

18. März 2021
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



3U Holding AG

Starker Endspurt in 2020

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,64 € | Kursziel: 3,00 € (zuvor: 2,60 €)

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:	203
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	2,64 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	35,3 Mio. Stück
Market-Cap:	93,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	86,4 Mio. Euro
Free Float:	67,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	2,78 / 0,95 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	46,9 Tsd. Euro / Tag

Die 3U Holding hat mit den vorläufigen Zahlen für das letzte Geschäftsjahr überzeugt. Trotz der Pandemie konnte 3U die erfolgreiche Entwicklung der letzten Jahre fortsetzen, den Umsatz um knapp 19 Prozent auf 61,1 Mio. Euro steigern und das EBITDA um 14 Prozent auf 11,6 Mio. Euro erhöhen. Das Nettoergebnis ist zwar um 20 Prozent gesunken, doch mit 3,3 Mio. Euro wurde die angekündigte Zielspanne sogar übertroffen. Da der Gewinn des Vorjahrs in einem deutlich größeren Umfang von Einmalerträgen aus dem Verkauf von Assets profitiert hatte, wurde somit die Ergebnisqualität aus dem laufenden Geschäft weiter verbessert. Verantwortlich dafür ist vor allem das unverändert rasante und hochprofitable Wachstum der Software-Tochter weclapp, die nach einer weiteren Beschleunigung im vierten Quartal im Gesamtjahr 2020 um 57 Prozent gewachsen ist. Auch der E-Commerce-Spezialist Selfio konnte letztes Jahr kräftig zulegen, obwohl ab der Jahresmitte die marginorientierte Optimierung des Sortiments und der Vertriebskanäle die Dynamik etwas gedämpft hat. Diese Bestrebungen dürften den Selfio-Umsatz zugunsten einer verbesserten Profitabilität auch im laufenden Jahr noch etwas bremsen, während weclapp auch 2021 um mindestens 50 Prozent zulegen soll.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	48,0	51,4	61,1	59,5	68,6	77,0
EBIT (Mio. Euro)	2,7	5,5	6,6	6,4	7,6	8,2
Jahresüberschuss	1,9	4,1	3,3	3,5	4,0	4,1
EpS	0,05	0,12	0,09	0,10	0,11	0,12
Dividende je Aktie	0,03	0,04	0,05	0,05	0,06	0,07
Umsatzwachstum	2,3%	7,2%	18,7%	-2,6%	15,3%	12,2%
Gewinnwachstum	81,5%	111,7%	-19,6%	7,4%	12,8%	2,5%
KUV	1,94	1,81	1,53	1,57	1,36	1,21
KGV	48,2	22,8	28,3	26,4	23,4	22,8
KCF	156,7	19,9	30,5	7,8	9,7	10,4
EV / EBIT	31,9	15,7	13,2	13,4	11,4	10,6
Dividendenrendite	1,1%	1,5%	1,8%	1,9%	2,1%	2,7%

ITK-Segment treibt Konzernwachstum

Der 3U-Konzern hat im letzten Jahr erfolgreich der Corona-Pandemie getrotzt und den seit 2017 anhaltenden Wachstumskurs fortgesetzt. Der Konzernumsatz erreichte 61,1 Mio. Euro und übertraf damit den Vorjahreswert um 18,7 Prozent. Die Unternehmensprognose (58 bis 63 Mio. Euro) wurde damit ebenso erreicht wie unsere Schätzung, die sogar punktgenau getroffen wurde. Wachstumstreiber des Konzerns war das ITK-Segment, dessen Erlöse um 37 Prozent auf 19,3 Mio. Euro geklettert sind. Dazu beigetragen hat einmal mehr der Cloud-Software-Spezialist weclapp, der nach einer weiteren Beschleunigung zum Jahresende (Quartalsumsatz in Q4: +64 Prozent) im Gesamtjahr um 57 Prozent auf 7,3 Mio. Euro gewachsen ist. Anders als in den Vorjahren, konnte aber auch das Telekommunikationsgeschäft, das von der höheren Nachfrage infolge der Covid-19-Pandemie profitierte, deutlich wachsen. In absoluten Zahlen dürften sich die Erlöse in diesem Bereich (vor Konsolidierung) um rund 2,6 Mio. Euro und damit genauso stark wie bei weclapp erhöht haben.

Positiver Konsolidierungseffekt

Auch der Umsatz im Segment Erneuerbare Energien ist 2020 deutlich, um 1,9 Mio. Euro bzw. 26 Prozent auf 9,1 Mio. Euro, gewachsen. Allerdings dürfte dieses Wachstum nach unseren Berechnungen ausschließlich auf die Erstkonsolidierung des Windparks Roge zurückzuführen sein, der bereits nach neun Monaten 1,5 Mio. Euro zu den Erlösen beigetragen hatte.

Starker Endspurt bei Selfio

Zweistelliges Wachstum verzeichnete auch die E-Commerce-Tochter Selfio, deren Umsatz sich um 15 Prozent auf 23,7 Mio. Euro erhöht hat. Damit hat die Dynamik, die noch im Sommer unter anderem wegen der Konzentration auf höhermarginige Umsätze und der margensorientierten Optimierung der Vertriebskanäle spürbar nachgelassen hatte, im Schlussvierteljahr wieder spürbar angezogen. Gegenüber einer Wachstumsrate von 10,5 Prozent nach neun Monaten errechnet sich für die Monate Oktober bis Dezember eine Erlössteigerung um 27,5 Prozent. Mit dem Wachstum von Selfio konnte auch der Umsatzrückgang im übri-

gen SHK-Segment mehr als kompensiert werden, sodass der Spartenumsatz im Gesamtjahr 2020 um 9 Prozent auf dann 33,1 Mio. Euro geklettert ist.

Geschäftszahlen	GJ 2019	GJ 2020	Änderung
Umsatz	51,45	61,05	+18,7%
ITK	14,1	19,3	+37,2%
Erneuerbare Energie	7,2	9,1	+26,0%
SHK	30,4	33,1	+9,0%
Selfio	20,6	23,7	+15,0%
Weclapp	4,6	7,3	+57,2%
EBITDA	10,10	11,55	+14,4%
ITK	2,8	5,0	+79,0%
Erneuerbare Energie	4,9	8,8	+79,4%
SHK	-0,1	1,1	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>19,6%</i>	<i>18,9%</i>	
ITK	<i>19,9%</i>	<i>25,9%</i>	
Erneuerbare Energie	<i>67,9%</i>	<i>96,7%</i>	
SHK	<i>-0,3%</i>	<i>3,3%</i>	
Nettoergebnis	4,09	3,27	-20,1%
<i>Netto-Marge</i>	<i>8,0%</i>	<i>5,4%</i>	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

Zwei Asset-Verkäufe mit starkem Ergebniseffekt

Auf der Grundlage der höheren Umsätze konnte 3U auch das EBITDA steigern. Mit einem Plus von 14,4 Prozent auf 11,6 Mio. Euro wurde dabei ein Wert am oberen Ende der ausgegebenen Zielspanne von 10 bis 12 Mio. Euro erreicht, unsere Schätzung von 10,3 Mio. Euro hat sich sogar als zu vorsichtig erwiesen. Dies ist umso bemerkenswerter, als im Vorjahreswert ein Betrag von 5 Mio. Euro aus dem Verkauf der Firmenzentrale enthalten war, der 2020 erst kompensiert werden musste. Wie angekündigt, hat 3U zwar auch im letzten Jahr Erträge aus Asset-Verkäufen generiert, doch beliefen sich diese mit 2,8 Mio. Euro nur auf etwas mehr als die Hälfte des Vorjahresbetrages. Konkret wurden noch kurz vor dem Jahreswechsel ein Windpark mit einer Kapazität von 6,6 MW und die 75-prozentige Beteiligung an der ClimateLevel Energie-

systeme GmbH, die nicht mehr zum strategischen Kern des Konzerns gehörte, veräußert. Demgegenüber wurde der bereits Ende Juni 2020 vereinbarte Verkauf der fremdvermieteten Teile der Liegenschaft Adelebsen, wo der Solarpark des Segments Erneuerbare Energien angesiedelt ist, erst im laufenden ersten Quartal 2021 vollzogen und damit ertragswirksam, was der Vorstand mit umfangreichen Neuvermessungen und Neueintragungen ins Kataster begründet.

Gewinnziel leicht übertroffen

Das vorläufige Nettoergebnis nach Steuern und Minderheitsanteilen beziffert 3U auf 3,3 Mio. Euro, womit sowohl die eigene Prognose (2 bis 3 Mio. Euro) als auch unsere Schätzung (2,5 Mio. Euro) übertroffen wurden. Gegenüber dem Vorjahr (4,1 Mio. Euro) ist der Gewinn allerdings – ankündigungs- und erwartungsgemäß – gesunken, was auf die höheren Abschreibungen im Zusammenhang mit der Erstkonsolidierung des Windparks Rogge sowie auf den höheren Anteil von Minderheitsgesellschaftern am Konzernergebnis zurückzuführen ist.

Free-Cashflow ausgeglichen

Bezüglich der Kapitalflussrechnung berichtet 3U von einem ausgeglichenen Free-Cashflow, in den ein hoher operativer Cash-Überschuss und ein gleich hoher negativer Saldo im Investitions-Cashflow eingeflossen sind. Der Letztgenannte enthält einerseits die Auszahlungen für die neue Logistikzentrale in Koblenz (rund 9 Mio. Euro) und andererseits die Zuflüsse aus dem Verkauf des Windparks und der ClimaLevel-Beteiligung. Wie schon in den Zwischenberichten, wird der operative Cashflow allerdings um 3 Mio. Euro zu niedrig ausgewiesen, weil der Kauf von Goldbeständen im Wert von 3 Mio. Euro, in denen 3U die freie Liquidität zur Vermeidung von Negativzinsen geparkt hat, nach IFRS als Erhöhung der sonstigen Forderungen und Vermögensgegenstände Cashflow-mindernd zu erfassen ist.

Nettoliiquidität erhöht

Da der Verkauf des Windparks auch mit dem Abgang der darauf lastenden Bankkredite verbunden war, hat sich die Nettoliiquidität deutlich stärker verbessert, als

es die Entwicklung des Free-Cashflow vermuten lässt. Konkret konnte die Nettoliiquiditätsposition, die erst 2019 erstmals ins Plus gewechselt war, 2020 auf 9,3 Mio. Euro mehr als verdreifacht werden. Auch die Eigenkapitalquote hat sich weiter verbessert und ist um fast 3 Prozentpunkte auf 60,5 Prozent gestiegen.

Dividende steigt erneut

Die robuste Gewinnentwicklung sowie die komfortable bilanzielle und finanzielle Ausstattung will 3U nutzen, um die Dividende, die seit 2016 jedes Jahr um einen Cent pro Aktie erhöht worden ist, auch für 2020 im gleichen Tempo aufzustocken und 5 Cent je Aktie auszuschütten.

Positiver Ausblick

Die positive Entwicklung will 3U auch im laufenden Jahr fortsetzen, was der Management-Prognose für 2021 allerdings erst auf den zweiten Blick zu entnehmen ist. Die beiden Asset-Verkäufe (Windpark Lüdersdorf und ClimaLevel) sorgen nämlich für einen negativen Konsolidierungseffekt von 8,2 Mio. Euro beim Konzernumsatz und von 1,3 Mio. Euro beim EBITDA. Da diese Abgänge durch das Wachstum der anderen Konzernteile kompensiert werden müssen, bewegen sich die Zielspannen für Umsatz und Ergebnis in der Nähe der Werte aus 2020. Konkret strebt 3U einen Umsatz von 58 bis 63 Mio. Euro, ein EBITDA von 11 bis 13 Mio. Euro und ein Nettoergebnis nach Minderheiten von 2 bis 4 Mio. Euro an. Bereinigt um die Konsolidierungseffekte bedeuten diese Zahlen aber hohe organische Zuwächse, die sich beim Umsatz auf 11,5 bis 21,1 Prozent und beim EBITDA auf 6,3 bis 20,5 Prozent belaufen.

weclapp-Internationalisierung nimmt Fahrt auf

Vor allem weclapp soll die hohe Dynamik beibehalten und erneut um 50 Prozent auf 11,0 Mio. Euro Umsatz zulegen. Neben der weiteren Durchdringung des heimischen Marktes soll dazu im laufenden Jahr erstmals auch der Internationalisierungskurs einen kleinen Beitrag leisten. Einen wichtigen Zwischenschritt konnte der Softwarespezialist im Januar mit dem Abschluss einer Kooperation mit Infominds Group, ei-

nem italienischen ERP-Anbieter, vollziehen. Da diesem ein eigenes Cloud-Produkt im Sortiment fehlt, werden die Italiener in Zukunft die weclapp-Software vermarkten. Da nach Unternehmensangaben die Elemente des erfolgreichen Onlinemarketings für den italienischen Markt bereits adaptiert worden sind und eine Anpassung der Software an die länderspezifischen Anforderungen nur im geringen Umfang erforderlich und bereits in der Umsetzung ist, erwartet 3U von der Kooperation schon für dieses Jahr einen Umsatzbeitrag im niedrigen sechsstelligen Bereich. Als nächste Internationalisierungsziele nennt das Unternehmen Spanien und Frankreich, darüber hinaus berichtet der Vorstand von fortgeschrittenen Gesprächen mit möglichen Übernahmekandidaten

Logistikumzug im SHK-Segment

Deutlich zurückhaltender als in der Vergangenheit ist hingegen die Unternehmensprognose bezüglich der diesjährigen Umsatzentwicklung der E-Commerce-Tochter Selfio, für die lediglich ein Wachstum um 10 Prozent auf rund 25 Mio. Euro in Aussicht gestellt wird. Zum Vergleich: im Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2020 ist Selfio rund 35 Prozent p.a. gewachsen. Auf Nachfrage begründet das Unternehmen diese Vorsicht mit zwei Faktoren. Erstens befindet sich Selfio derzeit noch im Prozess der Optimierung des Produktsortiments und der Vertriebskanäle, in dessen Rahmen der Anteil von margenschwachen Aktivitäten (wie etwa der Verkauf über fremde Marktplätze) reduziert werden soll. Dies dämpft die Umsatzdynamik, ermöglicht aber die Erzielung höherer Margen. Zweitens steht zur Jahresmitte der Umzug des Logistikzentrums von Montabaur nach Koblenz an, in dessen Folge vorübergehende Bremseffekte auf die Umsatzdynamik nicht auszuschließen sind.

Umsatzschätzungen reduziert

Die vorläufigen Zahlen sind im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Der Konzernumsatz erreichte sogar punktgenau das von uns erwartete Niveau, wobei sich die beiden strategischen Wachstumsbereiche, Cloud-Computing und E-Commerce, sogar dynamischer entwickelt haben, als von uns angenommen. Dass wir unsere Umsatzschätzung für 2021 dennoch von zuvor 69,9 Mio. Euro auf nun 59,5 Mio. Euro reduziert haben, hat zwei Ursachen: Einerseits haben wir den negativen Umsatzeffekt der beiden Asset-Verkäufe aus dem Dezember in unser Modell eingepflegt und andererseits haben wir unsere Schätzung für Selfio abgesenkt. Hier hatten wir bisher die Effekte der Optimierung des Sortiments und der Vertriebskanäle unterschätzt und eine Wachstumsbeschleunigung auf mehr als 30 Prozent unterstellt. Dies halten wir nun für zu optimistisch, zumal der Umzug des Distributionszentrums die diesjährige Umsatzentwicklung zusätzlich temporär dämpfen kann. Nun kalkulieren wir für Selfio im Einklang mit dem Unternehmen mit einem Umsatzwachstum um 5 Prozent auf fast 25 Mio. Euro. Bezogen auf den Konzernumsatz liegt unsere Schätzung ziemlich genau in der Mitte der Unternehmens-Guidance. Durch die veränderte Zusammensetzung der Umsätze haben sich auch die Wachstumsannahmen für den Konzernumsatz in den nächsten Jahren etwas verschoben, doch in Summe unterstellen wir bis 2028 weiterhin ein stetiges Wachstum von etwas weniger als 15 Prozent p.a. Unverändert spielt hierfür weclapp die zentrale Rolle. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums entfallen deswegen mehr als 50 Prozent der von uns unterstellten Konzern Erlöse in Höhe von 150 Mio. Euro auf den Softwarehersteller.

Erlösmodell (Mio. Euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
weclapp	11,3	17,0	23,8	32,1	40,1	50,1	62,7	75,2
Selfio	24,9	29,2	33,6	38,7	43,9	48,7	53,6	58,9
Erneuerbare Energien	6,7	6,1	4,3	4,3	4,3	4,3	3,5	3,5
Rest ITK-Segment	12,5	11,8	10,6	9,6	8,6	7,8	7,0	6,3
Rest SHK-Segment	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1	5,3	5,6	5,7
Umsatz gesamt	59,5	68,6	77,0	89,5	102,0	116,2	132,3	149,7

Schätzungen SMC-Research

Höhere Zielmarge

Das höhere Umsatzgewicht der hochprofitablen Tochter weclapp einerseits und der Wegfall der niedrigmargigen ClimaLevel-Umsätze sowie der reduzierte Anteil des Selfio-Beitrags andererseits haben sich positiv auf die Konzernmargen ausgewirkt. Dies allerdings noch nicht für das laufende Jahr, für das wir aus Vorsicht höhere Ansätze für die Umzugskosten gewählt haben. Auch wirkt sich der Wegfall des verkauften Windparks zunächst dämpfend auf die Marge aus. Dementsprechend erwarten wir für 2021 eine EBITDA-Marge von 19,7 Prozent und eine EBIT-Marge von 10,8 Prozent, woraus sich in absoluten Zahlen eine EBITDA-Erwartung von 11,7 Mio. Euro und eine EBIT-Schätzung von 6,4 Mio. Euro ergeben. Nach Steuern und Minderheiten korrespondiert das mit der Erwartung eines Gewinns von 3,5 Mio. Euro oder 10 Cent je Aktie. Ab 2022 überwiegen aber die positiven Effekte auf die Marge. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums kalkulieren wir nun mit einer EBIT-Marge von 13,9 Prozent und damit mit 2 Prozentpunkten mehr als bisher (da allerdings für 2027). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GU und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

WACC reduziert

Angepasst haben wir auch den Zinssatz, mit dem wir die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren. Die Änderung betrifft die Marktrisiko­prämie, die wir in Reaktion auf die Marktentwicklung zum Jahreswechsel in allen unseren Modellen von zuvor 6,5 auf nun 5,8 Prozent abgesenkt haben. Damit folgen wir dem Befund einer aktuellen Erhebung, der zufolge die durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisiko­prämie bei diesem Wert liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Zusammen mit unveränderten Annahmen bezüglich des risikolosen Zinssatzes (1,0 Prozent) und des Betafaktors (1,3) ergeben sich daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM von 8,5 Prozent. In Kombination mit einer unveränderten Ziel-FK-Quote von 30 Prozent und einem FK-Zins von 4,0 Prozent hat sich der WACC-Satz, mit dem wir die geschätzten Cashflows diskontieren, von zuvor 7,5 auf 6,8 Prozent ermäßigt.

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	59,5	68,6	77,0	89,5	102,0	116,2	132,3	149,7
Umsatzwachstum		15,3%	12,2%	16,3%	14,0%	14,0%	13,8%	13,1%
EBIT-Marge	10,8%	11,1%	10,6%	10,7%	10,7%	11,8%	13,0%	13,9%
EBIT	6,4	7,6	8,2	9,6	10,9	13,8	17,2	20,9
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	2,3	2,4	2,9	3,2	4,1	5,1	6,2
NOPAT	4,5	5,3	5,7	6,7	7,6	9,7	12,0	14,6
+ Abschreibungen & Amortisation	5,3	5,2	4,2	3,2	3,2	3,2	2,9	2,9
+ 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	9,9	10,7	10,0	10,0	10,9	13,0	15,1	17,7
- Zunahme Net Working Capital	2,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-18,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7
Free Cashflow	-5,9	7,7	7,0	6,9	7,7	9,7	11,6	14,1

Kursziel: 3,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals nach Minderheiten in Höhe von 104,7 Mio. Euro bzw. 2,96 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,00 Euro ableiten (bisher: 2,60 Euro). Neben den Schätzungsänderungen und der Reduktion des WACC-Satzes hat auch der Roll-over-Effekt aus der Umstellung unseres Modells auf das neue Basisjahr 2021 zu dieser Erhöhung beigetragen. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter vier von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-

Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 2,23 und 4,44 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,8%	4,44	4,01	3,68	3,41	3,18
6,3%	3,87	3,55	3,29	3,07	2,89
6,8%	3,43	3,17	2,96	2,79	2,64
7,3%	3,06	2,86	2,69	2,55	2,42
7,8 %	2,76	2,60	2,46	2,34	2,23

Fazit

Die 3U Holding hat mit ihren vorläufigen Zahlen für das Gesamtjahr 2020 den guten Eindruck aus den Zwischenberichten bestätigt. Mit einem Umsatzwachstum um 19 Prozent auf 61 Mio. Euro und einem EBITDA-Anstieg um 14 Prozent auf 11,6 Mio. Euro wurde die im März 2020 formulierte Prognose trotz der Corona-Pandemie erreicht, das Ziel für den Nettogewinn wurde sogar leicht übertroffen.

Die positive Entwicklung beruht auf mehreren Säulen, zu denen das fortgesetzte rasante und hochprofitable Wachstum der Softwaretochter weclapp, die Corona-bedingte Sonderkonjunktur im Telekommunikationsbereich, die zum Jahresende wieder erhöhte Dynamik des E-Commerce-Spezialisten Selfio und ein positiver Konsolidierungseffekt im Segment Erneuerbare Energien gehören. Darüber hinaus hat das Ergebnis von zwei noch kurz vor dem Jahreswechsel realisierten Asset-Verkäufen (ein Windpark und eine nicht-strategische Beteiligung) profitiert.

Diese beiden Transaktionen stellen für die Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2021 aber zunächst eine Hypothek dar, weil ihr Abgang die Konzernzahlen schmälert. Dementsprechend liegt die Prognose des Managements sowohl für den Umsatz als auch für das Ergebnis in der Nähe der Vorjahreswerte. Was beim ersten oberflächlichen Blick enttäuschend anmutet, stellt aber bereinigt um den negativen Konsolidierungseffekt für Umsatz und EBITDA ein organisches Wachstum jenseits der 20-Prozent-Marke dar.

Damit befindet sich 3U weiterhin auf dem dynamischen, profitablen Wachstumskurs, dessen Fortsetzung wir auch in unserem Schätzmodell unterstellen. Wir haben unser Modell in Reaktion auf die 2020er-Zahlen aktualisiert und auf das neue Basisjahr 2021 vorgerollt. Zusammen mit dem etwas reduzierten Diskontierungssatz ergibt sich daraus ein neues Kursziel von 3,00 Euro, das somit für die Aktie, die jüngst unser bisheriges Kursziel punktgenau erreicht hat, weiteres Aufwärtspotenzial signalisiert. Unser Urteil bleibt daher „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	42,4	55,6	52,8	51,2	50,6	50,1	49,5	49,2	49,0
1. Immat. VG	3,0	3,4	3,7	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	4,9
2. Sachanlagen	34,6	46,1	41,7	38,4	36,2	33,9	31,7	29,9	28,0
II. UV Summe	42,8	39,7	43,7	46,9	49,9	53,2	57,7	62,9	68,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	52,0	54,1	56,8	59,6	63,2	67,2	72,8	79,9	88,5
II. Rückstellungen	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	17,0	23,5	21,9	20,6	19,2	17,4	15,2	12,3	8,9
2. Kurzfristiges FK	14,7	16,1	16,1	16,2	16,3	16,7	17,2	17,7	18,3
BILANZSUMME	85,2	95,2	96,5	98,1	100,6	103,3	107,1	112,1	117,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	61,1	59,5	68,6	77,0	89,5	102,0	116,2	132,3	149,7
Rohertrag	31,1	30,6	35,7	40,3	48,4	56,7	67,1	79,2	92,2
EBITDA	11,5	11,7	12,8	12,3	12,7	14,1	17,0	20,1	23,8
EBIT	6,6	6,4	7,6	8,2	9,6	10,9	13,8	17,2	20,9
EBT	5,5	5,7	6,7	7,4	8,8	10,1	13,0	16,7	20,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,8	4,0	4,7	5,2	6,2	7,1	9,2	11,7	14,4
JÜ	3,3	3,5	4,0	4,1	4,6	5,0	6,6	8,5	10,5
EPS	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14	0,19	0,24	0,30

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	3,1	12,0	9,7	9,0	8,9	9,8	11,8	14,0	16,6
CF aus Investition	-5,6	-18,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7
CF Finanzierung	5,0	5,7	-3,8	-4,0	-4,2	-4,9	-5,8	-7,4	-9,3
Liquidität Jahresanfa.	20,6	23,0	22,2	25,6	28,0	30,2	32,5	35,8	39,7
Liquidität Jahresende	23,0	22,2	25,6	28,0	30,2	32,5	35,8	39,7	44,2

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	18,7%	-2,6%	15,3%	12,2%	16,3%	14,0%	14,0%	13,8%	13,1%
Bruttomarge	51,0%	51,5%	52,0%	52,3%	54,0%	55,6%	57,7%	59,9%	61,6%
EBITDA-Marge	18,9%	19,7%	18,7%	16,0%	14,2%	13,8%	14,6%	15,2%	15,9%
EBIT-Marge	10,7%	10,8%	11,1%	10,6%	10,7%	10,7%	11,8%	13,0%	13,9%
EBT-Marge	9,0%	9,6%	9,8%	9,6%	9,8%	9,9%	11,2%	12,6%	13,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,4%	5,9%	5,8%	5,3%	5,1%	4,9%	5,7%	6,4%	7,0%

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), 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 18.03.2021 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 18.03.2021 um 9:00 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
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)
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.