15. November 2022
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

Platz 1 Europe Industrials (2018)
Platz 2 German Software & IT (2018)
Platz 1 German Software & IT (2017)
Mehrfacher Gewinner der renommierten Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Gewinn und Liquidität nach 9 Monaten deutlich über der Marktkapitalisierung

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 4,13 € | **Kursziel:** 5,60 € (zuvor: 5,50 €)

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

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	E-Commerce
Mitarbeiter:	125
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	4,13 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	35,3 Mio. Stück
Market-Cap:	145,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	-38,3 Mio. Euro
Freefloat:	67,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	4,70 / 2,06 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	102,3 Tsd. Euro / Tag

Die wichtigsten Angaben im Q3-Bericht waren sicherlich die Details über die Folgen der Verkäufe der Beteiligungen an weclapp und an InnoHubs für die GuV, Bilanz und Cashflow-Rechnung. Während der Neunmonatsumsatz noch die organische Entwicklung bis zum 30. September zeigte und sich um 24 Prozent auf knapp 50 Mio. Euro erhöhte, war die Ergebnisentwicklung bereits von den beiden Transaktionen geprägt: Das EBITDA vollzog einen Sprung um 2.871 Prozent auf 165,1 Mio. Euro, das EBIT legte auf 161,4 Mio. Euro zu und der Periodenüberschuss erhöhte sich auf 158,8 Mio. Euro. Die Liquidität wurde infolgedessen um insgesamt 179,2 Mio. Euro auf 186,8 Mio. Euro ausgebaut. Sie stellt damit fast 80 Prozent aller Assets dar und übertrifft die aktuelle Marktkapitalisierung deutlich. Da die beiden Transaktionen auch für das Gesamtjahr prägend sein werden, liegen die Prognosewerte für die vollen zwölf Monate in der Nähe der Neunmonatsergebnisse: das EBITDA soll sich auf 165 bis 170 Mio. Euro summieren und der Jahresüberschuss auf 155 bis 160 Mio. Euro. Nach Aussage des Vorstands sollen die Aktionäre an diesem außerordentlich hohen Gewinn in Form einer Dividende „angemessen" beteiligt werden, wir halten eine Ausschüttung von mindestens 2,00 Euro je Aktie für denkbar.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	51,4	61,1	55,9	63,4	55,0	58,8
EBIT (Mio. Euro)	5,5	5,9	6,8	162,8	3,8	3,2
Jahresüberschuss	4,1	3,3	2,9	159,0	1,8	1,4
EpS	0,12	0,09	0,08	4,50	0,05	0,04
Dividende je Aktie	0,04	0,05	0,05	2,00	0,03	0,02
Umsatzwachstum	7,2%	18,7%	-8,4%	13,4%	-13,3%	6,9%
Gewinnwachstum	111,7%	-20,2%	-10,7%	5350,2%	-98,9%	-22,0%
KUV	2,83	2,39	2,61	2,30	2,65	2,48
KGV	35,6	44,7	50,0	0,9	80,5	103,1
KCF	31,2	30,5	-	7,7	25,5	26,3
EV / EBIT	-	-	-	-	-	-
Dividendenrendite	1,0%	1,1%	1,1%	48,5%	0,6%	0,5%

Massiver Ergebnissprung in Q3

Ankündigungsgemäß hat 3U im dritten Quartal die Verkäufe des Immobilienprojekts InnoHubs und des Teilkonzerns weclapp vollzogen, woraus sich sehr hohe Ertragswirkungen ergeben haben. Der Ertrag beider Transaktionen wurde unter sonstigen betrieblichen Erträgen des Segments „sonstige Aktivtäten" gebucht, die sich hierdurch per Ende September auf 167,3 Mio. Euro beliefen. Das Konzern-EBITDA, zum Halbjahr noch bei 5,8 Mio. Euro, erhöhte sich infolgedessen auf 165,1 Mio. Euro, nach 5,6 Mio. Euro in den ersten drei Quartalen 2021. Analog dazu vollzogen auch das EBIT (auf 161,4 Mio. Euro), das Vorsteuerergebnis (auf 161,1 Mio. Euro) und der Periodenüberschuss (auf 158,8 Mio. Euro) einen rasanten Aufwärtsschub. Die nur minimale Steuerbelastung ergibt sich aus der weitgehenden Steuerfreiheit der den Großteil des Vorsteuerergebnisses bildenden Erträge aus Beteiligungsverkäufen.

Cash-Zufluss von 179 Mio. Euro

Nicht minder beeindruckend fiel die Cashflow-Rechnung aus, die kumuliert über alle drei Teilsalden einen Mittelzufluss von 179,2 Mio. Euro zeigte. Die Liquidität erhöhte sich dadurch auf 189,6 Mio. Euro und sorgte maßgeblich für einen Anstieg der Bilanzsumme von 119,0 Mio. Euro zu Jahresanfang auf nun 243,8 Mio. Euro. Während die Liquidität damit sowohl absolut als auch relativ zur Bilanzsumme (auf 78 Prozent) erheblich zugelegt hat, ist mit den beiden Verkäufen das Gewicht anderer, bisher das Bilanzbild prägender Positionen, erheblich gesunken: Insbesondere haben die immateriellen Vermögensgegenstände von 30,6 Mio. Euro auf 2,4 Mio. Euro abgenommen, aber auch die Sachanlagen (von 33,5 auf 28,8 Mio. Euro) und die Forderungen (von 16,0 auf 4,0 Mio. Euro) sind kräftig geschrumpft.

Eigenkapitalquote von 86 Prozent

Massive Verschiebungen haben sich auch auf der Passivseite ergeben. Hier stellt das Eigenkapital, das sich durch den Periodengewinn von 62,1 Mio. Euro Ende 2021 auf nun 210,5 Mio. Euro erhöht hat, die mit Abstand größte Position dar und macht 86 Prozent aller Passiva aus. Auch die Struktur des Eigenkapitals hat sich deutlich verbessert, weil sich die Minderheitsanteile von zuvor 6,9 auf 1,0 Mio. Euro reduziert haben. Die zweitgrößte Passivposition stellen noch immer die langfristigen Finanzverbindlichkeiten dar, die sich aber auf 15,5 Mio. Euro fast halbiert haben.

Wachstumsbeschleunigung bei Selfio

Der Konzernumsatz belief sich in den ersten drei Quartalen auf knapp 50,0 Mio. Euro, womit der Vorjahreswert um 24 Prozent übertroffen wurden. Hiervon entfielen 12,5 Mio. Euro auf den nun entkonsolidierten weclapp-Teilkonzern, so dass die Erlöse der fortgeführten Aktivitäten bei 37,4 Mio. Euro lagen, ein Plus von 15 Prozent zum Vorjahr. Heruntergebrochen auf die einzelnen Quartale hat sich das Wachstum der fortgeführten Aktivitäten im bisherigen Jahresverlauf sukzessive beschleunigt, von 10 Prozent im ersten Quartal, über 12 Prozent in den Monaten April bis Juni bis auf 23 Prozent im Sommer. Dahinter verbirgt sich eine kräftig steigende Dynamik im SHK-Segment, dessen Umsatzwachstum von 2,4 Prozent zu Jahresanfang auf zuletzt 33 Prozent gestiegen ist. In Summe der ersten neun Monate erhöhten sich die Segmentumsätze um 18 Prozent auf 23,5 Mio. Euro und machen damit 63 Prozent der Konzernerlöse ohne weclapp aus. Ein Großteil des SHK-Umsatzes (18 Mio. Euro) entfällt auf den E-Commerce-Anbieter Selfio, der im Frühjahr noch massiv unter den steigenden Preisen und vor allem unter den ausgeprägten Lieferengpässen zu leiden hatte, inzwischen aber zurück in den Wachstumsmodus finden konnte. Dabei profitiert Selfios Umsatz auch von der erfolgreichen Weitergabe der höheren Kosten an die eigenen Kunden. Das Unternehmen räumt ein, dass ein signifikanter Wachstumsbeitrag hieraus resultierte, betont aber, dass der größere Teil des Wachstums immer noch mengengetrieben ist. Auch ist derzeit trotz anderslautender Berichte aus anderen Segmenten des Bausektors noch keine Abschwächung der Nachfrage zu verspüren, was sich das Unternehmen mit der starken Fokussierung auf den DIY-Markt und dem Sortimentsschwerpunkt bei Produkten, die bei der energetischen Sanierung eine wichtige Rolle spielen, erklärt.

Schwacher Wind und Vorsorge in Q3

Ein dem SHK-Segment entgegengesetztes zeitliches Muster zeigt die Umsatzentwicklung der Sparte Erneuerbare Energien, die nach einem sehr starken Jahresauftakt (dank höherer Stromverkaufspreise und einer hohen Windverfügbarkeit) immer weiter abflachte und im dritten Quartal nahezu stagnierte. In Summe der drei Quartale wurde aber immer noch ein Umsatzwachstum um 24 Prozent auf 5,4 Mio. Euro erreicht. Allerdings wurde der ausgewiesene Umsatz durch eine Erlösschmälerung um 0,5 Mio. Euro reduziert, die 3U im Hinblick auf die politische Diskussion über die Abschöpfung der sogenannten Übergewinne vorsorglich zurückgestellt hat.

Geschäftszahlen	9M 21	9M 22	*Änderung*
Umsatz	40,21	49,95	*+24,2%*
ITK	16,56	21,57	*+30,2%*
davon weclapp	7,56	12,54	*+65,9%*
Erneuerbare Energien	4,39	5,43	*+23,7%*
SHK	19,95	23,51	*+17,9%*
davon Selfio	15,90	18,00	*+13,2%*
EBITDA	5,56	165,07	*+2.870,5%*
ITK	3,57	2,88	*-19,5%*
Erneuerbare Energien	3,22	2,49	*-22,5%*
SHK	-0,30	0,09	-
EBITDA-Marge	*13,8%*	*330,4%*	
EBIT	2,48	161,44	*6399,4%*
ITK	3,00	1,35	*-54,9%*
Erneuerbare Energien	1,16	1,03	*-11,1%*
SHK	-0,65	-0,45	-
EBIT-Marge	*6,2%*	*323,2%*	
Vorsteuerergebnis	2,15	161,08	*7.398,8%*
Vorsteuermarge	*5,3%*	*322,4%*	
Nettoergebnis	0,94	158,83	*16.832,3%*
Netto-Marge	*2,3%*	*317,9%*	
Free-Cashflow	-15,08	152,67	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

Wachstum mit Rechenzentren

Kein Wachstum konnte hingegen in dem nach dem Verkauf von weclapp verbliebenen ITK-Segment erzielt werden. In Summe der ersten neun Monate wurden hier 9,0 Mio. Euro und damit minimal weniger als vor einem Jahr erzielt, was auf den erwartungsgemäß fortgesetzten Rückgang der Telefonieerlöse mit Privatkunden (Voice Retail) zurückzuführen ist (von 1,4 auf unter 1,3 Mio. Euro). Den größten Bereich stellt weiterhin das Geschäftsfeld Voice Business dar, das stabil bei 5,4 Mio. Euro lag, während der noch kleine Bereich Data Center und Managed Services um 48 Prozent auf 1,2 Mio. Euro gewachsen ist. Die restlichen Einnahmen des Segments stammen aus dem Vertrieb einer Fremdsoftware durch die Tochter Risma Consulting. Wie im SHK-Segment, hat auch im ITK-Geschäft die Dynamik im dritten Quartal zugenommen, so dass bei separater Betrachtung die Erlöse der Monate Juli bis September (ohne weclapp) im Vorjahresvergleich um 4,8 Prozent gesteigert werden konnten.

Selfios Profitabilität verbessert

Ergebnisseitig wurde die Entwicklung natürlich durch die sehr hohen Erträge aus den beiden Beteiligungsverkäufen geprägt. Bereinigt um den Ertrag aus dem weclapp-Verkauf und die damit zusammenhängenden Kosten (Boni für Mitarbeiter und Management in Höhe von 2,35 Mio. Euro und Beraterkosten in Höhe von 2,3 Mio. Euro), aber unter Einschluss des Verkaufs von InnoHubs, beziffert 3U das EBITDA auf 9,5 Mio. Euro (+70 Prozent gegenüber Vorjahr). In den fortgeführten Segmenten war die Ergebnisentwicklung hingegen heterogen. Für das ITK-Segment (ohne weclapp) spricht das Unternehmen auf Nachfrage von einem deutlichen Ergebniswachstum gegenüber dem Vorjahr und beziffert das Segment-EBITDA auf über 2 Mio. Euro. Eine Verbesserung gab es auch im SHK-Segment, das seit dem zweiten Quartal wieder ein positives EBITDA erwirtschaftet, was nach neun Monaten zu einem geringen EBITDA-Überschuss von 0,1 Mio. Euro (Vorjahr: -0,3 Mio. Euro) geführt hat. Und das, obwohl die Rohmarge im Vorjahresvergleich trotz der stetigen Verbesserung im Laufe der letzten Monate um 1,7 Prozentpunkte niedriger lag. Das Management sieht die Ergebnisverbes-

serung deswegen als Effekt der wachstumsbedingten Skaleneffekte und der ergriffenen Effizienzverbesserungsmaßnahmen, die weitergeführt werden sollen, um in absehbarer Zeit auch auf der EBIT- und Nettoebene positive Segmentergebnisse erreichen zu können.

Sondereffekte bei Erneuerbaren Energien

Eine deutliche Ergebnisverschlechterung gab es schließlich im Segment Erneuerbare Energien, dessen EBITDA trotz des Umsatzwachstum um 23 Prozent auf 2,5 Mio. Euro gesunken ist. Hierfür ist allerdings ein nicht-liquiditätswirksamer Sondereffekt in Höhe von 1,6 Mio. Euro verantwortlich, der aus der Wertkorrektur auf ein im Vorratsvermögen gebuchtes Windparkentwicklungsprojekt resultierte, dessen Realisierung 3U nach aktueller Lage nun eine geringere Wahrscheinlichkeit einräumt. Korrigiert um diesen Betrag und um die Erlösschmälerung wäre das Segment-EBITDA um mehr als 40 Prozent auf 4,6 Mio. Euro gestiegen.

Dividendenrendite von 50 % möglich

Mit der Veröffentlichung des Q3-Berichts wurde auch die im September angekündigte deutliche Anhebung der Ergebnisprognose für dieses Jahr konkretisiert. Dank der hohen Erträge aus dem weclapp-Verkauf soll das diesjährige EBITDA nun zwischen 165 und 170 Mio. Euro liegen (zuvor: 10 bis 12 Mio. Euro) und einen Nettoüberschuss von 155 bis 160 Mio. Euro ermöglichen. Die verbleibende Spanne von 5 Mio. Euro spiegelt u.a. die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Wind- und PV-Erträge im vierten Quartal und die finale Ausgestaltung der politischen Maßnahmen zur Abschöpfung der Übergewinne im Energiesektor wider. Diese zeigt sich auch in der Umsatzprognose, die entgegen der Ankündigung im September, als sich 3U noch zuversichtlich zeigte, den bisherigen Zielkorridor (65 bis 70 Mio. Euro) trotz des Abgangs des weclapp-Teilkonzerns erreichen zu können, nun auf 60 bis 65 Mio. Euro abgesenkt wurde. Bestätigt wurde hingegen die im September getroffene Aussage, die Aktionäre an diesem Rekordgewinn angemessen partizipieren lasen zu wollen. Konkrete Aussage zu der geplanten Höhe der Dividende ließ sich der Vorstand zwar nicht entlocken, doch es wurde mehrfach auf die bisherige Dividendenpolitik verwiesen, die sich grob an einer 50-prozentigen Ausschüttungsquote orientierte. Diese zugrunde gelegt, wäre eine Dividende von über 2 Euro je Aktie zu erwarten, was, bezogen auf den aktuellen Kurs, einer Dividendenrendite von fast 50 Prozent entspräche.

Neue Wachstumsinitiativen angekündigt

Noch wenig Konkretes wurde – verständlicherweise – zu der geplanten Stärkung der Wachstumspotenziale in den fortgeführten Geschäftsbereichen veröffentlicht. Das Unternehmen befindet sich diesbezüglich nach eigener Aussage noch in der Findungs- und Sondierungsphase, will aber schon in wenigen Wochen die ersten konkreten Schritte vorstellen. Als mögliche Stoßrichtungen wurden unter anderem die Themen Cloud Telefonie und Managed Service im ITK-Segment genannt. Das Segment Erneuerbare Energien soll vor allem durch weitere Repowering-Projekte gestärkt werden, wobei die Pläne für den Windpark Langendorf, deren Realisierung ab 2025 eine Verdreifachung der Stromerträge an diesem Standort ermöglichen würde, bereits konkret sind. Hier rechnet 3U spätestens bis zum zweiten Quartal 2023 mit der Genehmigung. Als weitere denkbare Ideen wurden vom Vorstand Themen wie Speichertechnologien für Energie genannt. Im SHK-Segment soll schließlich durch Zukäufe die Marktposition von Selfio gestärkt werden, darüber hinaus sieht 3U weiteres Potenzial in einer Erweiterung des Sortiments in Richtung Wärmeerzeugung, betont dabei aber, hier auf innovative Lösungen setzen zu wollen.

Schätzungen aktualisiert

Wir haben unsere Schätzungen im September in Reaktion auf die Meldung über den weclapp-Verkauf im größeren Umfang modifiziert und dabei die Auswirkungen der Transaktion sowohl auf den diesjährigen Gewinn und Cashflow als auch auf die nächsten Jahre, die wir fortan ohne weclapp modelliert haben, berücksichtigt. Mit dem plangemäßen Abschluss der Transaktionen (weclapp und InnoHubs) noch im September und deren Abbildung in dem Neunmonatsabschluss konnten wir nun die zuvor teilweise auf Basis von Annahmen formulierten Schätzungen präzisieren.

Dies gilt insbesondere für das laufende Jahr und für die Veränderungen der Bilanz, die wir bisher nur überschlägig nachvollziehen konnten. Darüber hinaus haben wir die nun präzisierte bzw. – beim Umsatz – reduzierte Prognose für 2022 berücksichtigt.

Gewinnschätzungen deutlich erhöht

Umsatzseitig haben wir auf die schwache Windverfügbarkeit im bisherigen Verlauf des zweiten Halbjahrs reagiert und unsere Schätzung für 2022 von zuvor 65,1 Mio. Euro auf nun 63,4 Mio. Euro reduziert. Lagen wir vorher am unteren Ende der bisherigen Prognosespanne des 3U-Vorstands, so bewegt sich unsere neue Schätzung in etwa in der Mitte der neuen Guidance. Deutlich erhöht hat sich hingegen unsere EBITDA-Schätzung, weil wir bisher den Beitrag aus dem weclapp-Verkauf noch zurückhaltend modelliert hatten. Nach der Bekanntgabe des tatsächlichen Erfolgs der Transaktion und der damit verbundenen Einmalaufwendungen heben wir unsere EBITDA-Schätzung nun von zuvor 155,1 auf 167,7 Mio. Euro an, womit wir auch hier in der Mitte der Unternehmens-Guidance liegen. Zusätzlich haben wir die angenommene Steuerbelastung abgesenkt, woraus sich für den diesjährigen Nettogewinn die Erwartung von 159 Mio. Euro bzw. 4,50 Euro je Aktie ergibt. Bisher hatten wir 143,8 Mio. Euro bzw. 4,07 Euro angenommen. Auf dieser Grundlage und unter Berücksichtigung der wiederholten Verweise des 3U-Managements auf die bisherige Dividendenpolitik heben wir auch unsere Erwartung für die diesjährige Dividende an: Statt 1,30 Euro je Aktie setzen wir nun eine Ausschüttung von 2,00 Euro je Aktie an.

Zielmarge nahezu unverändert

Die Wachstumsannahmen für die Folgejahre haben wir hingegen unverändert gelassen, weil aus den Q3-Zahlen keine Notwendigkeit für Anpassungen resultierte. Aus demselben Grund ebenfalls weitgehend unverändert geblieben sind die Margenannahmen für die Folgejahre. Hier haben sich allenfalls kleinere Änderungen aus der Aktualisierung der Bilanzdaten ergeben, die Rückwirkungen auf die GuV- und Cashflow-Daten der kommenden Jahre hatten. Doch sind diese Effekte begrenzt geblieben, so dass unsere Ziel-EBIT-Marge am Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2029 mit 4,8 Prozent nahezu unverändert geblieben ist. Die aus unseren Annahmen insgesamt resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle unten, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem fünfzehn-

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	63,4	55,0	58,8	63,2	67,2	71,3	75,7	80,6
Umsatzwachstum		-13,3%	6,9%	7,4%	6,4%	6,1%	6,3%	6,5%
EBIT-Marge	256,6%	6,9%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,1%	4,8%
EBIT	**162,8**	**3,8**	**3,2**	**3,4**	**3,6**	**3,8**	**3,8**	**3,9**
Steuersatz	1,5%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,5	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
NOPAT	**160,3**	**2,7**	**2,3**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	**2,7**	**2,7**
+ Abschreibungen & Amortisation	5,0	4,1	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-145,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	20,3	6,8	6,7	6,8	6,9	7,0	7,0	7,0
- Zunahme Net Working Capital	3,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
- Investitionen AV	157,6	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Free Cashflow	**181,5**	**5,7**	**5,4**	**5,4**	**5,5**	**5,5**	**5,4**	**5,4**

prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des detaillierten Prognosezeitraums und auf dieser Basis mit einer „ewigen" Wachstumsrate von 1 Prozent.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisikoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,1 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 7,9 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 15,0 Prozent und einem Stuersatz für den Tax-Shield von 30 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 7,2 Prozent.

Kursziel: 5,60 Euro je Aktie

Durch die Anpassungen an den Schätzungen hat sich der von uns ermittelte faire Marktwert des Eigenkapitals insgesamt leicht auf 196,6 Mio. Euro erhöht. Je Aktie entspricht das nun 5,57 Euro, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 5,60 Euro ableiten (bisher: 5,50 Euro, eine Sensitivitätsanalyse dazu findet sich im Anhang). Unverändert stufen wir hingegen das Schätzrisiko ein und bewerten es weiterhin als leicht unterdurchschnittlich, was wir mit der Vergabe von drei Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck bringen.

Fazit

Mit der Vorlage des Q3-Berichts hat 3U weitere Details zu den Folgen des aufsehenerregenden und äußerst lukrativen Verkaufs der Beteiligung an weclapp veröffentlicht. Die sonstigen betrieblichen Erträge, unter denen der Gewinn aus der Transaktion (und aus dem ebenfalls sehr erfolgreichen Verkauf der Inno-Hubs-Beteiligung) gebucht wurde, erhöhte sich im dritten Quartal um mehrere Tausend Prozent auf 165,7 Mio. Euro und sorgte entscheidend für den Quartalsgewinn von 157,1 Mio. Euro. Aus Neunmonatssicht hat 3U somit bei Erlösen von knapp 50 Mio. Euro (davon 12,5 Mio. Euro von weclapp) ein EBITDA von 165,1 Mio. Euro, ein EBIT von 161,4 Mio. Euro und einen Periodenüberschuss von 158,8 Mio. Euro verdient. Ebenso beeindruckend fiel der Cashflow aus, der sich – kumuliert über alle drei Teilsalden – auf 176,9 Mio. Euro belaufen und zu einem Anstieg der Liquidität auf 186,8 Mio. Euro bzw. 78 Prozent der Bilanzsumme geführt hat.

So überzeugend und beeindruckend diese Zahlen, der Ausblick für das Gesamtjahr (EBITDA zwischen 165 und 170 Mio. Euro, Jahresüberschuss zwischen 155 und 160 Mio. Euro) und auch die Dividendenerwartung (bei einer fünfzigprozentigen Ausschüttungsquote würde sich derzeit eine Dividendenrendite von knapp 50 Prozent ergeben) auch sind, der Blick der Börse richtet sich nun zunehmend auf die Zukunft und damit auf 3U nach weclapp aus. Auch diesbezüglich war das dritte Quartal überzeugend. Im Segment Erneuerbare Energien sorgten zwar eine schwächere Windverfügbarkeit und zwei vorsichtsgeleitete Sondereffekte zwar für eine reduzierte Umsatzdynamik und für ein schwächeres Quartalsergebnis, doch operativ waren die Zahlen hier weiter überzeugend. Gleichzeitig konnte im SHK-Segment das Wachstum deutlich beschleunigt und die Profitabilität verbessert werden. Auch für das restliche ITK-Segment (ohne weclapp) berichtet 3U für das dritte Quartal von einer erhöhten Umsatzdynamik und einem deutlichen Gewinnanstieg.

Mit welchen Schritten das Wachstumspotenzial der fortgeführten Aktivitäten weiter gestärkt werden soll, will 3U in den kommenden Wochen immer mehr konkretisieren. Zu den Gebieten, auf denen Expansionsinitiativen denkbar sind, zählen unter anderem Cloud-Telefonie, Managed Services für den unteren Mittelstand, Ausbau der Erzeugungskapazitäten aus Erneuerbaren Energien, Sortimentserweiterung bei Selfio in Richtung Wärmerzeugung und Erhöhung des Marktanteils via Akquisitionen.

Mit der prall gefüllten Kasse und dem erfahrenen Management, welches schon in der Vergangenheit gezeigt hat, wertschaffende Investitionsmöglichkeiten identifizieren und umsetzten zu können, verfügt 3U über gute Voraussetzungen, um auch die nächsten Jahre erfolgreich zu gestalten. Wir haben diese Erwartung, wenn auch zunächst nur auf der Grundlage einer organischen Weiterentwicklung, in unseren Schätzungen abgebildet und sehen auf dieser Basis den fairen Wert bei 5,60 Euro. Das ist deutlich mehr als die aktuelle Börsenbewertung, die unverständlicherweise nicht einmal den Kassenbestand abdeckt. Diese Diskrepanz sollte mit dem zunehmenden Informationsstand über die weiteren Aktivitäten und spätestens mit dem Näherrücken des Dividendentermins abnehmen, weswegen wir das Urteil „Buy“ bekräftigen.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern profitabel, seit 2017 sind die Erlöse organisch jedes Jahr gewachsen.
- Mit dem weclapp-Verkauf wurde ein großes Engagement mit einem sehr hohen Gewinn weit über den Markterwartungen abgeschlossen.
- Das laufende Jahr wird mit einem sehr hohen Gewinn in unterer dreistelliger Millionenhöhe abgeschlossen.
- Mit dem Abschluss attraktiver Stromlieferverträge ist das Segment Erneuerbare Energien auch für die Zukunft sehr solide aufgestellte.
- Nach dem weclapp-Verkauf verfügt 3U über eine exzellente Bilanz- und Liquiditätsausstattung mit einer sehr hohen Nettoliquidität.

Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig, trotz der erzielten Fortschritte arbeitet das SHK-Segment auf EBIT-Basis noch defizitär.
- Der Anteil der Wiederholungskäufe ist bei Selfio geschäftsmodellbedingt noch sehr gering.
- Sondereffekte und wenig Wind führten im dritten Quartal zu einem negativen EBITDA im Segment Erneuerbare Energien.
- Mit dem Verkauf von weclapp entfallt das Hauptelement der bisherigen Wachstumsstory. Neue Schwerpunkte müssen erst noch herausgebildet und auch im Markt stärker präsentiert werden.
- Nach dem weclapp-Verkauf erhöht sich das Gewicht der Stromerträge und damit die Abhängigkeit der Zahlen von den Witterungsverhältnissen.

Chancen

- Aus dem diesjährigen Rekordgewinn ist eine sehr großzügige Dividende zu erwarten. Wir rechnen mit einer Dividendenrendite von fast 50 Prozent.
- Selfio dürfte weiter vom Trend zum E-Commerce profitieren, auch die ITK-Aktivitäten zielen auf einen attraktiven Markt.
- Das Wachstum soll zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden, wofür nun ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Das Repowering der Windparks verspricht weiteres Ertragspotenzial.
- Die aktuelle Börsenbewertung deckt nicht einmal die aktuelle Liquidität ab und bietet so ein klares Aufwärtspotenzial.

Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität bei Selfio könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Die Lieferengpässe bei Selfio könnten sich wieder verschärfen.
- Der Einbruch der Baukonjunktur könnte die Nachfrage bei Selfio dämpfen.
- Die Stromerträge könnten Ziel einer Sonderbesteuerung oder ähnlicher Maßnahmen werden.
- Der geplante Akquisitionskurs birgt erfahrungsgemäß Risiken wie die Fehleinschätzung eines Targets oder Integrationsprobleme.
- Der hohe Reinvestitionsdruck könnte die Risiken von Akquisitionen noch zusätzlich erhöhen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	69,9	32,9	29,6	26,1	22,7	19,4	16,1	12,9	9,9
1. Immat. VG	30,6	2,4	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
2. Sachanlagen	37,2	29,3	26,3	23,0	19,8	16,7	13,6	10,5	7,6
II. UV Summe	49,2	209,1	142,3	145,5	148,9	152,3	155,8	159,2	162,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	62,1	210,7	141,6	142,1	143,1	144,1	145,3	146,4	147,5
II. Rückstellungen	1,7	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	40,7	17,8	16,7	15,7	14,5	13,3	12,1	10,8	9,6
2. Kurzfristiges FK	14,6	11,3	11,3	11,4	11,7	12,0	12,2	12,6	12,9
BILANZSUMME	**119,0**	**242,0**	**171,9**	**171,5**	**171,5**	**171,7**	**171,9**	**172,1**	**172,4**

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	55,9	63,4	55,0	58,8	63,2	67,2	71,3	75,7	80,6
Rohertrag	29,4	31,7	21,6	21,9	22,7	23,4	24,1	24,8	25,7
EBITDA	11,3	167,7	8,0	7,6	7,7	7,9	8,1	8,1	8,2
EBIT	6,8	162,8	3,8	3,2	3,4	3,6	3,8	3,8	3,9
EBT	6,3	161,9	2,7	2,1	2,4	2,7	3,0	3,1	3,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	4,0	159,4	1,9	1,5	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2
JÜ	2,9	159,0	1,8	1,4	1,6	1,8	2,0	2,1	2,2
EPS	0,08	4,50	0,05	0,04	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	-9,5	19,0	5,7	5,5	5,7	5,8	6,0	6,0	6,1
CF aus Investition	-13,8	134,6	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
CF Finanzierung	9,2	21,4	-72,2	-2,1	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3
Liquidität Jahresanfa.	26,4	12,7	187,8	120,5	123,0	125,8	128,6	131,4	134,0
Liquidität Jahresende	12,7	187,8	120,5	123,0	125,8	128,6	131,4	134,0	136,6

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	-8,4%	13,4%	-13,3%	6,9%	7,4%	6,4%	6,1%	6,3%	6,5%
Bruttomarge	52,5%	50,0%	39,3%	37,3%	35,9%	34,8%	33,8%	32,8%	31,8%
EBITDA-Marge	20,1%	264,4%	14,5%	12,9%	12,3%	11,8%	11,4%	10,7%	10,1%
EBIT-Marge	12,1%	256,6%	6,9%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,1%	4,8%
EBT-Marge	11,2%	255,2%	4,9%	3,6%	3,8%	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,2%	250,6%	3,3%	2,4%	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

	Ewiges Cashflow-Wachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,2%	5,99	5,88	5,79	5,72	5,66
6,7%	5,82	5,74	5,67	5,61	5,56
7,2%	5,69	5,62	5,57	5,52	5,48
7,7%	5,58	5,52	5,48	5,44	5,40
8,2%	5,48	5,44	5,40	5,36	5,34

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.

I) 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 Studienerstellung 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 15.11.2022 um 12:00 Uhr fertiggestellt und am 15.11.2022 um 12:30 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
12.09.2022	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
18.08.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)
16.05.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3)
13.04.2022	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
17.11.2021	Hold	4,40 Euro	1), 3), 4)
31.08.2021	Buy	3,80 Euro	1), 3), 4)
19.05.2021	Hold	3,50 Euro	1), 3), 4)
18.03.2021	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
19.11.2020	Buy	2,60 Euro	1), 3), 4)

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 Meinungsaussagen 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 übernommenen, 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.