertiggestellt und am 19.11.2020 um 15:35 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
13.10.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3), 4)
18.08.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3)
14.05.2020	Buy	2,05 Euro	1), 3)
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, 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.