

17. November 2021
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Licht und Schatten im bisherigen Jahresverlauf

Urteil: Hold (zuvor: Buy) | **Kurs:** 4,51 € | **Kursziel:** 4,40 € (zuvor: 3,80 €)

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:	227
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	4,51 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	35,3 Mio. Stück
Market-Cap:	159,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	187,2 Mio. Euro
Free Float:	67,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,78 / 2,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	69,9 Tsd. Euro / Tag

Wie schon im zweiten Quartal, sah sich 3U auch in den Sommermonaten mit herausfordernden Rahmenbedingungen in den Segmenten Erneuerbare Energien (unterdurchschnittliche Windverfügbarkeit) und SHK (Lieferengpässe und steigende Einkaufspreise) konfrontiert, die zusammen mit dem negativen Konsolidierungseffekt aus dem letztjährigen Verkauf einer Beteiligung und eines Windparks für einen knapp zehnpromzentigen Umsatzrückgang sorgten. Ergebnisseitig konnte dies durch den Teilverkauf einer Liegenschaft kompensiert werden, weswegen sich der Neunmonatsüberschuss sogar deutlich erhöht hat. Gleichwohl hat 3U den Ausblick für das Gesamtjahr auf das untere Ende der Zielpanne konkretisiert und peilt somit einen Umsatz von etwa 58 Mio. Euro, ein EBITDA von 11 Mio. Euro und einen Nettoüberschuss von 2 Mio. Euro an. Im Vorjahresvergleich dürfte der Gewinn 2021 somit etwas sinken, was auch auf die hohen Kosten der nächsten Expansionsschritte bei weclapp (zwei Akquisitionen, Vorlauf zum IPO, Personalaufbau) zurückzuführen ist. Wir sehen diese Vorleistungen aber als notwendig und gewinnbringend an und gehen davon aus, dass weclapp damit das hohe Wachstum, das sich im Neunmonatszeitraum erneut auf fast 50 Prozent belaufen hat, noch länger auf dem aktuellen Niveau fortsetzen kann.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	48,0	51,4	61,1	57,2	71,2	85,2
EBIT (Mio. Euro)	2,7	5,5	5,9	5,1	7,1	9,2
Jahresüberschuss	1,9	4,1	3,3	2,3	3,0	3,8
EpS	0,05	0,12	0,09	0,06	0,08	0,11
Dividende je Aktie	0,03	0,04	0,05	0,03	0,04	0,08
Umsatzwachstum	2,3%	7,2%	18,7%	-6,3%	24,5%	19,7%
Gewinnwachstum	81,5%	111,7%	-20,2%	-30,3%	31,7%	27,8%
KUV	3,32	3,10	2,61	2,78	2,24	1,87
KGV	82,4	38,9	48,8	69,9	53,1	41,5
KCF	267,7	34,0	33,3	26,9	9,0	14,7
EV / EBIT	69,2	34,1	31,5	36,4	26,4	20,4
Dividendenrendite	0,7%	0,9%	1,0%	0,7%	0,9%	1,8%

Konzernumsatz unter Vorjahr

Der Neunmonatsumsatz des 3U-Konzerns ist im Vorjahresvergleich um knapp 10 Prozent auf 40,2 Mio. Euro gesunken, was hauptsächlich auf den Verkauf einer Beteiligung und eines Windparks Ende 2020 zurückzuführen ist, die im Vorjahr noch zusammen 6,2 Mio. Euro zum Konzernumsatz beigetragen hatten. Bereinigt um diesen Effekt haben sich die Erlöse der fortgeführten Aktivitäten um rund 5 Prozent erhöht, wobei ein Teil dieses Anstiegs darauf zurückzuführen ist, dass im Vorjahr noch konzerninterne Umsätze mit der verkauften Beteiligung nun als externe Umsätze gelten. Das organische Wachstum der fortgeführten Aktivitäten dürfte damit etwas darunter gelegen haben.

weclapp hat wieder beschleunigt

Das organische Wachstum wurde vor allem im ITK Segment erzielt, dessen Erlöse sich um knapp 20 Prozent auf 16,6 Mio. Euro erhöhten. Der wichtigste Treiber dafür war einmal mehr der Cloud-Software-Spezialist weclapp, der um 49 Prozent auf fast 7,6 Mio. Euro gewachsen ist und damit inzwischen fast die Hälfte der Segmenterlöse erwirtschaftet. Erfreulicherweise hat die Dynamik bei weclapp nach der leichten Abkühlung im zweiten Quartal in den Sommermonaten wieder deutlich angezogen, isoliert betrachtet war das dritte Quartal mit einem Zuwachs um über 54 Prozent das wachstumsstärkste des laufenden Jahres. Zugelegt haben auch die Bereiche Voice Business sowie Data Center Services, während das Telefongeschäft mit Privatkunden, das letztes Jahr aufgrund der Pandemie ein Zwischenhoch verzeichnet hatte, nun wieder den langfristigen Abwärtstrend fortgesetzt hat.

Schwache Windverfügbarkeit belastet

Einen sehr deutlichen Umsatzrückgang gab es hingegen im Segment Erneuerbare Energien, wo sich zusätzlich zum Abgang des verkauften Windparks auch die ungünstigen Witterungsverhältnisse (im Vorjahresvergleich weniger Wind- und Sonnenstunden) sowie die für einen Teil des Portfolios ausgelaufene garantierte Einspeisevergütung bemerkbar gemacht ha-

ben. Infolgedessen ist der Segmentumsatz um 38 Prozent auf 4,4 Mio. Euro gesunken.

Geschäftszahlen	9M 2020	9M 2021	Änderung
Umsatz	44,49	40,21	-9,6%
ITK	13,86	16,56	+19,5%
davon weclapp	5,10	7,60	+49,0%
Erneuerbare Energie	7,12	4,39	-38,3%
SHK	23,95	19,95	-16,7%
davon Selfio	16,80	15,90	-5,4%
Rohertrag	22,32	22,19	-0,6%
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>50,2%</i>	<i>55,2%</i>	
EBITDA	6,43	5,56	-13,6%
ITK	3,66	3,57	-2,3%
Erneuerbare Energie	5,61	3,22	-42,6%
SHK	-0,38	-0,30	-22,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,8%</i>	
ITK	26,4%	21,6%	
Erneuerbare Energie	78,7%	73,2%	
SHK	-1,6%	-1,5%	
EBIT	2,59	2,48	-4,2%
ITK	3,08	3,00	-2,5%
Erneuerbare Energie	2,99	1,16	-61,4%
SHK	-0,70	-0,65	-6,2%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	
Vorsteuerergebnis	2,12	2,15	+1,4%
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,3%</i>	
Nettoergebnis	0,60	0,94	+55,8%
<i>Netto-Marge</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,3%</i>	
Free-Cashflow	-2,07	-15,08	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

Selfio von Lieferengpässen getroffen

Ebenfalls rückläufig (-17 Prozent auf 19,9 Mio. Euro) war der Umsatz des SHK-Segments. Neben dem letztjährigen Verkauf der Beteiligung an ClimaLevel zeigten sich darin die negativen Folgen der Lieferengpässe und Preisanstiege im Baubereich, was sich bei Selfio, der Kerngesellschaft des Segments, in einem Umsatz-

rückgang um 5 Prozent auf 15,9 Mio. Euro bemerkbar gemacht hat. Einen steigenden Beitrag zum Konzernumsatz lieferte hingegen die für die Logistik sowie für das B2B-Geschäft zuständige Segmentgesellschaft Pelia, was aber größtenteils auf die Entkonsolidierung des wichtigen Kunden ClimaLevel zurückzuführen ist.

Rohrertrag stabil

Trotz des deutlichen Umsatzrückgangs blieb der Rohrertrag mit 22,2 Mio. Euro stabil auf Vorjahresniveau (22,3 Mio. Euro). Ermöglicht wurde dies einerseits durch den Materialaufwand, der sich wegen des Verkaufs von ClimaLevel und des Umsatzrückgangs bei Selfio um 9 Prozent reduzierte, und andererseits durch drei positive Effekte. Dazu gehörten die erhöhte Bestandsveränderung (0,2 nach 0,03 Mio. Euro), die höhere Aktivierung von Eigenleistungen (0,3 nach 0,04 Mio. Euro) und vor allem der Vollzug des Verkaufs der fremdvermieteten Teile der Liegenschaft Adelebsen, aus dem ein Ertrag in Höhe von 2 Mio. Euro entstanden ist.

Starkes Personalwachstum und Einmalkosten bei weclapp

Unterhalb des Rohertrages sind aber der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen weiter gestiegen. Während die Letzteren um 7 Prozent auf 6,5 Mio. Euro zugelegt haben, betrug der Anstieg des Personalaufwands 3 Prozent auf 10,1 Mio. Euro. Bei beiden Positionen hat sich der Anstieg somit im dritten Quartal beschleunigt, was auf die intensivierten Maßnahmen zur Verbreiterung der Wachstumsbasis vor allem bei weclapp zurückzuführen ist. Dazu gehörten die Kosten der ITscope- und Finanzgeek-Akquisitionen (zu letzteren siehe unten) und der Vorbereitung des für das echte Halbjahr 2022 anvisierten Börsengangs, vor allem aber der fortgesetzte Personalaufbau. Die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente) im Neunmonatszeitraum lag im ITK Segment mit 120 um ein Drittel über dem Vorjahr, was aufgrund der zahlreichen Einstellungen erst im Verlauf des Berichtszeitraums und der weitgehend stabilen Mitarbeiterzahl im Telekommunikationsgeschäft die Dynamik bei weclapp noch klar unterzeich-

net. In Summe hat sich der Personalaufwand des ITK Segments in den ersten neun Monaten um 35 Prozent auf 5,5 Mio. Euro erhöht, der sonstige betriebliche Aufwand der Sparte legte sogar um fast 60 Prozent auf 2,8 Mio. Euro zu. Hiervon entfielen nach Unternehmensangaben fast 0,5 Mio. Euro allein auf die Vorlaufkosten des IPO.

EBIT leicht gesunken

Durch diese Vorlaufkosten der Expansion und des IPO hat sich die EBITDA-Marge bei weclapp auf 24,7 Prozent ermäßigt (Geschäftsjahr 2020: 35,8 Prozent), was im Segment ITK einen Rückgang um 4,8 Prozentpunkte auf 21,6 Prozent bedingte. Konzernweit führte die Kombination aus dem stabilen Rohrertrag und dem Kostenanstieg zu einer EBITDA-Einbuße von 14 Prozent auf 5,6 Mio. Euro. Auch das Neunmonats-EBIT ist gesunken, doch wurde sein Rückgang durch die niedrigeren Abschreibungen auf 4 Prozent gedämpft. Diese haben sich vor allem durch den Verkauf des Windparks um 20 Prozent auf 3,1 Mio. Euro reduziert. Dennoch war der Ergebnisrückgang im Segment Erneuerbare Energien im Neunmonatszeitraum am stärksten ausgeprägt. Dort reduzierte sich das EBIT um 61 Prozent auf 1,2 Mio. Euro, während es im ITK-Segment lediglich um knapp 3 Prozent auf 3,0 Mio. Euro zurückging und im SHK-Segment sogar leicht auf -0,7 Mio. Euro verbessert werden konnte. Die größte positive EBIT-Änderung wurde bei den sonstigen Aktivitäten erzielt, wo der Ertrag aus dem Liegenschaftsverkauf verbucht wurde.

Nettoergebnis steigt um 56 Prozent

Da sich das Finanzergebnis gleichzeitig von -0,5 auf -0,3 Mio. Euro verbesserte, konnte das Vorsteuerergebnis sogar minimal (+1 Prozent) auf 2,1 Mio. Euro erhöht werden. Nach Steuern und Minderheiten verblieb nach neun Monaten ein Überschuss von 0,9 Mio. Euro, 56 Prozent mehr als vor einem Jahr. Der im Vergleich mit dem Halbjahresergebnis deutlich überproportionale Zuwachs wurde durch den halbierten Anteil der Minderheitsgesellschafter am Konzernergebnis ermöglicht, der auf den geringeren Gewinnbeitrag der Windparks und das Ausscheiden der Minderheitsgesellschafter der ClimaLevel zurückzuführen war.

Hoher Cash-Abfluss

Anders als noch zum Halbjahr, als 3U einen hohen operativen Cashflow-Überschuss ausweisen konnte, ist dieser nach neun Monaten mit -3,4 Mio. Euro deutlich ins Minus gerutscht. Der entscheidende Faktor dafür war der Aufbau der Vorräte, die sich allein im dritten Quartal um 5,8 Mio. Euro erhöht haben. Darin spiegeln sich vor allem die Bauinvestitionen in die zum Verkauf vorgesehenen Flächen des „Inno-Hubs“-Projekts in Würzburg wider. Eine deutliche Änderung im dritten Quartal gab es auch beim Investitions-Cashflow. Während dieser nach sechs Monaten einen moderaten Mittelabfluss von -0,7 Mio. Euro zeigte, weitete sich dieser per Ende September vor allem aufgrund der Zahlung der Barkomponente des Kaufpreises für ITscope auf -11,7 Mio. Euro aus. Insgesamt summierte sich der Free-Cashflow der ersten neun Monate dadurch auf -15,1 Mio. Euro.

Nettoliiquidität dreht ins Minus

Finanziert wurde dieser Abfluss (und die Auszahlungen aus Finanzierungsaktivitäten in Höhe von 1,4 Mio. Euro) aus der vorhandenen Liquidität, die sich infolgedessen seit dem Jahreswechsel um 16,2 Mio. Euro auf 10,2 Mio. Euro reduzierte. Damit liegt die Liquidität erstmals seit mehreren Quartalen wieder unter der Summe der Finanzverbindlichkeiten (19,7 Mio. Euro).

Bilanzsumme kräftig gewachsen

Deutliche Spuren hat die ITscope-Akquisition auch in der Bilanz hinterlassen. Die größte Veränderung betrifft die immateriellen Vermögensgegenstände, in die das Gros des Kaufpreises eingeflossen ist und die sich zusätzlich durch die Konsolidierung der bereits zuvor bei ITscope bestehenden immateriellen Assets erhöht haben. Insgesamt erhöhte sich diese Position um 27,2 Mio. Euro auf 29,6 Mio. Euro, womit sie nun mehr als ein Viertel der um 22 Prozent auf 105,0 Mio. Euro erhöhten Bilanzsumme ausmacht. Auf der Passivseite der Bilanz gab es den größten Zuwachs bei den Minderheitsanteilen, die sich durch die Ausgabe von neuen weclapp-Aktien an die Verkäufer von ITscope um 5,5 Mio. Euro auf 6,4 Mio. Euro erhöhten und zusammen mit dem Neunmonatsgewinn

maßgeblich für den Anstieg des Eigenkapitals um 7,6 Mio. Euro auf 59,6 Mio. Euro sorgten. Gegenüber der Bilanzsumme entspricht das einer etwas gesunkenen, aber immer noch sehr komfortablen Eigenkapitalquote von 56,7 Prozent.

Prognose am unteren Ende konkretisiert

In Reaktion auf das anhaltend herausfordernde Umfeld im SHK-Segment und die auch im dritten Quartal unterdurchschnittlichen Erträge der Windparks hat 3U die eigene Prognose für das Gesamtjahr zwar grundsätzlich bestätigt, doch nun in Richtung des unteren Endes der Prognosespannen konkretisiert. Diese lauten unverändert 58 bis 63 Mio. Euro beim Umsatz, 11 bis 13 Mio. Euro beim EBITDA und 2 bis 4 Mio. Euro beim Nettoergebnis. Der Beitrag von ITscope, der sich bei einer Konsolidierung ab dem vierten Quartal nach unseren Berechnungen beim Umsatz auf 1 bis 1,5 Mio. Euro belaufen dürfte, ist darin bereits enthalten. Ebenso enthalten sind in der Ergebnisprognose die Erträge aus den ersten Teilverkäufen der Immobilienentwicklung in Würzburg, die sich im vierten Quartal im siebenstelligen Bereich bewegen sollen.

Weitere Akquisition

Nach dem Berichtszeitraum hat 3U eine weitere Akquisition mitgeteilt. Und zwar hat weclapp für einen Betrag von „weniger als einer Million“ das Start-up FinanzGeek übernommen, das eine moderne, Cloud-basierte Unternehmenssoftware für Kleinstunternehmen entwickelt. Da die Lösung im Vergleich zu weclapp einen geringeren Leistungsumfang hat und damit aber auch eine geringere Komplexität aufweist, sieht das Unternehmen damit eine hochsynergetische Ergänzung des eigenen Angebots. Dies umso mehr, als bereits heute im Vertriebsprozess zahlreiche Kleinstunternehmen erfolgreich angesprochen und als Testkunden gewonnen werden. Mit dem neuen Angebot, das speziell auf die Bedürfnisse dieser Zielgruppe zugeschnitten ist, hofft weclapp nun, die Konversionsrate in diesem Segment weiter zu erhöhen. FinanzGeek ist ausschließlich als eine SaaS-Lösung konzipiert, läuft derzeit noch im Testbetrieb und soll „spätestens im ersten Halbjahr 2022“ vertriebllich ausgerollt werden.

Mehrere Modelländerungen

Der Neunmonatsbericht hat uns zu Modelländerungen an mehreren Stellen veranlasst. So ist der Akquisitionspreis für ITscope deutlich höher ausgefallen, als von uns bisher angenommen, gleichzeitig aber wurden dafür weniger neue weclapp-Aktien als zuvor unterstellt ausgegeben, so dass der Verwässerungseffekt auf den 3U-Anteil an weclapp nun doch kleiner ausfällt. Darüber hinaus haben wir in unseren Schätzungen die höhere Umsatz- und Kostendynamik bei weclapp ebenso berücksichtigt wie die schwache Entwicklung der Windparks im dritten Quartal und die herausfordernde Branchensituation, in der sich Selfio befindet. So haben wir die Umsatzerwartung für Selfio für dieses Jahr nun im Einklang mit der Unternehmensprognose auf 21 Mio. Euro abgesenkt, während wir bisher noch mit einem Wachstum auf 24,8 Mio. Euro gerechnet hatten.

Umsatz: 2021 niedriger, 2028 höher

Für 2021 hat sich aus den Änderungen eine reduzierte Umsatzschätzung von 57,2 Mio. Euro (bisher: 59,5 Mio. Euro) ergeben, womit wir leicht unter der Unternehmensprognose liegen. Auch für nächstes Jahr liegt unsere Umsatzschätzung noch unter dem alten Wert, während ab 2023 die Effekte der angehobenen

Wachstumsraten bei weclapp überhandnehmen. Damit haben wir sowohl den massiven Ausbau der Mitarbeiterkapazitäten als auch die FinanzGeek-Akquisition berücksichtigt, von der wir einen signifikanten Wachstumsbeitrag erwarten. Denn mit dieser Angebotserweiterung kann weclapp zielgenau ein Marktsegment adressieren, das zahlenmäßig die Hälfte des SMB-Marktes (kleine und mittlere Unternehmen) ausmacht. Insgesamt hat sich dadurch der Zielumsatz unseres Modells (für das Jahr 2028) von zuvor 172 auf 189 Mio. Euro erhöht.

Zielmarge angehoben

Die höhere Wachstumsdynamik bei weclapp bedingt eine Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung des hochprofitablen Software-Geschäfts, sodass sich auch die in unserem Modell unterstellten Margen erhöht haben. Da wir aber auch die Kosten bei weclapp angehoben haben, kommt dieser Effekt erst ab 2025 zum Tragen, bis dahin liegen die Margen unter den bisherigen Schätzwerten. Die Ziel-EBIT-Marge beträgt nun 16,7 Prozent und liegt damit um 0,8 Prozentpunkte höher als bisher. Für das laufende Jahr erwarten wir hingegen nun ein EBITDA von 10,3 Mio. Euro und einen Nettogewinn von 2,3 Mio. Euro (bisher: 11,4 respektive 2,6 Mio. Euro). Die aus unseren Annahmen insgesamt resultierende modellhafte Ge-

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	57,2	71,2	85,2	102,7	123,2	142,8	165,5	189,4
Umsatzwachstum		24,5%	19,7%	20,5%	20,0%	15,9%	15,9%	14,4%
EBIT-Marge	9,0%	10,0%	10,8%	11,3%	12,6%	14,1%	15,6%	16,7%
EBIT	5,1	7,1	9,2	11,6	15,5	20,2	25,8	31,6
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,5	2,1	2,7	3,5	4,6	6,0	7,7	9,4
NOPAT	3,6	5,0	6,5	8,1	10,9	14,2	18,1	22,2
+ Abschreibungen & Amortisation	5,2	6,1	5,3	4,3	4,1	3,9	3,5	3,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	8,9	11,2	11,9	12,5	15,0	18,2	21,7	25,6
- Zunahme Net Working Capital	-2,3	7,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	-21,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Free Cashflow	-15,4	17,3	10,3	10,8	13,2	16,2	19,5	23,3

schäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 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 6,8 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,5 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,3, sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent, ein Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent und ein Steuersatz für das Tax-Shield von 30,0 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 2028 und setzen im Anschluss unverändert eine „ewige“ Wachstumsrate von 1 Prozent an.

Kursziel: 4,40 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals nach Minderheiten in Höhe von 155,1 Mio. Euro bzw. 4,39 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 4,40 Euro ableiten (bisher: 3,80 Euro). Die Erhöhung ist vor allem der Anhebung der Wachs-

tumsraten bei weclapp geschuldet, darüber hinaus hat sich die gegenüber unseren bisherigen Erwartungen geringere Verwässerung des 3U-Anteils an weclapp infolge der ITscope-Übernahme positiv ausgewirkt und den Effekt des höher als zuvor unterstellt ausgefallenen Kaufpreises mehr als kompensiert. 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 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 3,38 und 6,42 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,8%	6,42	5,83	5,37	4,99	4,67
6,3%	5,65	5,20	4,83	4,53	4,27
6,8%	5,04	4,69	4,39	4,14	3,93
7,3%	4,54	4,26	4,02	3,82	3,64
7,8 %	4,13	3,90	3,70	3,53	3,38

Fazit

Operativ ist das laufende Geschäftsjahr für zwei Segmente der 3U Holding schwierig. Während die Erträge aus den Windparks und dem Solarpark aufgrund von ungünstigen Witterungsverhältnissen im zweiten und dritten Quartal unter ihrem Normwert geblieben sind, hat die E-Commerce-Tochter Selfio mit den Lieferengpässen und steigenden Einkaufspreisen zu kämpfen. Zusammen mit dem negativen Konsolidierungseffekt der letztjährigen Beteiligungverkäufe hat sich dies in einem um 10 Prozent rückläufigen Neunmonatsumsatz niedergeschlagen.

Ergebnisseitig konnte dies durch den Ertrag aus einem Grundstücksverkauf zwar weitgehend kompensiert werden, doch im Hinblick auf das Gesamtjahr hat das Management seinen Ausblick nun auf das untere Ende der bisherigen Prognosespanne konkretisiert.

Gleichzeitig ist das aktuelle Jahr aber von mehreren Entwicklungen geprägt, die sich noch nicht in den Erlösen und Erträgen bemerkbar machen, aber die Wachstumsgrundlagen für die Zukunft weiter verbessern. Dazu gehören die Fortschritte bei dem Immobilienprojekt in Würzburg, aus dem schon im laufenden Quartal erstmals signifikante Erträge zufließen wer-

den, vor allem aber die strategischen Weichenstellungen bei weclapp.

Denn die Software-Tochter hat nicht nur ihr organisches Wachstum wieder beschleunigt, sondern sie schreitet auch mit großen Schritten in Richtung des für das erste Halbjahr 2022 anvisierten IPO. Darüber hinaus wurden das Personal deutlich aufgestockt und die eigene Marktposition mit zwei aussichtsreichen Akquisitionen weiter verstärkt.

Wir haben diese Initiativen zum Anlass genommen, unsere Wachstumsannahmen für weclapp etwas forscher auszugestalten, wodurch sich in unserem Modell auch die künftigen Konzernenerlöse und -margen erhöht haben. Infolgedessen hat sich der von ermittelte faire Wert deutlich auf 4,40 Euro erhöht. Da aber der Aktienkurs seit unserem letzten Update unser bisheriges Kursziel erreicht und übertroffen hat, sehen wir trotz der Anhebung des Kursziels aktuell kein weiteres Aufwärtspotenzial für die Aktie und passen unser Urteil auf „Hold“ an. Eine erneute Anpassung könnte sich ergeben, sobald die Konditionen des Börsengangs von weclapp bekannt sind.

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	39,2	71,0	65,8	61,5	58,3	55,4	52,6	50,4	48,2
1. Immat. VG	2,4	29,4	27,8	26,6	25,5	24,7	24,1	23,5	23,1
2. Sachanlagen	34,7	39,4	35,9	32,9	30,7	28,6	26,5	24,8	23,0
II. UV Summe	43,5	38,9	43,1	49,2	54,9	61,9	70,0	79,3	89,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	52,0	60,7	63,5	67,3	72,0	78,6	87,2	98,3	111,5
II. Rückstellungen	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	20,6	30,7	27,1	24,9	22,7	19,5	15,6	10,7	4,9
2. Kurzfristiges FK	11,7	16,7	16,5	16,5	16,5	17,0	17,6	18,3	19,0
BILANZSUMME	85,9	109,9	108,9	110,7	113,3	117,3	122,6	129,6	137,9

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	57,2	71,2	85,2	102,7	123,2	142,8	165,5	189,4
Rohhertrag	27,6	29,0	39,3	49,4	62,4	78,9	94,7	113,5	133,2
EBITDA	11,6	10,3	13,2	14,5	15,8	19,6	24,1	29,2	34,9
EBIT	5,9	5,1	7,1	9,2	11,6	15,5	20,2	25,8	31,6
EBT	5,3	4,3	6,1	8,4	10,8	14,8	19,7	25,6	31,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,0	3,0	4,3	5,9	7,6	10,4	13,8	18,0	22,3
JÜ	3,3	2,3	3,0	3,8	4,7	6,5	9,0	12,1	15,1
EPS	0,09	0,06	0,08	0,11	0,13	0,19	0,25	0,34	0,43

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	4,8	5,9	17,6	10,8	11,4	13,9	17,0	20,6	24,6
CF aus Investition	-4,8	-21,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
CF Finanzierung	5,3	2,2	-5,7	-4,6	-5,5	-7,0	-9,2	-11,8	-14,8
Liquidität Jahresanfa.	20,6	26,4	12,7	23,7	28,8	33,6	39,4	46,1	53,7
Liquidität Jahresende	26,4	12,7	23,7	28,8	33,6	39,4	46,1	53,7	62,3

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	18,7%	-6,3%	24,5%	19,7%	20,5%	20,0%	15,9%	15,9%	14,4%
Bruttomarge	45,3%	50,7%	55,1%	57,9%	60,8%	64,0%	66,3%	68,6%	70,3%
EBITDA-Marge	18,9%	18,0%	18,6%	17,0%	15,4%	15,9%	16,9%	17,7%	18,4%
EBIT-Marge	9,7%	9,0%	10,0%	10,8%	11,3%	12,6%	14,1%	15,6%	16,7%
EBT-Marge	8,6%	7,5%	8,6%	9,9%	10,6%	12,0%	13,8%	15,5%	16,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,3%	4,0%	4,2%	4,5%	4,6%	5,3%	6,3%	7,3%	8,0%

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 17.11.2021 um 8:00 Uhr fertiggestellt und am 17.11.2021 um 9:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
31.08.2021	Buy	3,80 Euro	1), 3), 4)
19.05.2021	Hold	3,50 Euro	1), 3), 4)
18.03.2021	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
19.11.2020	Buy	2,60 Euro	1), 3), 4)
13.10.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3), 4)
18.08.2020	Buy	2,40 Euro	1), 3)
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)

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.