

01. Juni 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Guter Jahresauftakt und ehrgeizige Ziele

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 2,84 € | **Kursziel:** 3,30 € (zuvor: 3,00 € (ex Div.))

Analyst: Dipl. Volkswirt 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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	126
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	2,84 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	36,7 Mio. Stück
Market-Cap:	104,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	55,7 Mio. Euro
Free Float:	74,0 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,86 / 2,08 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	348,5 Tsd. Euro / Tag

Rekorddividende ausgezahlt

Wie zu erwarten war, hat die Hauptversammlung am 15.05. dem Vorschlag einer Rekorddividende von 3,20 Euro je Aktie zugestimmt, die am 18. Mai ausgezahlt wurde. Seitdem notiert die Aktie ex-Dividende, was, wie im nebenstehenden Chart zu sehen ist, eine deutliche Abwärtsverschiebung des Kurses bedingt hat.

SHK-Umsatzziel von 100 Mio. Euro

Der Vorstand hat zudem die Hauptversammlung genutzt, um die weiteren Pläne und Perspektiven zu erläutern. Besondere Erwartungen verknüpft das Unternehmen mit dem SHK-Segment, wo mit Blick auf die nächsten drei bis vier Jahre eine Umsatzverdreifachung auf rund 100 Mio. Euro angestrebt wird. Einen wichtigen Beitrag dazu soll der Ausbau des Angebotes im Bereich Wärmeerzeugung leisten und hier insbesondere das neue, zum Patent angemeldete Konzept der Heizzentralen, das unter dem Namen Therm-Cube vermarktet werden wird. Durch die industrielle Vormontage der Wärmepumpe und der dazugehörigen Hydraulik und Elektrik soll die Montagezeit vor Ort um bis zu 80 Prozent verkürzt werden und auch den Einbau für Laien ermöglichen. Ein wichtiger Bau-

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	61,1	55,9	62,7	59,1	63,4	74,6
EBIT (Mio. Euro)	5,9	6,8	161,1	2,6	1,2	5,3
Jahresüberschuss	3,3	2,9	159,0	3,0	1,5	2,9
EpS	0,09	0,08	4,33	0,08	0,04	0,08
Dividende je Aktie	0,05	0,05	3,20	0,10	0,10	0,09
Umsatzwachstum	18,7%	-8,4%	12,0%	-5,6%	7,1%	17,8%
Gewinnwachstum	-20,2%	-10,7%	5350,4%	-98,1%	-48,7%	87,9%
KUV	1,71	1,86	1,66	1,76	1,65	1,40
KGV	31,9	35,7	0,7	34,6	67,4	35,9
KCF	21,8	-	6,3	15,1	19,2	12,0
EV / EBIT	9,4	8,2	0,3	21,9	44,8	10,5
Dividendenrendite	1,6%	1,6%	112,7%	3,5%	3,4%	3,3%

stein der Wachstumspläne für Selfio stellen zudem Akquisitionen dar. Diesbezüglich befindet sich 3U nach eigener Aussage auf der HV bereits in vielversprechenden Gesprächen mit attraktiven Zielunternehmen und nennt die Erweiterung der regionalen Präsenz als eine mögliche Stoßrichtung.

Erzeugungskapazität könnte vervierfacht werden

Nicht minder ehrgeizige Pläne verfolgt 3U für das Segment Erneuerbare Energien, wo der Wachstumsschwerpunkt auf dem Repowering der bestehenden Windparks und der Fertigstellung der seit mehreren Jahren ruhenden Windparkprojekte liegt. Bei erfolgreicher Umsetzung dieser Vorhaben könnte sich die Erzeugungskapazität des Segments in den nächsten vier bis sechs Jahren von derzeit 53 MW auf bis zu 200 MW annähernd vervierfachen.

Moderates Umsatzwachstum in Q1

Bereits im Vorfeld der HV hat 3U den Bericht zum ersten Quartal vorgelegt und darin ein moderates Umsatzwachstum um 2,5 Prozent auf 13,3 Mio. Euro gemeldet (fortgeführte Aktivitäten, ohne weclapp im Vorjahr). Die stärkste Dynamik zeigte das Segment Erneuerbare Energien, dessen Umsatz trotz einer im Vorjahresvergleich schwächeren Windverfügbarkeit um 5 Prozent auf 2,5 Mio. Euro zugelegt hat. Ermöglicht wurde dies durch die höheren Vergütungen, wobei ein noch besseres Ergebnis durch den mehrwöchigen Ausfall einer Turbine verhindert wurde. Mit knapp 3 Prozent (auf 7,8 Mio. Euro) ist das Segment SHK gewachsen, womit sich 3U von der negativen Entwicklung des deutschen Onlinehandels erfolgreich abkoppeln konnte. Das Unternehmen begründet dies u.a. mit der starken Nachfrage im Bereich Wärmeerzeugung und verweist zudem auf die teilweise wieder fallenden Preise, durch welche die Dynamik des Absatzwachstums sogar unterzeichnet wird. Bei 3,1 Mio. Euro stabil geblieben ist hingegen der Umsatz des ITK-Segments, weil das Mengenwachstum im Bereich Voice Business und der steigende Beitrag der Aktivitäten im Bereich Data Center & Managed Services durch den Rückgang des Bereiches Voice Retail sowie durch die seitens der Netzagentur plangemäß

reduzierten Netzentgelte aufgewogen wurden. Da durch den letztgenannten Effekt lediglich ein durchlaufender Posten reduziert wurde, wird die eigentliche Dynamik des Segments durch die Entwicklung des Rohertrages, der sich um 5 Prozent auf 1,8 Mio. Euro verbessert hat, korrekter wiedergegeben.

Geschäftszahlen	Q1 21	Q1 22	Änderung
Umsatz	12,95	13,27	+2,5%
ITK	3,11	3,12	+0,2%
Erneuerbare Energien	2,42	2,55	+5,4%
SHK	7,55	7,75	+2,7%
EBITDA	3,63	1,86	-48,7%
ITK	0,85	0,93	+9,1%
Erneuerbare Energien	2,02	1,90	-5,6%
SHK	-0,17	-0,13	-
<i>EBITDA-Marge</i>	28,0%	14,0%	
ITK	27,2%	29,7%	
Erneuerbare Energien	83,5%	74,7%	
SHK	-2,3%	-1,7%	
EBIT	2,79	1,01	-63,8%
ITK	0,73	0,82	+11,3%
Erneuerbare Energien	1,53	1,39	-8,8%
SHK	-0,35	-0,31	-
<i>EBIT-Marge</i>	21,6%	7,6%	
Vorsteuerergebnis	2,72	1,78	-34,6%
<i>Vorsteuermarge</i>	21,0%	13,4%	
Nettoergebnis	1,55	1,41	-9,5%
<i>Netto-Marge</i>	12,0%	10,6%	
Free-Cashflow	1,81	-4,14	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

Konzern-EBITDA um die Hälfte tiefer

Das Rohertragswachstum im ITK-Segment konnte 3U in eine Verbesserung des Segment-EBITDA um 9 Prozent auf 0,9 Mio. Euro ummünzen, womit sich die Marge hier auf 29,7 Prozent erhöhte. Ebenfalls eine Ergebnisverbesserung, allerdings auf einem anderen Niveau, wurde in der SHK-Sparte erzielt, deren EBITDA-Verlust von -0,2 auf -0,1 Mio. Euro reduziert wurde. Demgegenüber ist der Ergebnisbeitrag

des Segments Erneuerbare Energien wegen der Reparaturkosten an einer Windturbine um 6 Prozent auf 1,9 Mio. Euro zurückgegangen. Nach Konsolidierung und Berücksichtigung der Holding-Kosten wurde im ersten Quartal ein EBITDA von 1,9 Mio. Euro erwirtschaftet, knapp 50 Prozent weniger als ein Jahr zuvor. Die Differenz erklärt sich mit dem hohen Beitrag des InnoHubs-Projekts im Vorjahr (5,5 Mio. Euro), dem im Berichtszeitraum keine entsprechenden Erträge gegenüberstanden.

Hohes positives Zinsergebnis

Nach Abschreibungen, die sich nur moderat auf knapp 0,9 Mio. Euro erhöht haben, verblieb ein EBIT von 1,0 Mio. Euro, das somit um 64 Prozent unter Vorjahr blieb. Auf der Ebene des Vorsteuerergebnisses konnte der Rückgang aber auf 35 Prozent begrenzt werden, weil 3U auf die sehr hohe Liquidität (189,7 Mio. Euro zum Jahreswechsel) hohe Zinserträge erzielt hat, die für ein Finanzergebnis von +0,8 Mio. Euro gesorgt haben (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro). Da zudem die Ertragssteuern und die Minderheitsanteile (die im Vorjahr durch den Anteil des Joint-Venture-Partners an dem Projekt InnoHubs in die Höhe getrieben worden waren) überproportional gesunken sind, blieb der Nettogewinn des ersten Quartals mit 1,4 Mio. Euro nur unwesentlich unter dem Niveau des Vorjahrs (1,6 Mio. Euro).

Kurzfristige Darlehensvergabe

Da das Immobilienprojekt InnoHubs im Vorjahr die Cashflow-Rechnung maßgeblich geprägt hatte, haben sich aus dessen Verkauf auch hier deutliche Veränderungen ergeben. So hat sich der Investitions-Cashflow von -5,9 Mio. Euro auf +0,3 Mio. Euro verbessert, während sich der Finanzierungs-Cashflow, der Anfang 2022 noch von der Kreditaufnahme für das Immobilienvorhaben geprägt gewesen war (+7,5 Mio. Euro), nun auf +0,2 Mio. Euro ermäßigt hat. Einen deutlichen Mittelabfluss von -4,4 Mio. Euro (Vorjahr: +7,7 Mio. Euro) gab es hingegen im operativen Cashflow, dessen wichtigste Ursache aber nicht operativer Natur war. Und zwar hat 3U an mehrere Mitarbeiter und Organmitarbeiter kurzfristige Darlehen vergeben, damit sie die Einkommenssteuern auf die ausgeübten Aktienoptionen begleichen konnten. Diese

Darlehen haben entscheidend zum Anstieg der kurzfristigen sonstigen Vermögensgegenstände um 3,6 Mio. Euro beigetragen und sind allesamt bereits im zweiten Quartal fällig.

Sehr hohe Nettoliquidität und EK-Quote

Hierdurch hat sich die Liquidität innerhalb der ersten drei Monate von 189,7 auf 185,8 Mio. Euro leicht reduziert, womit sie aber noch immer 76 Prozent der nahezu unveränderten Bilanzsumme von 244,8 Mio. Euro stellte. Das Eigenkapital hat sich dank dem Quartalsgewinn leicht auf 213,8 Mio. Euro erhöht, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 87,4 Prozent. Inzwischen werden sich beide Positionen erheblich reduziert haben, weil 3U, wie eingangs erwähnt, am 18. Mai die Rekorddividende von 117 Mio. Euro ausgezahlt hat.

Prognose bestätigt

Für das laufende Jahr strebt 3U für die fortgeführten Aktivitäten weiterhin ein Umsatzwachstum auf 55 bis 60 Mio. Euro an, was gegenüber 2022 einem organischen Wachstum zwischen 9 und 19 Prozent entspricht. Auf dieser Grundlage sollen das EBITDA in der Spanne zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro und das Nettoergebnis zwischen 2,5 sowie 3,5 Mio. Euro liegen. Dass der Konzerngewinn unter dem – fortgeführten – Vergleichswert aus 2022 liegen wird, ist auf das Fehlen der Erträge aus dem Bauträgergeschäft zurückzuführen, welches letztes Jahr durch den Verkauf des Innohub-Projekts 6,4 Mio. Euro zum Ergebnis beigetragen hat.

Schätzungen unverändert

Verglichen mit der Zielsetzung von 3U, den Umsatz im SHK-Segment mittelfristig auf rund 100 Mio. Euro steigern zu wollen, mutet unsere diesbezügliche Schätzung sehr vorsichtig an, liegt sie doch für 2026 gerade mal bei 52 Mio. Euro. Allerdings bleibt zu bedenken, dass unsere Schätzungen keinerlei anorganische Effekte enthalten. Und organisch fügen sich die von uns unterstellten Wachstumsraten von 20 bis 10 Prozent durchaus in das Muster der vergangenen Jahre ein. Sollte das Geschäft mit dem neuen Produkt ThermCube die damit verknüpften Erwartungen er-

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	59,1	63,4	74,6	84,6	90,5	97,8	105,9	114,9
Umsatzwachstum		7,1%	17,8%	13,4%	7,0%	8,0%	8,3%	8,5%
EBIT-Marge	4,3%	2,0%	7,1%	12,1%	12,5%	13,2%	13,8%	15,6%
EBIT	2,6	1,2	5,3	10,3	11,3	12,9	14,6	17,9
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	0,4	1,6	3,1	3,4	3,9	4,4	5,4
NOPAT	1,8	0,9	3,7	7,2	7,9	9,0	10,3	12,5
+ Abschreibungen & Amortisation	3,1	3,2	5,2	5,2	5,3	5,4	5,5	4,5
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	5,2	4,3	9,2	12,7	13,5	14,7	16,0	17,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-2,0	-41,5	-11,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
Free Cashflow	2,7	-37,7	-2,6	10,7	11,4	12,3	13,5	14,6

SMC Schätzmodell

füllen, könnte die Entwicklung sicherlich noch deutlich an Dynamik zulegen, doch hierfür würden wir gern die erste Marktresonanz abwarten. In unseren Schätzungen ebenfalls noch nicht berücksichtigt sind die Repowering-Potenziale abseits von Langendorf sowie die Wachstumsmöglichkeiten, die sich aus der Realisierung der vier Windparkprojekte ergeben könnten. Insofern sehen wir unsere Abschätzung als eine konservative Fortschreibung der organischen Entwicklung des aktuellen Portfolios, die unseres Erachtens ein Basisszenario der künftigen Entwicklung darstellen dürfte. Dies umso mehr, als diese Abschätzung keinerlei Wertbeitrag aus den Aktivitäten der Holding beinhaltet, die in der Vergangenheit wiederholt signifikant zum Konzerngewinn beigetragen haben. Allerdings halten wir es für angemessener, solche Potenziale nicht spekulativ zu berücksichtigen, sondern erst bei einem ausreichenden Konkretisierungsgrad in das Modell aufzunehmen. Bis dahin sehen wir sie als zusätzliches Upside-Potenzial.

Stetiges Umsatzwachstum und steigende Profitabilität

Konkret rechnen wir für 2023, wie bisher, mit einem Konzernumsatz von 59,1 Mio. Euro, einem EBITDA

von 6,6 Mio. Euro, einem EBIT von 2,6 Mio. Euro und einem Jahresüberschuss von 3,0 Mio. Euro. Auch die Annahmen für die Folgejahre sind unverändert geblieben. Bei einem durchschnittlichen – organischen – Umsatzwachstum von 10 Prozent (CAGR) liegt der Zielumsatz unserer Schätzungen bei 115 Mio. Euro, während wir für die EBIT-Marge einen Anstieg von 4,3 Prozent im laufenden Jahr auf 15,6 Prozent im Jahr 2030 unterstellen. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Unverändert gelassen haben wir auch die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,1 berechnet und belaufen sich auf 8,9 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 30 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von

30,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 7,3 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 25 Prozent, und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Neues Kursziel: 3,30 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 243,7 Mio. Euro bzw. 3,29 Euro je Aktie, woraus wir

das neue Kursziel von 3,30 Euro ableiten (bisher: 3,00 Euro ex-Dividende; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Anhebung resultiert aus der Erhöhung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens, die wir auf der Basis des Q1-Abschlusses vorgenommen haben. Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, welches wir weiterhin als leicht überdurchschnittlich bewerten, was in der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck kommt.

Fazit

Mit dem Beschluss und der Zahlung der Rekorddividende hat 3U einen Schlusspunkt unter das sehr erfolgreiche Jahr 2022 gesetzt. Zugleich hat das Managements die Hauptversammlung genutzt, um die Potenziale des aktuellen Portfolios wie auch die weiteren Pläne zu erläutern.

Besonders große Erwartungen verknüpft das Unternehmen mit dem neuen Konzept ThermCube, einem industriell vorgefertigten System aus einer Wärmepumpe und der hierfür benötigten hydraulischen und elektrischen Installation. Durch die industrielle Konfektionierung und Fertigung wird ein Großteil der sonst benötigten Montagezeit vor Ort eingespart, womit zwei der zentralen Hindernisse der politisch forcierten Wärmewende, nämlich die hohen Kosten und die starke Beanspruchung der knappen Handwerkerkapazitäten, adressiert werden. Darüber hinaus hat 3U seine Pläne für die Erweiterung der Stromerzeu-

gungskapazitäten vorgestellt und von fortgeschrittenen Akquisitionsgesprächen berichtet.

Die erfolgreiche Umsetzung all dieser Pläne würde 3U ein deutlich stärkeres Wachstum als das von uns unterstellte ermöglichen. Dennoch haben wir unsere Schätzungen, welche die organische Fortentwicklung des aktuellen Portfolios abbilden, nicht verändert, weil der Konkretisierungsgrad der Vorhaben für eine explizite Berücksichtigung in unserem Modell noch zu gering ist. Dieses enthält somit lediglich das bereits geplante und sich im Genehmigungsprozess befindliche Repowering-Projekt in Langendorf, aber noch keine weiteren Repowering-Vorhaben, Windparkprojekte oder Akquisitionen.

Auf dieser konservativen Basis sehen wir den fairen Wert bei 3,30 Euro je Aktie (ex-Dividende lag unser Kursziel zuvor bei 3,00 Euro) und bestätigen das bisherige Urteil „Buy“.

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.
- Damit wurde die lange Reihe erfolgreich beendeter Investments fortgeführt.
- Das letzte Jahr wurde mit einem sehr hohen Gewinn von 159 Mio. Euro abgeschlossen.
- Mit dem Abschluss attraktiver Stromlieferverträge ist das Segment Erneuerbare Energien auch für die Zukunft sehr solide aufgestellt.
- Nach dem weclapp-Verkauf verfügt 3U über eine exzellente Bilanz mit einer sehr hohen Nettoliquidität.

Chancen

- 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 ungeachtet der hohen Ausschüttung ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Mit dem neuen Produkt ThermCube verfügt 3U über eine innovative Lösung für einige zentrale Hindernisse der angestrebten Wärmewende und könnte von dieser erheblich profitieren.
- Das Repowering der Windparks verspricht weiteres Ertragspotenzial.
- Nach dem Ende des brandenburgischen Moratorium für Windenergieanlagen könnte das Projektportfolio von 3U – zumindest teilweise – doch noch erfolgreich weiterentwickelt werden.

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.
- Nachteilige Witterungsverhältnisse können Erträge im Segment Erneuerbare Energien, dessen Bedeutung für die Konzernzahlen nach dem weclapp-Verkauf zugenommen hat, schmälern.
- Mit Ausnahme eines Windparks befinden sich sämtliche Vorhaben zum Kapazitätsausbau des Segments Erneuerbare Energien noch in einer frühen Planungsphase.
- Das Telefoniegeschäft, noch der größte Teil des ITK-Segments, ist wachstumsschwach.

Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität bei Selfio könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Die schwache Entwicklung des Onlinehandels und des SHK-Marktes könnte die Dynamik von Selfio weiter dämpfen.
- Die Erwartungen an das Geschäft mit ThermCube könnten verfehlt werden.
- Das geplante Wachstum im Bereich Managed Services könnte hinter den Erwartungen bleiben.
- Die Abschöpfung der überdurchschnittlichen Stromerträge könnte länger fortgesetzt 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	34,1	32,1	69,5	74,6	69,8	64,9	60,2	55,4	51,7
1. Immat. VG	2,3	2,1	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
2. Sachanlagen	31,0	29,2	66,9	72,1	67,4	62,7	58,1	53,4	49,8
II. UV Summe	209,5	98,3	104,4	99,9	105,5	109,1	112,6	116,1	119,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	211,2	98,7	96,7	96,1	99,0	100,0	101,3	102,8	105,3
II. Rückstellungen	2,0	2,3	2,5	2,8	3,1	3,3	3,6	3,9	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,5	17,3	58,5	59,1	56,4	53,5	50,3	46,8	42,9
2. Kurzfristiges FK	11,9	12,1	16,1	16,5	16,8	17,2	17,6	18,0	18,5
BILANZSUMME	243,6	130,4	173,9	174,5	175,3	174,0	172,8	171,4	170,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	62,7	59,1	63,4	74,6	84,6	90,5	97,8	105,9	114,9
Rohertrag	30,9	22,2	22,6	30,1	36,5	39,2	42,5	46,3	50,7
EBITDA	165,6	6,6	5,3	11,4	16,4	17,5	19,1	21,0	23,2
EBIT	161,1	2,6	1,2	5,3	10,3	11,3	12,9	14,6	17,9
EBT	161,0	4,5	2,4	4,4	9,2	10,5	12,2	14,2	17,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	159,4	3,2	1,7	3,1	6,4	7,3	8,6	9,9	12,4
JÜ	159,0	3,0	1,5	2,9	6,3	7,2	8,4	9,8	12,2
EPS	4,33	0,08	0,04	0,08	0,17	0,20	0,23	0,27	0,33

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	16,5	6,9	5,4	8,7	12,0	13,0	14,2	15,7	17,0
CF aus Investition	147,8	-2,0	-41,5	-11,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
CF Finanzierung	12,6	-116,8	41,3	-3,0	-6,3	-9,2	-10,5	-12,0	-13,7
Liquidität Jahresanfa.	12,7	189,7	77,8	83,1	77,6	82,2	84,5	86,8	88,9
Liquidität Jahresende	189,7	77,8	83,1	77,6	82,2	84,5	86,8	88,9	90,5

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	12,0%	-5,6%	7,1%	17,8%	13,4%	7,0%	8,0%	8,3%	8,5%
Rohtragsmarge	49,4%	37,5%	35,7%	40,3%	43,2%	43,3%	43,5%	43,8%	44,1%
EBITDA-Marge	264,3%	11,1%	8,3%	15,2%	19,4%	19,4%	19,6%	19,9%	20,2%
EBIT-Marge	257,1%	4,3%	2,0%	7,1%	12,1%	12,5%	13,2%	13,8%	15,6%
EBT-Marge	256,9%	7,6%	3,8%	5,8%	10,8%	11,6%	12,5%	13,4%	15,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	253,8%	5,1%	2,4%	3,9%	7,4%	7,9%	8,6%	9,3%	10,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,3%	4,69	4,30	3,98	3,72	3,51
6,8%	4,16	3,86	3,61	3,40	3,22
7,3%	3,73	3,49	3,29	3,12	2,97
7,8%	3,38	3,19	3,02	2,87	2,75
8,3%	3,09	2,93	2,79	2,67	2,56

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 01.06.2023 um 7:48 Uhr fertiggestellt und am 01.06.2023 um 8:20 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
02.05.2023	Buy	6,20 Euro / 3,00* Euro	1), 3)
15.03.2023	Buy	5,70 Euro	1), 3)
02.03.2023	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
15.11.2022	Buy	5,60 Euro	1), 3), 4)
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)

*ex-Dividende

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.