

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **5,50 Euro**

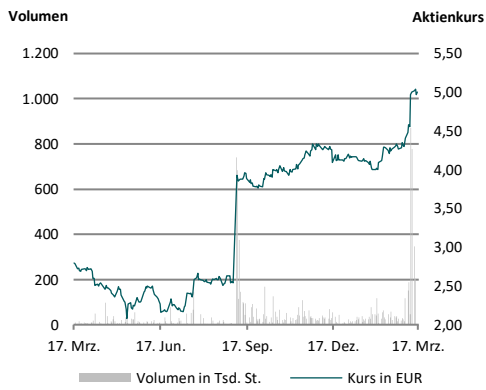
Kurspotenzial: **+8 Prozent**

Aktien­daten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	5,08 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	36,62
Marktkap. (in Mio. Euro)	186,0
Enterprise Value (in Mio. Euro)	15,9
Ticker	UUU
ISIN	DE0005167902

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	5,10
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,06
3 M relativ zum CDAX	+16,4%
6 M relativ zum CDAX	+18,1%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	69,8%
Michael Schmidt	25,0%
Jürgen Beck-Bazlen	3,8%
Management	1,4%

Termine

GB 2022	29. März 2023
Q1 Bericht	10. Mai 2023

Prognoseanpassung

	2023e	2024e	2025e
Umsatz (alt)	54,4	56,3	56,3
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	2,2	2,1	1,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,06	0,04	0,04
Δ in %	-	-	-

Analysten

Christoph Hoffmann	Sebastian Weidhüner
+49 40 41111 37 85	+49 40 41111 37 82
c.hoffmann@montega.de	s.weidhuener@montega.de

Publikation

Erststudie	20. März 2023
------------	---------------

What's next?

3U ist eine Management- und Beteiligungsholding, die vornehmlich in den Bereichen E-Commerce für Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK), Erneuerbare Energien (EE) und IT bzw. Telekommunikation (ITK) agiert. In den letzten Jahren hat sich das Unternehmen insbesondere auf die operative Entwicklung der weclapp SE (ERP-Software) fokussiert. Nach dem äußerst erfolgreichen Verkauf der 71%-Beteiligung an weclapp im September 2022 zu 161 Mio. Euro verfügt das Unternehmen aktuell über einen Liquiditätsbestand in Rekordhöhe. So hat 3U einen Kassenbestand von etwa 190 Mio. Euro und hält Gold im Gegenwert von rund 3 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung zinstragender Finanzverbindlichkeiten i.H.v. 20 Mio. Euro lag die **Nettoliquidität je Aktie** zum Jahresende 2022 u.E. bei **4,73 Euro**. Dadurch verbleiben auch nach der angekündigten Ausschüttung von 3,20 Euro je Aktie (**Dividendenrendite: 63%**) bzw. in Summe 117 Mio. Euro weitere ca. 70 Mio. Euro für anorganisches Wachstum. Derzeit prüft 3U laut Vorstand insbesondere den Zukauf von Unternehmen oder Kundenstämmen in den bestehenden Segmenten SHK und ITK.

Das verbliebene operative Geschäft besteht aus **drei unkorrelierten, weitgehend konjunkturunabhängigen Geschäftsbereichen mit geringem Investitionsbedarf**. Im ITK-Segment profitiert der IT-Bereich von einer anhaltenden Digitalisierung sowie dem Trend zum Cloud Computing. Der TK-Bereich sieht sich hingegen zwar einer übergeordnet abschwächenden Nachfrage ausgesetzt, ermöglicht in der Run-Off-Phase infolge seiner guten Marktposition dennoch hochmarginale Cashflows. Das Segment **Erneuerbare Energien** umfasst drei Wind- sowie einen Solarpark und profitiert von jüngst abgeschlossenen PPAs zu attraktiven Konditionen sowie gestiegenen Strompreisen am Spotmarkt. Die im Geschäftsbereich **SHK** (organische Umsatz-CAGR 2018 bis 2022e: 12,4%) enthaltene E-Commerce-Tochter Selfio sollte an einer anhaltend positiven Marktentwicklung partizipieren und mittelfristig im Zuge einer stärkeren Profitabilitätsfokussierung Skaleneffekte realisieren. Im Status Quo beziffern wir den Free Cashflow des Konzerns für das laufende Jahr auf 2,5 Mio. Euro. Zusätzliches Potenzial ergibt sich i.W. durch drei strategische Initiativen, die im Repowering bestehender Windparks, in dem Ausbau des Managed Services-Geschäfts und in der Einführung neuer Produkte des Online-Handels (u.a. innovative Heizzentralen) bestehen.

Bewertungstechnisch reflektiert der aktuelle Kurs nur einen Aufschlag von 0,35 Euro je Aktie zur Nettoliquidität. Dagegen beziffert unsere DCF-Bewertung den Equity Value auf 0,76 Euro je Aktie. Darüber hinaus erhalten Investoren eine **Realloption in Bezug auf eine Reallokation des übrigen Kassenbestands**. Da das Management insbesondere mit der weclapp-Veräußerung gezeigt hat, dass es sowohl Unternehmen operativ entwickeln als auch selbst in unvorteilhaften Marktphasen zu attraktiven Konditionen veräußern kann, gehen wir auch zukünftig von einer **wertschöpfenden Kapitalallokation** aus.

Fazit: Die 3U-Aktie bietet Investoren derzeit die spannende Gelegenheit, ein profitables Unternehmen nur 7% über seiner Nettoliquidität zu erwerben und von weiteren M&A-Transaktionen des erfahrenen Managements zu profitieren. Wir nehmen die 3U HOLDING AG mit einer **Kaufempfehlung** sowie einem Kursziel von **5,50 Euro** in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	55,9	63,0	54,4	56,3	56,3
Veränderung yoy	-8,4%	12,6%	-13,6%	3,5%	0,0%
EBITDA	11,3	166,0	5,4	5,3	5,1
EBIT	6,8	161,7	2,2	2,1	1,9
Jahresüberschuss	2,9	159,0	2,1	1,6	1,5
Rohertagsmarge	52,5%	52,7%	35,0%	32,9%	32,4%
EBITDA-Marge	20,1%	263,5%	9,9%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge	12,1%	256,7%	4,0%	3,8%	3,3%
Net Debt	23,6	-170,2	-56,7	-58,4	-61,0
Net Debt/EBITDA	2,1	-1,0	-10,6	-10,9	-12,0
ROCE	10,2%	252,7%	5,2%	5,3%	4,8%
EPS	0,08	4,44	0,06	0,04	0,04
FCF je Aktie	-0,43	0,27	0,10	0,08	0,09
Dividende	0,05	3,20	0,03	0,02	0,02
Dividendenrendite	1,0%	63,0%	0,6%	0,4%	0,4%
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	1,4	0,1	3,0	3,0	3,1
EV/EBIT	2,3	0,1	7,4	7,4	8,5
KGV	63,5	1,1	84,7	127,0	127,0
KBV	3,4	0,9	1,9	1,9	1,9

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 5,08

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Diversifizierte Geschäftstätigkeit in unkorrelierten Märkten	5
Intensiver Wettbewerb in fragmentierten Branchen	9
Mittelfristig leicht steigende organische Konzernumsatzentwicklung zu erwarten	11
Hohes Gewinnpotenzial im Online-Handel und konstante Gewinnbeiträge aus ITK- und Erneuerbare Energien-Geschäft	14
Grundsolide Bilanz schafft Opportunitäten für zukünftiges Wachstum und ermöglicht hohe Dividendenzahlung	16
Hohe Free Cashflows infolge geringen Investitionsbedarfs	17
Newsflow dürfte von zukünftiger Akquisitionsstrategie geprägt sein	18
Nettoliquidität und positiver Equity Value der verbleibenden Geschäftsbereiche nicht ausreichend in Bewertung reflektiert	18
Fazit	19
SWOT	20
Stärken	20
Schwächen	20
Chancen	20
Risiken	21
Bewertung	22
DCF-Modell	22
Unternehmenshintergrund	24
Key Facts	24
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	24
Organisationsstruktur	25
Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung	25
Zielmärkte, Absatzregionen und Vertriebsstruktur	26
M&A-Historie	26
Management	27
Aktionärsstruktur	28
Anhang	29
Disclaimer	33

INVESTMENT CASE

Die 3U HOLDING AG ist eine deutsche Beteiligungsgesellschaft, die sich zurzeit auf Investments in den Bereichen Erneuerbare Energien, Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK) sowie dem Online-Handel spezialisiert. Hierbei verfolgt 3U einen langfristigen Investmentansatz und tritt als Mehrheits- bzw. Alleineigentümer auf. Daneben nimmt 3U Chancen im Immobiliensektor wahr und agierte hier in der Vergangenheit unter anderem als Projektentwickler. Gemäß der aktuellen Zielmärkte gliedert das Unternehmen seine Geschäftstätigkeit in drei Segmente. Da mit der weclapp SE zum 30.09.2022 ein tragender Bereich des ITK-Segments veräußert und entkonsolidiert wurde (Umsatz 9M/22: 12,5 Mio. Euro), werden die Erlösanteile nachfolgend auf Basis unserer Prognosen 2022e exklusive der abgegebenen Einheit bzw. „Pro-Forma“ dargestellt.

1) Segment Informations- und Telekommunikationstechnik (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 23%)

Das ITK-Segment untergliedert sich wiederum in die folgenden vier Bereiche:

- **Data Center Services & Operation (MONE: ~12% des Segmentumsatzes):** Das IT-Geschäft basiert auf drei unternehmenseigenen Rechenzentren in Marburg, Berlin und Hannover, die insgesamt über eine Nutzfläche von 910m² und eine Leistung von 950kW verfügen. Hierbei stellt 3U Unternehmenskunden entweder die vollständige IT-Infrastruktur („Infrastructure-as-a-Service“) oder lediglich die Rechenzentrumsflächen („Colocation“) gegen eine Miete zwecks Aufstellung kundeneigener Server zur Verfügung. Ergänzend bietet die Gesellschaft den Betrieb von IT-Landschaften („Managed Services“) mit einem strategischen Fokus auf B2B-Kunden mit bis zu 100 Arbeitsplätzen an. Letztere weisen aktuell zwar noch eine untergeordnete wirtschaftliche Bedeutung auf, sollen jedoch zukünftig als neuer Fokusbereich spürbare Umsatz- und Ergebnisbeiträge liefern.
- **Voice Retail (MONE: ~15% des Segmentumsatzes):** Diese Einheit bündelt sämtliche Telefonie-Dienstleistungen für Endkunden (B2C). Dazu zählen primär Call-by-Call- bzw. Preselection-Gespräche, die günstige, anbieterunabhängige Verbindungen darstellen. So können Call-by-Call-Verbindungen insbesondere bei internationalen Telefonaten eine deutliche Kostenersparnis bieten. Die Fortführung des Geschäftsbereichs Voice Retail ist dabei insbesondere von einer Vereinbarung zwischen den Telekommunikationsverbänden VATM bzw. DVTM und der Deutschen Telekom abhängig. Denn wurden die anbieterunabhängigen Call-by-Call-Tarife 1998 im Zuge der Liberalisierung des Telekommunikationssektors zwecks Schaffung von Wettbewerb gegenüber der Deutschen Telekom eingeführt, entfiel die regulatorische Grundlage bereits Ende 2019. Somit ist die Deutsche Telekom nicht mehr gesetzlich verpflichtet, seinen Kunden externe Call-by-Call- und Preselection-Gespräche zu ermöglichen. Durch eine 2022 erfolgte, zweijährige Vertragsverlängerung kann die 3U ihre Dienstleistungen vorbehaltlich weiterer Prolongationen jedoch noch bis mindestens Ende 2024 fortführen.
- **Voice Business (MONE: ~64% des Segmentumsatzes):** Der größte Umsatzbeitrag des ITK-Segments wird im Bereich der Internet-Telefonie mit Geschäftskunden erzielt, zu denen überwiegend andere Telekommunikationsdienstleister gehören. Hier fungiert 3U u.a. als Teilnehmer- und Verbindungsnetzbetreiber und verfügt über ein eigenes internetbasiertes Telefonnetz (sog. Next Generation Network). Die Kerndienstleistung besteht in der Terminierung von Anrufen, welche immer dann benötigt wird, wenn sich die Gesprächsteilnehmer in unterschiedlichen Netzen befinden. Vereinfacht ausgedrückt ist 3U somit als Intermediär tätig, der ein netzübergreifendes Telefongespräch ermöglicht. Dabei deckt das Leistungsangebot Fest- und Mobilnetze, internationale Verbindungen, Sonder- bzw. Serviceleitungen sowie eine Vielzahl sonstiger Mehrwertdienste ab.
- **IT-Lizenzhandel (MONE: ~9% der Segmentumsatzes):** Ergänzend tritt das Unternehmen in geringem Umfang als Vertriebspartner von IT-Software auf. Hierbei fokussiert sich 3U gegenwärtig ausschließlich auf die Dokumentenmanagementsoftware Litera in der DACH- bzw. EMEA-Region.

2) Segment Erneuerbare Energien (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 16%)

Das Geschäftsfeld Erneuerbare Energien umfasst derzeit drei zugekaufte Windparks sowie einen selbstentwickelten Solarpark. Des Weiteren verfügt 3U durch einen 2014 erworbenen Windparkprojektentwickler über eine Pipeline von weiteren vier Projekten in Brandenburg.

- **Windpark Langendorf (Nennleistung 22,5 MW):** Der in 2014 für ca. 12,2 Mio. Euro erworbene Windpark wurde 2001 in Betrieb genommen und verfügte bis 2021 über eine fixe EEG-Vergütung. Gegenwärtig verkauft 3U die Stromerträge (ca. 36.000 MWh p.a.) am Spotmarkt, sodass die erzielten Umsätze der Volatilität der Strompreise unterliegen. Aufgrund des fortgeschrittenen Anlagenalters hat das Unternehmen bereits im August 2022 einen Antrag auf umfassende Repowering-Maßnahmen gestellt, die den partiellen Rückbau der derzeitigen Windräder und die anschließende Errichtung von modernen, leistungsstärkeren Anlagen vorsehen. So soll sich die Nennleistung im Zuge des Projekts auf 43,0 MW knapp verdoppeln, die Stromerträge nahezu verdreifachen. 3U verantwortet hierbei sämtliche Entwicklungstätigkeiten und rechnet in Q2/23 mit der Bewilligung des Repowering-Antrags.
- **Windpark Klostermoor (Nennleistung 6,0 MW):** Im Jahr 2018 erwarb 3U für rund 0,83 Mio. Euro 100% der Anteile am Windpark Klostermoor, der einen jährlichen Stromertrag von 8.200 bis 8.500 MWh generiert. Die 1999 errichteten Anlagen verfügten lediglich bis Ende 2020 über eine garantierte EEG-Einspeisevergütung, wobei 3U durch den Abschluss eines PPAs (Power Purchase Agreements) weiterhin fixe Abnahmepreise erzielen kann. Der Vertrag weist nach Unternehmensangaben eine Laufzeit bis Ende 2023 auf. Da die Windkraftanlagen laut Vorstand längstens bis Ende 2027 betrieben werden können, prüft 3U derzeit die Machbar- bzw. Wirtschaftlichkeit von Repowering-Maßnahmen.
- **Windpark Roge (Nennleistung 14,4 MW):** Ende 2019 erwarb 3U für 1,5 Mio. Euro einen knappen Mehrheitsanteil am Windpark Roge (50,09%). Die in 2000/2001 errichteten Anlagen erzeugen durchschnittlich rund 20.000 MWh p.a., die bis Ende 2023 zu gesicherten Konditionen via PPA verkauft werden. Auch anschließend sollen die Stromerträge vorzugsweise über ein PPA abgesetzt werden. Da der Windpark Roge ebenfalls längstens bis 2027 betrieben werden kann, prüft 3U an diesem Standort Repowering-Maßnahmen.
- **Solarpark Adelebsen (Nennleistung 10,1 MW):** Der selbstentwickelte Solarpark Adelebsen wurde im Jahr 2012 an das Netz angeschlossen. Der produzierte Strom wird hierbei bis Ende 2032 über die gesetzliche Einspeisevergütung abgesetzt, die bei rund 200,00 Euro pro MWh liegt.

3) Segment Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 61%)

Das umsatzstärkste Segment des Konzerns stellt die Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK) dar und umfasst primär den B2C Onlineshop Selfio (~80% der Segmentumsätze) und den Großhandel PELIA Gebäudesysteme (~20% der Segmentumsätze). Sämtliche logistischen Prozesse werden hierbei intern von der PELIA erbracht und durch das konzerneigene Distributionszentrum gesteuert. Zudem ist die Gesellschaft für die noch geringfügige Produktion der Eigenmarkenartikel zuständig. Der kommerzielle Schwerpunkt des Onlineshops liegt im Vertrieb von komplexen Produkten wie Fußbodenheizungen, solarthermischen Anlagen, Lüftungs- und Wasseraufbereitungsanlagen sowie Pump- und Rohrsystemen fremder bzw. eigener Marken (darunter z.B. Buderus, Grundfos, Viessmann, Wolf). Zielgruppe von Selfio sind primär Heimwerker und Selberbauer (DIY), die bei der Montage auf umfangreiche Hilfestellungen in Form von Videos und Anleitungen angewiesen sind bzw. sich diese explizit wünschen. Zu diesem Zweck hat 3U bereits 2018 ein Einfamilienhaus erworben, in welchem zahlreiche der angebotenen Produkte exemplarisch vor laufender Kamera eingebaut werden.

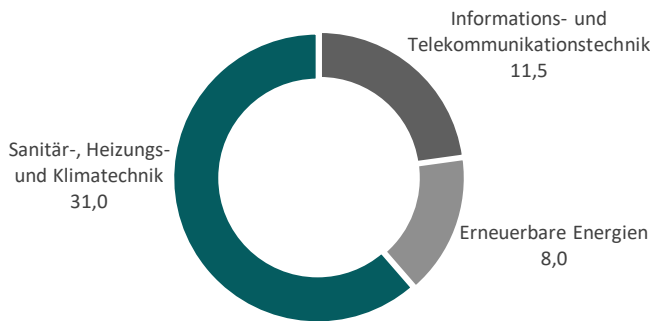
Regional betrachtet fokussiert sich 3U zwar primär auf den deutschen Markt, erzielte jedoch in der Vergangenheit ca. 10% seiner Konzernerlöse im Ausland. Die wesentlichen Absatzmärkte stellen hierbei Österreich und die Schweiz dar, auf die bereits mehr als die Hälfte der ausländischen Erlöse entfallen. Die übrigen Umsätze werden ebenfalls größtenteils in europäischen Nachbarländern erwirtschaftet.

Ergebnisbeiträge der einzelnen Konzernsegmente

Während das SHK-Segment somit umsatzseitig am bedeutendsten ist, werden positive Beiträge zum Konzern-EBIT gegenwärtig lediglich in den beiden anderen Geschäftsbereichen erwirtschaftet. Diese Disproportionalität ist in den zwei nachfolgenden Abbildungen dargestellt. Angesichts der niedrigen Zinsaufwendungen (2022 MONE: ca. 0,5 Mio. Euro) haben wir gewinnseitig auf die erwarteten EBIT-Beiträge abgestellt. Um ein möglichst aussagekräftiges Bild der gegenwärtigen Ertragslage zu skizzieren, wurde die Bottom-Line um eine Sonderabschreibung auf Windpark-Entwicklungsprojekte sowie um Aufwendungen bereinigt, die im Zuge der weclapp-Veräußerung angefallen sind (u.a. Beraterkosten und Erfolgsboni). Die Holdingkosten setzen sich insbesondere aus Personalkosten zusammen.

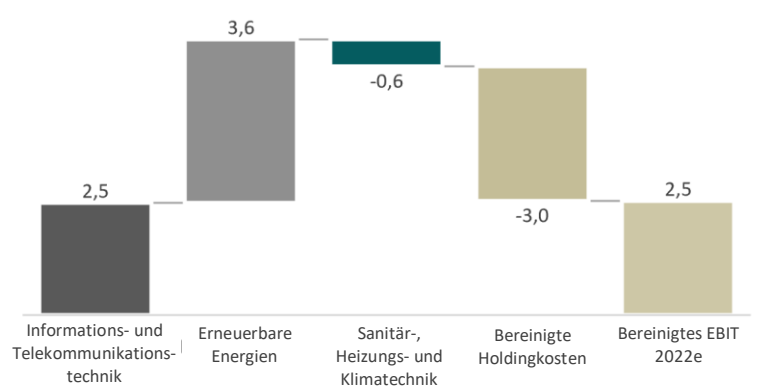
Pro-Forma-Umsatzsplit 2022e nach Segmenten

(in Mio. Euro)



Bereinigtes EBIT 2022e aus fortgeführten Geschäftsbereichen

(in Mio. Euro)



Quelle: Montega

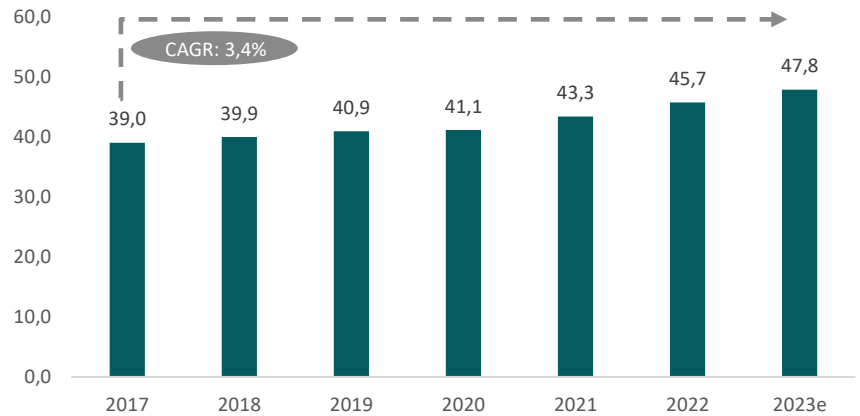
Diversifizierte Geschäftstätigkeit in unkorrelierten Märkten

Infolge des zurzeit dreigliedrigen Geschäftsmodells bewegt sich 3U in unterschiedlichen Branchen. Diese unterliegen äußerst divergierenden Treibern und Einflüssen.

Im **Geschäftsbereich ITK** profitiert 3U in seinem **IT-Geschäft** (Sub-Segment Data Center Services & Operation) von der anhaltenden Digitalisierung sowie dem Trend zum Cloud Computing. So wird der deutsche IT-Services-Markt in diesem Jahr voraussichtlich um 4,6% yoy auf 47,8 Mrd. Euro zulegen und damit das durchschnittliche Wachstum der letzten fünf Jahre übertreffen (CAGR 2017 bis 2022: 3,2%). Angesichts der stabilen, historischen Marktentwicklung gehen wir auch zukünftig von vergleichbaren Wachstumsraten im mittleren einstelligen Prozentbereich aus.

Entwicklung des deutschen IT-Services-Marktes

(in Mrd. Euro)

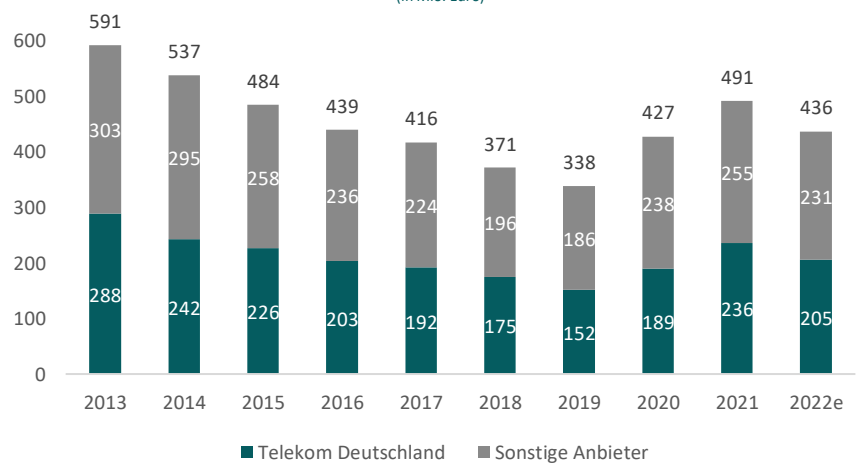


Quelle: Bitkom

Dementgegen sieht sich 3U im Telekommunikationsgeschäft (v.a. Voice Retail) einer übergeordnet abschwächenden Nachfrage ausgesetzt. Hierbei ist insbesondere der Bereich betroffen, der Privatkunden mittels Call-by-Call- und Preselection-Telefonverbindungen im In- und Ausland bereitstellt, die günstiger sind, als die alternativen Tarife der Deutschen Telekom. Zwar konnten sowohl 3U als auch der Gesamtmarkt in den stark von Corona geprägten Jahren 2020 und 2021 steigende Umsätze und vermittelte Sprachminuten infolge der anhaltenden Isolation und eingeschränkten Kontaktmöglichkeiten verzeichnen, der langfristige Abwärtstrend sollte sich u.E. jedoch angesichts zahlreicher kostenloser Alternativen (z.B. FaceTime, Whatsapp Calls) weiter fortsetzen. Gemäß einem Bericht der Bundesnetzagentur belief sich der Anteil der auf Preselection und Call-by-Call entfallenden Gesprächsminuten in 2021 auf ca. 4% der gesamten Sprachminuten der Wettbewerber der Deutschen Telekom. Erschwerend wirkt sich auch der anhaltende Preisverfall im Bereich Telefonie sowie der Trend zu Handyverträgen aus, die neben mobilem Datenvolumen ebenso eine inländische Telefonie-Flatrate beinhalten. Somit ist u.E. davon auszugehen, dass das Marktvolumen in 2023 und 2024 auf das Vor-Corona-Niveau zurückgehen wird. Die nachstehende Grafik stellt das entsprechende Marktvolumen der Mehrwertdienste dar und umfasst ebenso Call-by-Call- und Preselection-Leistungen, die im zuvor beschriebenen Bereich Voice Retail gebündelt sind.

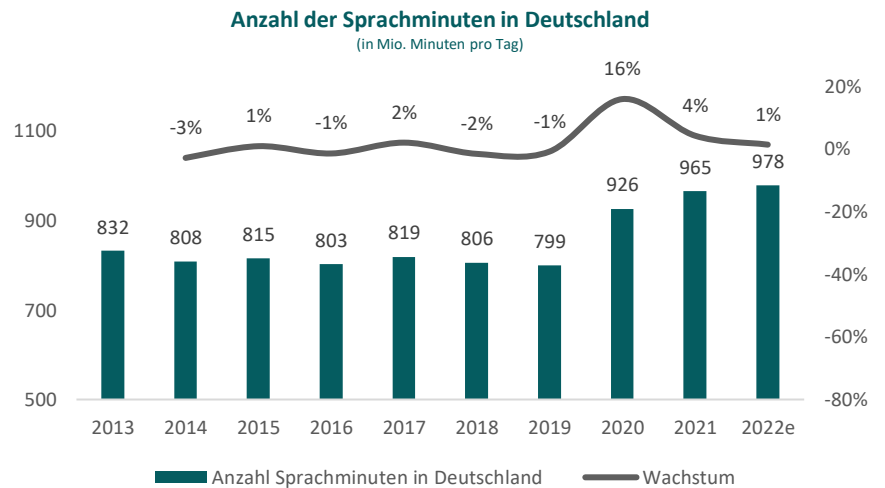
Umsatzentwicklung im deutschen Mehrwertdienst-Markt

(in Mio. Euro)



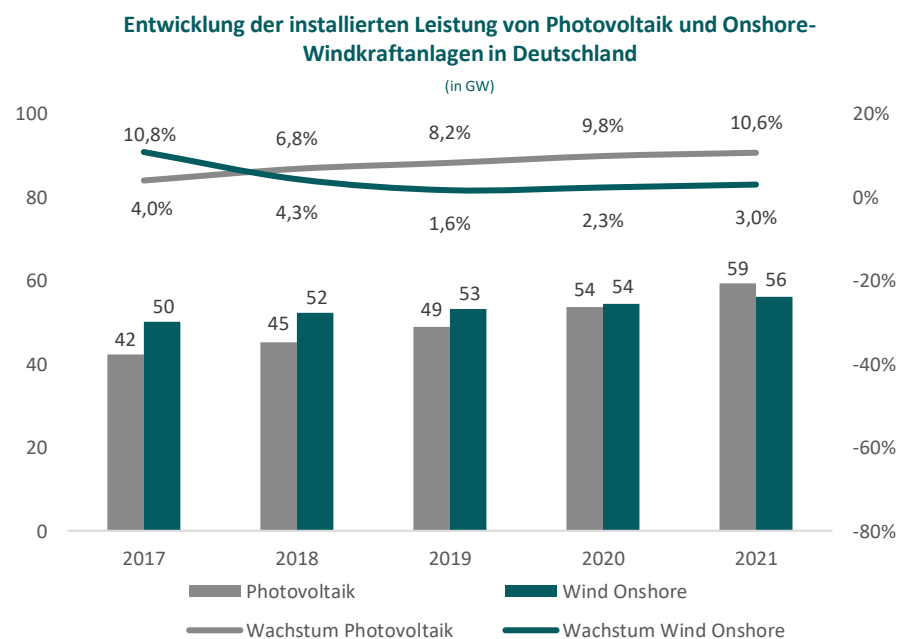
Quelle: VATM

Eine ähnliche Entwicklung ist im ITK-Bereich Voice Business zu beobachten, da das Marktvolumen auch hier u.a. von der Anzahl der Sprachminuten abhängt. Diese waren in den Corona-Jahren stark erhöht, weil viele Menschen aufgrund der Isolation ihre sozialen Kontakte vermehrt über Telefonate pflegten. Zwar ist nach ersten Prognosen auch für das Jahr 2022 ein leicht steigendes Volumen zu erkennen, dieses sollte sich u.E. jedoch mittelfristig auf Höhe des Vor-Corona-Niveaus normalisieren. Aufgrund der Fokussierung auf die Anrufterminierung wird sich 3U u.E. in diesem Bereich der rückläufigen Marktentwicklung weitestgehend entziehen können. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Sprachminuten in Deutschland.



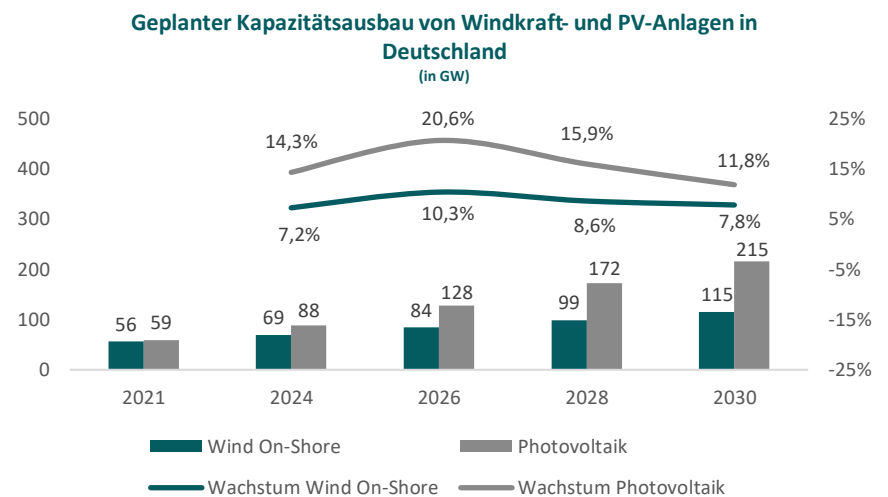
Quelle: VATM

Im **Geschäftsbereich Erneuerbare Energien** profitiert 3U von der seit Jahren steigenden Nachfrage nach regenerativem, grünem Strom, was nicht zuletzt auf den starken politischen Rückenwind sowie die ehrgeizigen staatlichen Klimaziele zurückzuführen ist. So wuchs die installierte Nennleistung regenerativer Energiequellen in Deutschland im Zeitraum 2017 bis 2021 jährlich um 5,5%, die PV-Leistung um durchschnittlich 8,9% und die Onshore-Windkraftleistung um 2,8%.



Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz

Auch zukünftig ist von einer stetigen Steigerung der Gesamtkapazitäten auszugehen, wobei sich die Dynamik insgesamt beschleunigen und der Gleichlauf von Solar und Onshore-Windkraft zugunsten Ersterer auflösen sollte (vgl. nachstehende Abbildung). So sieht das jüngst novellierte EEG u.a. eine Verdopplung der regenerativen Erzeugungskapazitäten bis 2030 vor, um den Anteil von erneuerbarem Strom am Gesamtverbrauch auf 80% zu steigern (2021: 41,0%). Um die notwendigen Voraussetzungen für das Wachstum zu schaffen, wurden weitere gesetzliche Rahmenbedingungen initiiert (z.B. das im Februar 2023 in Kraft getretene „Wind-an-Land-Gesetz“). Dieses sieht eine verbindliche Erhöhung der für Windkraftanlagen zur Verfügung stehenden Flächen vonseiten aller Bundesländer vor. Gemäß dem Gesetz soll sich der betreffende Anteil auf Bundesebene von derzeit 0,8% bis 2027 auf 1,4% und bis 2032 auf 2,0% der Landfläche erhöhen. Um die definierten Ziele zu erreichen, hat das Ministerium für Wirtschaft und Klimaschutz ferner sogenannte Ausbaupfade definiert, welche die geplante Steigerung der Kapazitäten skizzieren. In der nachfolgenden Grafik sind die entsprechenden Kapazitätsplanungen für Photovoltaik- und Onshore-Windkraftanlagen bis 2030 dargestellt.



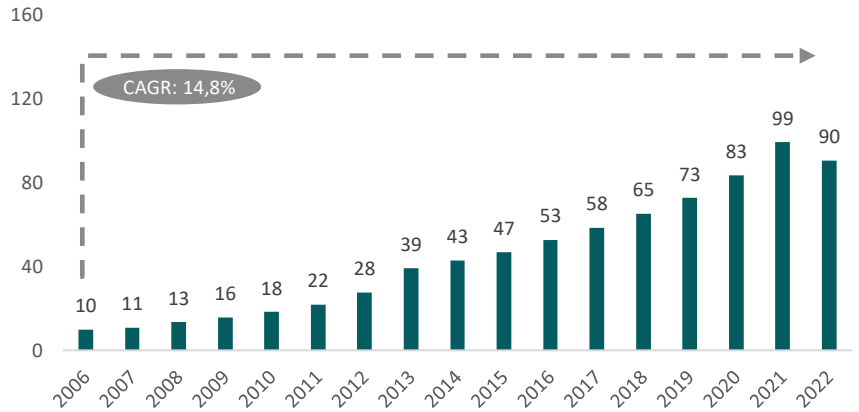
Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz

Da sich 3U gegenwärtig im Prüfungsprozess möglicher Repowering-Maßnahmen an den Windparkstandorten Roge und Klostermoor befindet, sollte das Unternehmen auch von der regulatorisch angestrebten und teils bereits verankerten Priorisierung von Repowering-Maßnahmen Rückenwind erfahren.

Im **SHK-Segment** bewegt sich 3U übergeordnet auf dem Markt des Online-Handels. Hierbei profitierte das Unternehmen während der Corona-Pandemie einerseits von zeitweiligen Lockdowns und andererseits von einem veränderten Konsumentenverhalten hin zu vermehrt digitalen Käufen. So konnte der E-Commerce-Umsatz in Deutschland im Jahr 2020 um 14,7% yoy und in 2021 um 19,0% yoy zulegen, bevor die Online-Handelsumsätze in 2022 u.a. infolge hoher Inflation, einer eingetrübten Konsumentenstimmung und Lieferkettenverwerfungen erstmals im Betrachtungszeitraum sanken (-8,8% yoy).

Entwicklung des E-Commerce-Umsatzes in Deutschland

(in Mrd. Euro)

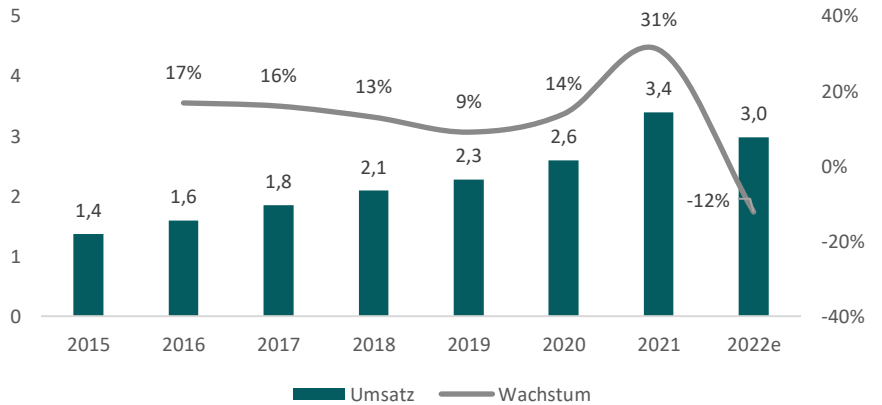


Quelle: bevh

Neben der Gesamtmarktentwicklung des Online-Handels erhebt der Bundesverband E-Commerce und Versandhandel Deutschland (bevh) ebenso Marktvolumina und Wachstumsraten von Sub-Segmenten. Hierbei fällt Selfio in die Kategorie „DIY und Blumen“, deren historische Entwicklung seit 2015 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 11,8% die Dynamik des gesamten E-Commerce-Marktes (CAGR 2015-2022e: 9,8%) übertrifft.

Entwicklung des deutschen DIY- und Blumen-E-Commerce-Marktes

(in Mrd. Euro)



Quelle: bevh

Trotz des jüngsten Erlösrückgangs im Online-Handel bescheinigen führende Marktforschungsunternehmen der gesamten Branche mittelfristig fortwährend hohe Wachstumschancen. Gemäß einer aktuellen Studie von ecommerceDB wird der deutsche E-Commerce-Umsatz von 2023 bis 2027 jährlich um durchschnittlich 8,6% steigen.

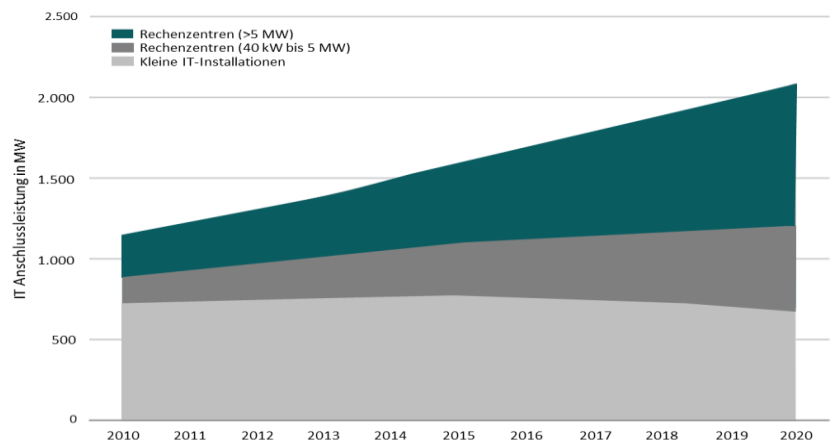
Selbige Studie prognostiziert auch für das Sub-Segment „DIY, Spielzeug und Hobby“, das für 3Us Online-Handel Selfio am aussagekräftigsten erscheint, eine attraktive, aber leicht niedrigere durchschnittliche Wachstumsrate in Höhe von 7,8% p.a. bis 2027.

Intensiver Wettbewerb in fragmentierten Branchen

Sämtliche von 3U adressierte Märkte sehen sich u.E. einer hohen Wettbewerbsintensität gegenüber, zumal die Gesellschaft in vielen Geschäftsbereichen als Anbieter von „Commodities“ bzw. mit einem weitgehend homogenen Leistungsangebot zu seinen Konkurrenten auftritt. Daher untersuchen wir im Folgenden auch die strategische Abgrenzung der Sub-Segmente innerhalb ihres Marktsegments.

- **Data Center Services & Operation (ITK):** Die Märkte für Managed Services und Rechenzentrumsdienstleistungen sind äußerst fragmentiert und zeichnen sich durch eine hohe Wettbewerbsintensität aus. So werden gemäß einer von Bitkom veröffentlichten Studie deutschlandweit ca. 3.000 Rechenzentren mit einer Kapazität von über 40 Kilowatt sowie rund 47.000 kleinere Serverräume bzw. einzelne Serverschränke betrieben. Aufgrund ihrer deutlich stärkeren Leistung stehen diese zwar nur für 6% der Einrichtungen aber für knapp 50% der hierzulande installierten MW-Kapazität.

Leistungsentwicklung der Rechenzentren in Deutschland



Quelle: Bitkom

Mit einer kumulierten Rechenleistung von 0,95 Megawatt zählen die drei Rechenzentren 3Us zu den mittelgroßen Einrichtungen, die von der oben dargestellten Kapazitätsverlagerung von kleinen hin zu (mittel)großen Datenzentren profitieren. Ferner sollten auch diverse Sicherheitszertifizierungen und der deutsche Standort zu einer anhaltend hohen Attraktivität der Rechenzentrumsdienstleistungen beitragen.

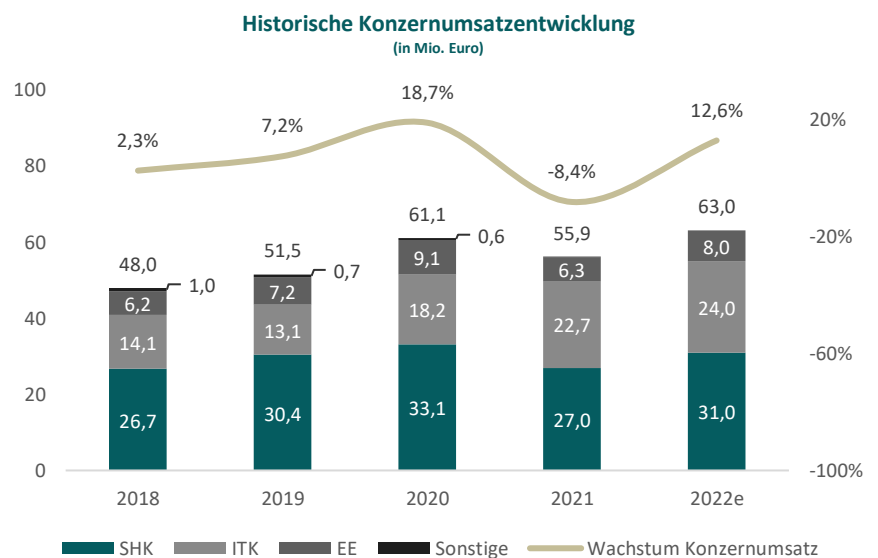
- **Voice Retail & Voice Business (ITK):** Im Telekommunikationsbereich konkurriert 3U mit einer Vielzahl anderer TK-Gesellschaften bzw. Netzbetreibern. So steht das Unternehmen im Sub-Segment Voice Retail mit über 90 anderen Anbietern im Wettbewerb. Auch im Geschäftsbereich Voice Business konkurriert 3U mit einer Reihe von Anbietern, darunter Plusnet, colt oder 1&1 Versatel. Dabei besteht der wesentliche Wettbewerbsvorteil nach Aussagen des Unternehmens im hochqualitativen Next Generation Network. So soll 3U nach der Deutschen Telekom über das deutschlandweit beste Netz verfügen, welches nachweislich von namhaften inländischen und internationalen Telekommunikationsunternehmen genutzt wird. Ferner trägt der effiziente und minutengenaue Abrechnungsprozess laut 3U zu einer exakten Leistungserfassung und einer hohen Kundenzufriedenheit und -treue bei. Externe Markt- und Wettbewerbstudien oder detaillierte Anbietervergleiche liegen für die beiden Sub-Segmente nicht vor.
- **Segment Erneuerbare Energien:** Der Markt für die Erzeugung regenerativen Stroms ist ebenfalls stark fragmentiert. So waren nach Angaben des statistischen Bundesamtes bzw. dem Bundesverband für Windenergie Ende 2022 mehr als 2,2 Millionen Photovoltaik- und über 28.400 Onshore-Windkraftanlagen in Deutschland installiert. Während der Anlagenbetrieb u.E. vergleichsweise geringe Einstiegsbarrieren und Differenzierungsmöglichkeiten für die Erzeuger aufweist, können Unternehmen in der Projektentwicklung durch Prozess-Know-how und Netzwerke über Wettbewerbsvorteile verfügen. So hat 3U in der Vergangenheit bereits Wind- und Solarparks entwickelt und gewinnbringend veräußert sowie in der Fokusregion Brandenburg (vier Projekte) regionale Netzwerke aufgebaut und mehrere attraktive PPA-Verträge verhandelt.

- **Segment SHK bzw. Online-Handel:** Im Geschäftsbereich Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik konkurriert 3U mit seinem reinen E-Commerce-Anbieter Selfio primär mit mehr als einem Dutzend anderer Online-Wettbewerber, die eine vergleichbare Nischenpositionierung aufweisen. Für große Baumarktketten ist der Markt dieser hochkomplexen Produkte dagegen vergleichsweise unattraktiv, da der Online-Vertrieb solcher Artikel an Endverbraucher einen deutlich höheren Informations- bzw. Erklärungsbedarf erfordert. Zu den relevanten Wettbewerbern zählen wir u.a. Heizungsdiscount24, unidomo, heizung-billiger, waerme24, eheizung24, heima24 und MeinHausShop. Zwar ist eine Differenzierung grundsätzlich nur eingeschränkt möglich, u.E. sticht Selfio jedoch gegenüber den Wettbewerbern durch sein sehr gutes Preis-Leistungs-Niveau hervor. Hierzu trägt nicht nur die Positionierung als Preisführer, sondern auch das umfangreiche und in der Form im deutschsprachigen Raum einzigartige Informationsangebot bei. Infolgedessen sollte Selfio unserer Ansicht nach signifikant von der anhaltend positiven Marktentwicklung partizipieren. Jedoch wirkte die Preisführerschaft in jüngerer Vergangenheit entsprechend margenbelastend, was im Finanzteil näher beleuchtet wird.

Mittelfristig leicht steigende organische Konzernumsatzentwicklung zu erwarten

In den letzten fünf Jahren war die Umsatzentwicklung 3Us durch zahlreiche Ver- und Zukäufe geprägt sowie in allen Segmenten positiv durch verschiedene Corona-Effekte beeinflusst. Insgesamt verbuchte das Unternehmen gemäß den vorläufigen Geschäftszahlen im abgelaufenen Jahr 2022 einen Umsatz von 63,0 Mio. Euro und erzielte somit im Zeitraum 2017 bis 2022 ein durchschnittliches Erlöswachstum von 6,1% p.a. (2017: 46,9 Mio. Euro).

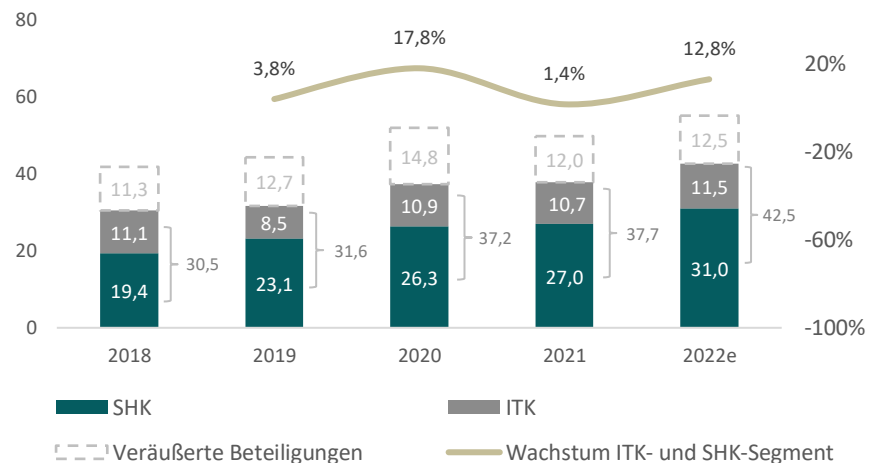
Grundsätzlich ist der Top-Line-Entwicklung des Gesamtkonzerns aufgrund der stark diversifizierten Geschäftstätigkeit jedoch nur eine untergeordnete Bedeutung beizumessen. Bei Bereinigung der weclapp-Umsätze wird ersichtlich, dass das SHK-Segment den wachstumsstärksten Bereich des Konzerns darstellt, in jüngerer Vergangenheit jedoch noch Verluste bzw. geringe Margen erwirtschaftete, wodurch die Erlösentwicklung 3Us u.E. weiter an Aussagekraft hinsichtlich der wirtschaftlichen Verfassung des Konzerns verliert. Im Folgenden werden neben dem Konzernumsatz die historischen Segmenterlöse dargestellt. Hierbei ist zu erkennen, dass das Wachstum von 2018 bis 2020 überwiegend auf das SHK-Segment zurückzuführen war, in 2021 jedoch einen überproportionalen Einbruch von 19,6% erfuhr. Dadurch stellt das ITK-Segment in der zurückliegenden Fünfjahresperiode (2018 bis 2022e) zumindest inkl. der zuletzt veräußerten weclapp SE den größten und beständigsten Wachstumstreiber dar.



Quelle: Unternehmen, Montega

Infolge einer Vielzahl von M&A-Transaktionen (z.B. weclapp-Verkauf im ITK-Segment, ClimaLevel-Verkauf im SHK-Segment) stellt die historische Umsatzentwicklung der beiden Bereiche keine geeignete Grundlage für zukünftige Prognosen dar. Daher wird im Folgenden zusätzlich die rein organische Entwicklung der beiden Segmente in der heutigen Zusammensetzung retrospektiv untersucht. Für das Segment Erneuerbare Energien erscheint dieses Vorgehen u.E. nicht sinnvoll, da die Top-Line ausschließlich durch schwankende Absatzpreise bzw. Witterungsbedingungen variiert und somit im engeren Sinne kein klassisches, organisches Wachstum hergibt. Auf Basis dieser Analyse weist die Konzern-Top-Line eine signifikant geringere Volatilität auf. Ebenso wird ersichtlich, dass die starke Wachstumsdynamik im SHK-Bereich 2021 v.a. durch den Verkauf der ClimaLevel-Beteiligung negativ beeinflusst wurde. So hat Selfio 2021 lediglich einen Erlösrückgang um 8,8% verzeichnet (ggü. berichtetem Segmentumsatzrückgang von 19,6%), während PELIA seine Umsätze von 2,6 Mio. Euro um rund 108% auf 5,4 Mio. Euro steigern konnte. Das ITK-Segment verzeichnete hingegen lediglich eine übergeordnet stabile bis leicht rückläufige Erlössteigerung.

Historische Umsatzentwicklung ausgewählter Geschäftsbereiche in ihrer heutigen Zusammensetzung
(in Mio. Euro)



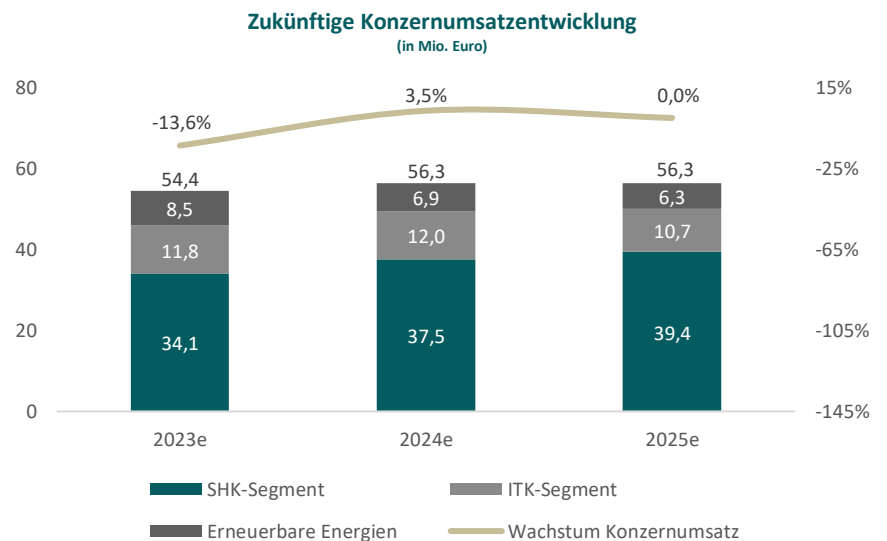
Quelle: Unternehmen, Montega

Zukünftig rechnen wir in den bestehenden Geschäftsbereichen auf Basis ihres heutigen operativen Geschäfts mit folgenden Entwicklungen:

- **ITK-Segment:** Im Sub-Segment **Data Center Services & Operation** erwarten wir in 2023 einen Umsatzanstieg von 10%, wodurch sich die Auslastung der Rechenzentren von 74% auf ein Niveau von knapp 90% erhöhen wird. Ab 2024 sollte das Erlöswachstum u.E. überwiegend aus Preiserhöhungen resultieren. Darüber hinaus konsolidieren wir in diesem Teilbereich die aktuell auf Konzernebene noch unwesentlichen und von der Rechenzentrumsauslastung unabhängigen Umsätze aus dem Managed Services-Geschäft. In den Folgejahren 2024 und 2025 planen wir mit Wachstumsraten von 5% bzw. 3% yoy. Der Teilbereich **Voice Retail** sollte sich in 2023 und 2024 nach den außergewöhnlich starken „Corona-Jahren“ normalisieren und dementsprechend leicht rückläufige Umsätze (jeweils -5,0% p.a.) erwirtschaften. Da das Geschäft auf einem Rahmenvertrag zwischen der Deutschen Telekom und dem Branchenverband VATM bzw. DVTM basiert, welcher Ende 2024 ausläuft und dessen Verlängerung ungewiss ist, haben wir aus Vorsichtsgründen ab 2025 keine weiteren Erlöse geplant. Im Sub-Segment **Voice Business** gehen wir dagegen kurz- bis mittelfristig von Marktanteilsgewinnen und leicht steigenden Umsätzen aus (+2,0% p.a.), was nicht zuletzt auf das technologisch fortschrittliche Next Generation Network zurückzuführen ist. Auch der Lizenzhandel wird sich u.E. aufgrund der fortschreitenden Digitalisierung der Dokumentenverarbeitung weiter positiv mit einem jährlichen Wachstum von 5,0% entwickeln.

- **Erneuerbare Energien-Segment:** Die Vergütung des Solarstroms erfolgt überwiegend auf Basis des EEG-Tarifs, sodass sich laut Unternehmen mittelfristig weitgehend konstante Umsätze von 2,0 Mio. Euro p.a. ergeben sollten. Die Windparks Roge und Klostermoor (ca. 28.000 MWh p.a. zu 117,00 Euro/MWh) weisen durch die geschlossenen PPAs bis Ende 2023 vertraglich gesicherte Umsätze auf, wohingegen die Erlöse des größten Windparks Langendorf (ca. 36.000 MW) von den am Spotmarkt erzielbaren Preisen abhängen. Für 2023 planen wir mit durchschnittlichen Spotpreisen von 100,00 Euro pro MWh und avisieren mittelfristig eine partielle Normalisierung des Preisniveaus, sodass wir in 2024 mit einem durchschnittlichen Erlös von 80,00 Euro pro MWh und in den Folgejahren mit 70,00 Euro pro MWh rechnen. Da die drei betriebenen Windparks nach derzeitigen Einschätzungen des Managements lediglich eine Restlebensdauer bis Ende 2027 aufweisen, modellieren wir keine Umsatzerlöse der betreffenden Anlagen nach dieser Mittelfristperiode. Ebenso bilden unsere Planungen keine durch das Repowering implizierten Zusatzerlöse des Windparks Langendorf ab, da erforderliche Genehmigungen laut Vorstand noch ausstehend sind.
- **SHK-Segment:** Aufgrund der hohen Energiepreise, des bundesweit großen Renovierungsbedarfes vieler älterer Gebäude sowie des starken politischen Rückenwinds in Bezug auf Energie- und Wassereffizienz rechnen wir in 2023 und 2024 mit einer Erlössteigerung von jeweils 10% und ab 2025 im Zuge einer stärkeren Profitabilitätsfokussierung mit 5% jährlichem Wachstum. Hierzu sollte nicht nur die Weitergabe von Preiserhöhungen, sondern ebenso eine Steigerung der Absatzmenge und eine kontinuierliche Erweiterung der Produktpalette beitragen. Zusätzliches Umsatzpotenzial bietet laut Unternehmen die Markteinführung von neuartigen Heizzentralen. Dabei avisiert 3U auch den Aufbau von Montageteams und somit eine Erweiterung der Wertschöpfungskette. Da sich das Unternehmen derzeit noch in der Planungsphase des Projekts befindet, haben wir noch keine zusätzlichen Erlösbeiträge in unserer Planung berücksichtigt.

Insgesamt ergibt sich auf Basis der zuvor skizzierten Annahmen die in der nachfolgenden Abbildung dargestellte Umsatzentwicklung. 3U hat Mitte März die Konzernplanung 2023 veröffentlicht und strebt im laufenden Jahr Umsatzerlöse von 55,0 bis 60,0 Mio. Euro an. Da das Unternehmen im ITK-Bereich ebenfalls einen „Umsatz auf Niveau des Vorjahres“ in Aussicht stellt, gehen wir davon aus, dass die interne Top-Line-Planung v.a. eine höhere Dynamik im Segment SHK unterstellt (MONE: +10% yoy). Diesbezüglich verweist das Unternehmen unter anderem auf die Einführung der Heizzentralen, wobei wir uns mangels Visibilität hinsichtlich des Erfolgs der Markteinführung bewusst konservativ positionieren und einen Umsatz von 54,4 Mio. Euro modellieren.

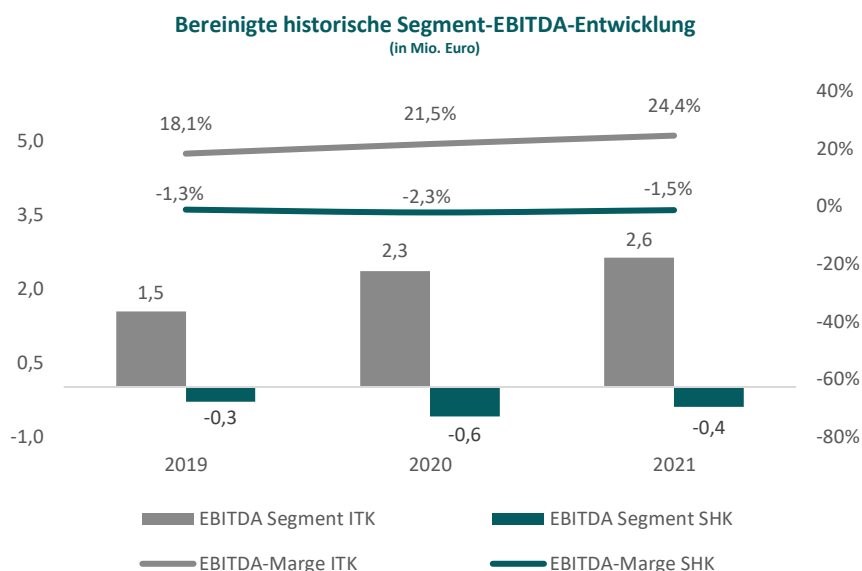


Quelle: Montega

Hohes Gewinnpotenzial im Online-Handel und konstante Gewinnbeiträge aus ITK- und Erneuerbare Energien-Geschäft

In der jüngeren Vergangenheit erwirtschaftete 3U robuste EBITDA-Margen und verzeichnete insbesondere ab 2019 eine bis heute anhaltende Profitabilitätssteigerung auf rund 20% (2017: 14,2%; 2018: 14,0%). Dies ist einerseits auf das Software-Geschäft der in Q3/22 veräußerten Beteiligung weclapp und signifikante Effizienzsteigerungen innerhalb der anderen Teilbereiche des ITK-Segments und andererseits auf Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen zurückzuführen.

Analog unseres Vorgehens zur Umsatzentwicklung der Segmente nehmen wir nachfolgend eine ergebnisseitige Bereinigung um die abgestoßenen Geschäftsbereiche bzw. Beteiligungen (v.a. weclapp, KlimaLevel) vor. Die Beurteilung der operativen Profitabilität der Segmente erfolgt auf Ebene des EBITDAs. Mangels historischer Daten für das Segment Erneuerbare Energien sind in der unteren Abbildung ausschließlich die Segment-EBITDA-Beiträge der Bereiche ITK und SHK dargestellt.



Quelle: Unternehmen, Montega

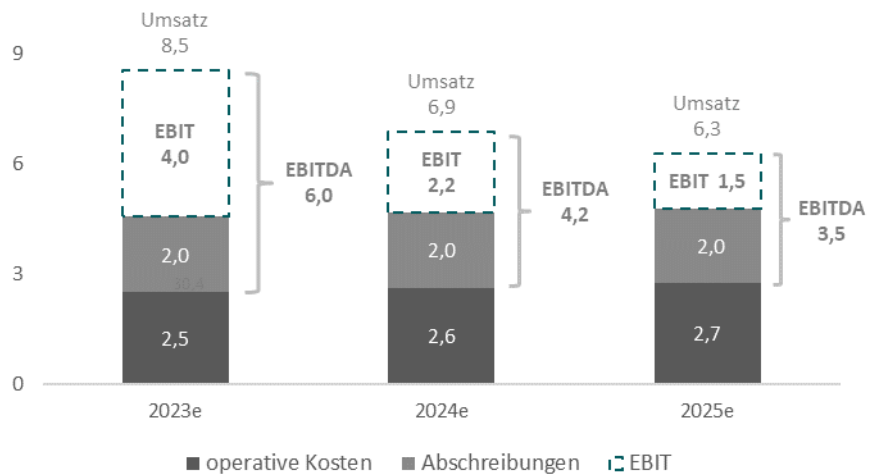
Während sich das Segment ITK (exkl. weclapp) gewinnseitig in den letzten Jahren infolge von Effizienzsteigerungen sehr positiv entwickelt hat und die EBITDA-Marge von 18,1% in 2019 auf 24,4% in 2021 gesteigert werden konnte, wiesen die Gesellschaften des SHK-Segments konstant leicht negative Ergebnisbeiträge auf.

Zukünftig gehen wir von folgenden Entwicklungen in den Geschäftsbereichen aus:

- **ITK-Segment:** Das Profitabilitätsniveau hängt weitgehend von der Entwicklung der Materialkostenquote (historische Aufwandsquote 2019 bis 2021: 63 bis 67%) und den Personalkosten (2019 bis 2021 zwischen 2,1 und 2,2 Mio. Euro; ca. 20% des Segmentumsatzes) ab. Erstere setzen sich vorwiegend aus den Aufwendungen für die Nutzung externer Telekommunikationsnetze bzw. für Lizenzen der vertriebenen Litera-Software zusammen. So rechnen wir zukünftig im Zuge der steigenden Bedeutung des vergleichsweise bruttomargenstarken Rechenzentrums- und Managed Services-Geschäfts sowie verbesserten Einkaufskonditionen mit einer leicht sinkenden Materialaufwandsquote auf 60% im Jahr 2023 und einer anschließenden Verbesserung um einen Prozentpunkt p.a. bis 2025. Da wir für das Segment ITK mittelfristig leicht sinkende Umsätze prognostizieren, sollte die Mitarbeiterbasis lediglich im Falle einer höher als von uns angenommenen Umsatzdynamik ausgebaut werden. Folglich prognostizieren wir lediglich jährliche Gehaltssteigerungen in Höhe von 3%. Insgesamt erwarten wir in 2023 ein EBITDA in Höhe von 2,2 Mio. Euro und in den beiden darauffolgenden Jahren jeweils 2,3 Mio. Euro.

- **Erneuerbare Energien-Segment:** Die Kostenbasis ist im Wesentlichen von Abschreibungen auf die bestehenden Windkraft- und Photovoltaikanlagen sowie Instandhaltungskosten für die drei zwischen 1999 und 2001 errichteten Windparks geprägt. So gehen wir zukünftig aufgrund des fortgeschrittenen Anlagenalters von leicht steigenden Wartungskosten aus (+5,0% p.a.), die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfasst werden. Dementgegen sollten die Abschreibungen aufgrund der geringen verbleibenden Restbuchwerte der drei Windparks Ende 2026 gänzlich wegfallen, sodass lediglich die Abschreibungen auf den Solarpark Adelebsen (MONE: 0,9 Mio. Euro p.a.) verbleiben. Auch die Abschreibungen auf Nutzungsrechte (MONE: 0,2 Mio. Euro p.a.), die auf die Pacht der Windparkflächen zurückzuführen sind, werden mit Ende des Anlagenbetriebs entfallen. Insgesamt weist das Segment eine weitgehend fixe Kostenstruktur (durchschnittliche Steigerung Segmentgesamtkosten MONE: +3,2% p.a. bis 2025) auf, wodurch es bei variierenden Strompreisen über einen enormen operativen Hebel verfügt. Da die Energiepreise auch in den ersten zwei Monaten des Jahres 2023 auf hohem Niveau lagen und die bereits geschlossenen PPAs eine Vergütung von 117,00 Euro pro MWh vorsehen, wird 3U u.E. in 2023 signifikant steigende Gewinne im Segment Erneuerbare Energien verzeichnen. So gehen wir davon aus, dass 3U in 2022 ein Segment-EBIT in Höhe von 2,1 Mio. Euro erzielt hat, wodurch sich das EBIT in 2023 auf 4,0 Mio. Euro nahezu verdoppeln dürfte. Anschließend sollte sich das Ergebnis jedoch auf 2,2 Mio. Euro in 2024 bzw. auf 1,5 Mio. Euro in 2025 abschwächen, was auf das Auslaufen der PPA-Verträge Ende 2023 sowie die von uns prognostizierte partielle Normalisierung der Energiepreise (80,00 Euro/MWh in 2024; 2025ff.: 70,00 Euro/MWh) zurückzuführen ist.

Zukünftige Ergebnisentwicklung im Segment Erneuerbare Energien
(in Mio. Euro)



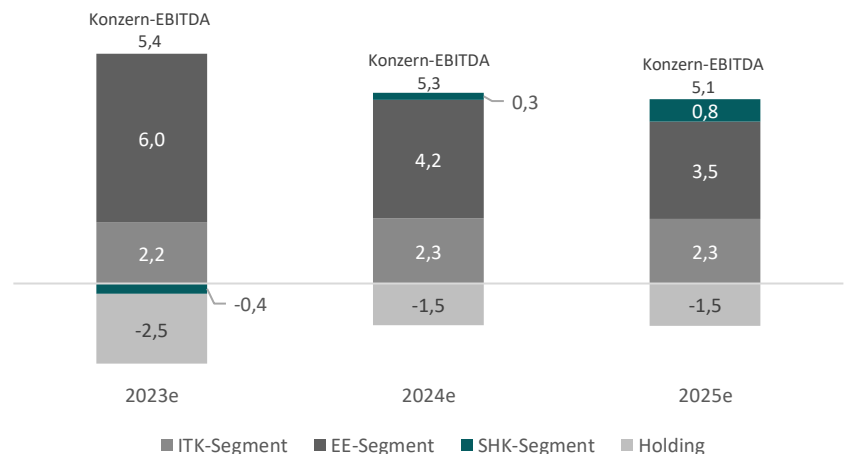
Quelle: Montega

- **SHK-Segment:** Wie bei Handelsunternehmen üblich ist die Kostenstruktur insbesondere durch die Materialaufwendungen (9M/22: 81,3% des Segmentumsatzes) geprägt. Seit 2017 hat sich diese signifikant von 74,4% um 7,0 Prozentpunkte auf 81,4% erhöht, was primär auf die strategische Positionierung als Preisführer zurückzuführen ist. Weitere wesentliche Posten stellen die Personalkosten (historische Aufwandsquote 2019 bis 2021: 11,2 bis 13,0% ggü. Personalaufwandsquote 9M/22: 9,5%) und sonstige betriebliche Aufwendungen (historische Aufwandsquote 2019 bis 2021: 11,3 bis 12,3% ggü. 9M/22: 10,0%) dar, die sich im Zuge der Eröffnung des neuen Logistikzentrums sowie eines Maßnahmenpakets zur Effizienzsteigerung deutlich verbesserten. Während die Bruttomarge zuletzt u.a. durch die nur verzögert mögliche Weitergabe von Preissteigerungen litt, rechnen wir in 2023 mit einer Materialaufwandsquote von 82,0%, ehe sich diese in den Folgejahren sukzessive um einen Prozentpunkt p.a. verbessern sollte. Darüber hinaus dürften sich auf Ebene der Personalaufwendungen sowie der sonstigen Kosten weitere Skaleneffekte realisieren lassen, wodurch wir eine unterproportionale Steigerung dieser Posten annehmen (Personalaufwandsquote 2025e: 8,6% ggü. 9,5% in 9M/22; sbA-Quote 2025e: 9,4% ggü. 10,0% in 9M/22).

Auf Ebene der Holding, in denen die wesentlichen Zentralfunktionen gebündelt sind, fallen insbesondere Personalaufwendungen an. Da die aktuelle Größe der Holding nach dem weclapp-Verkauf für die derzeitigen Geschäftsbereiche überdimensioniert ist, wir jedoch trotz der hohen Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Zukäufe aufgrund der Unbekanntheit des Targets keine Übernahmen modellieren können, nehmen wir eine partielle Reduktion der Holdingkosten vor. Dementsprechend prognostizieren wir im Jahr 2023 leicht geringere Aufwendungen in Höhe von 2,5 Mio. Euro, die sich in 2024 nachhaltig auf 1,5 Mio. Euro mindern sollten.

Auf Basis unserer Planung ergibt sich somit die in der nachfolgenden Abbildung dargestellte Konzern- bzw. Segment-EBITDA-Entwicklung. Im laufenden Geschäftsjahr erwarten wir ein EBITDA i.H.v. 5,4 Mio. Euro. Die Abweichung zur jüngst veröffentlichten Unternehmensguidance (6,0 bis 8,0 Mio. Euro) resultiert vor allem aus unserer konservativeren Top-Line-Prognose in Bezug auf den kurzfristigen Markterfolg der neuen Heizzentralen.

Zukünftige EBITDA-Entwicklung nach Segmenten
(in Mio. Euro)



Quelle: Montega

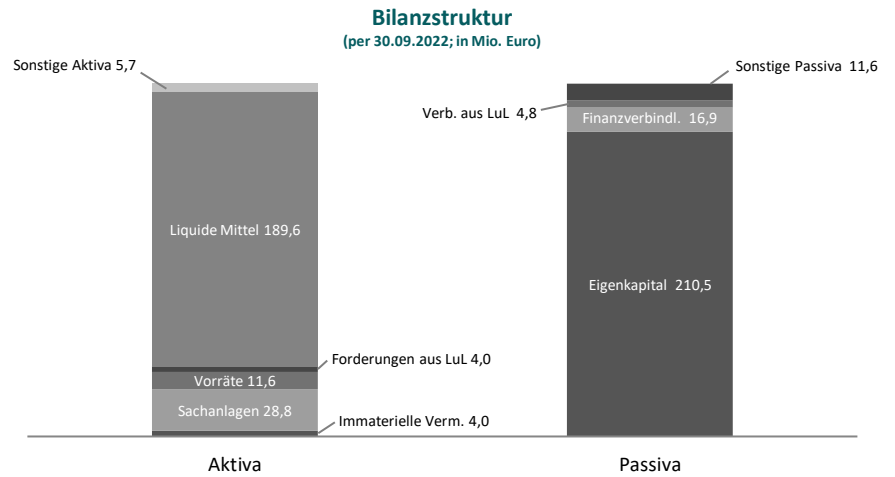
Grundsolide Bilanz schafft Opportunitäten für zukünftiges Wachstum und ermöglicht hohe Dividendenzahlung

Infolge der im dritten Quartal 2022 erfolgten Veräußerung der Beteiligung weclapp für 161,6 Mio. Euro weist die 3U HOLDING zum 30.09.2022 unserer Ansicht nach eine außerordentlich starke Bilanz mit einer Eigenkapitalquote von 86,4% auf.

Die **Aktivseite** der Bilanz ist insbesondere von den hohen liquiden Mitteln (189,6 Mio. Euro; 77,8%; 5,18 Euro je Aktie) sowie den bestehenden Sachanlagen (28,8 Mio. Euro; 11,8%) geprägt. Letzterer Posten beinhaltet neben den Restbuchwerten der Windkraftanlagen und Solarzellen auch bestehende Grundstücke und Gebäude. Darüber hinaus stellen die Vorräte (überwiegend im Lager befindliche Waren des SHK-Segments) mit 11,6 Mio. Euro (4,8%) und bestehende Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (4,0 Mio. Euro; 1,7%) wesentliche Bilanzpositionen dar. Nicht zu vernachlässigen ist auch der Posten der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte i.H.v. 4,6 Mio. Euro (1,9%), der zum Großteil physisches Gold mit einem Gegenwert von rund 3,0 Mio. Euro (0,08 Euro je Aktie) umfasst.

Die **Passivseite** der Konzernbilanz ist insbesondere von dem hohen Eigenkapital geprägt (210,5 Mio. Euro; 86,4%). Einen weiteren bedeutenden Posten bilden die langfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 15,5 Mio. Euro bzw. 6,3% der Bilanzsumme, die dem SHK-Logistikzentrum sowie dem Solarpark zuzuschreiben sind. Mit 5,4 Mio. Euro (2,2%) bzw. 4,8 Mio. Euro (2,0%) kommen den sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten sowie den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu.

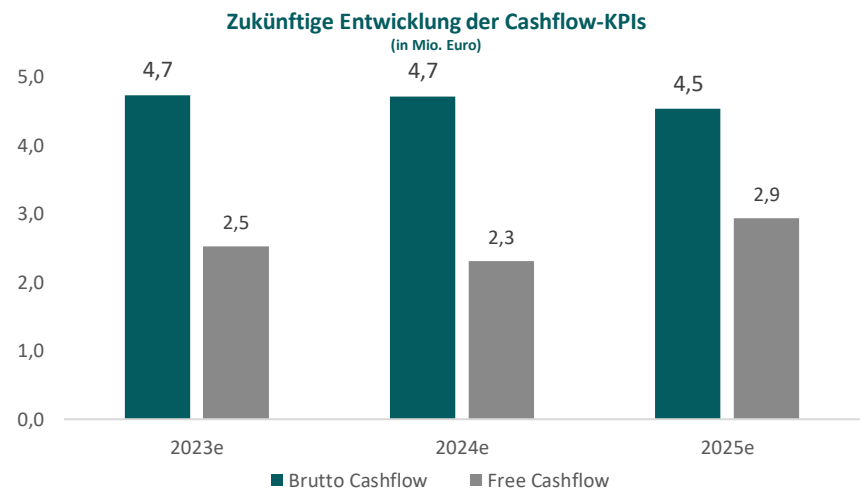
Insgesamt verfügt die 3U HOLDING AG somit über einen Net Cash-Bestand, der, unter Berücksichtigung der Goldvorräte (0,08 Euro je Aktie), bei ca. 173 Mio. Euro bzw. 4,73 Euro pro Aktie liegt und damit nahezu die gesamte aktuelle Marktkapitalisierung von 186 Mio. Euro bzw. dem Aktienkurs (5,08 Euro) abdeckt.



Quelle: Unternehmen

Hohe Free Cashflows infolge geringen Investitionsbedarfs

Die erfolgreiche operative Entwicklung des Unternehmens sollte sich zukünftig nicht nur gewinnseitig, sondern auch auf Ebene des Cashflows niederschlagen. So dürften die Segmente ITK und SHK kaum CAPEX erfordern (MONE: kumuliert 0,5 Mio. Euro p.a.), während im Geschäftsbereich Erneuerbare Energien ausschließlich Investitionen für Nutzungsrechte der Windparkflächen anfallen werden (ca. 0,2 Mio. Euro p.a.). Da die Abschreibungen des Konzerns (v.a. E-Commerce-Logistikzentrum und Wind- bzw. PV-Anlagen) die Investitionen in Summe deutlich übersteigen, wird sich dies positiv auf die Cash Flow Conversion auswirken. Auch der vergleichsweise geringe mittelfristige Working Capital-Bedarf, der überwiegend aus dem Wachstum des SHK-Segments resultiert, wird die Kapitalzuflüsse nur in moderatem Maße belasten. Unter Berücksichtigung der Minderheiten des Windparks Roge sollte der Free Cashflow des verbliebenen operativen Geschäfts bis 2025 u.E. auf 2,9 Mio. Euro steigen.



Quelle: Montega

Newsflow dürfte von zukünftiger Akquisitionsstrategie geprägt sein

In den letzten Jahren wies der Kursverlauf der 3U HOLDING AG eine äußerst volatile Entwicklung auf. So fiel die Aktie im Zuge der Corona-Krise zunächst auf 0,97 Euro. Anschließend vervielfachte sich der Kurs im Zuge der sehr guten operativen Entwicklung der wertvollsten Konzernbeteiligung weclapp und der Aussicht auf einen baldigen (Teil-)Exit auf bis zu 4,67 Euro, zeigte sich 2022 jedoch vom eingetrübten Kapitalmarktumfeld und der Verschiebung des angestrebten Börsengangs der Tochter weclapp belastet, sodass der Großteil der Gewinne wieder abgegeben wurde. Mit dem dann im September 2022 vermeldeten weclapp-Verkauf für 161,6 Mio. Euro sprang die Aktie zunächst auf ein Niveau von knapp 4,00 Euro und befindet sich seitdem in einem anhaltenden Aufwärtstrend, der jüngst durch die Ankündigung einer Rekorddividende in Höhe von 3,20 Euro je Aktie an Dynamik gewann.

Kursentwicklung der 3U HOLDING



Quelle: Capital IQ

Somit verfügt 3U gegenwärtig über einen Rekordliquiditätsbestand. Nach der bereits erfolgten Veröffentlichung vorläufiger Zahlen 2022 sowie der Prognose 2023 sollten u.E. dementsprechend weniger die Vorlage der kompletten, geprüften Konzernergebnisse für 2022, sondern vielmehr Details über die zukünftige Investmentstrategie positive Impulse für die Aktie liefern. Ebenso könnten erste Akquisitionen Trigger für die Anteilsscheine der 3U HOLDING darstellen.

Ferner halten wir in der ersten Jahreshälfte 2023 den Genehmigungserhalt für die avisierten Repowering-Maßnahmen des Windparks Langendorf für möglich, was sich ebenfalls positiv auf die Kursentwicklung auswirken sollte.

Nettoliquidität und positiver Equity Value der verbleibenden Geschäftsbereiche nicht ausreichend in Bewertung reflektiert

Wir haben die 3U-Aktie anhand eines DCF-Modells bewertet, welches auf eine Unterbewertung des Unternehmens hindeutet.

In Anbetracht des strukturellen Nachfragewachstums im SHK-Online-Handel und den weitgehend konstanten Erlösen im ITK- und Erneuerbare Energien-Segment erwarten wir mittelfristig auf Konzernebene ein leichtes Umsatzwachstum. Gewinnseitig rechnen wir insbesondere in den beiden letztgenannten Segmenten mit anhaltend hohen Margen und einer starken Cashflow Conversion. Im SHK-Segment planen wir mit einer mittelfristigen Fokussierung auf Profitabilität, sodass der Geschäftsbereich ab 2025 nachhaltig Gewinne erwirtschaften sollte. In Summe ergibt sich auf Konzernebene neben der Nettoliquidität auch nach den von uns modellierten Holdingkosten von rund 1,5 Mio. Euro p.a. ab 2024 ein positiver Equity Value des verbliebenen operativen Geschäfts (MONe: 0,76 Euro je Aktie).

Unter Annahme eines Betas von 1,1 und eines WACC von 8,28% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 5,50 Euro je Aktie. Dieser setzt sich zusammen aus der Nettoliquidität inkl. Goldbestand von 4,73 Euro je Aktie und dem Wert des verbleibenden operativen Geschäfts in Höhe von 0,76 Euro je Aktie. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein weiteres Upside von 8%.

Fazit

Die 3U HOLDING AG bietet Investoren gegenwärtig eine spannende Sondersituation. Trotz einer Vergoldung des Tafelsilbers (weclapp-Verkauf) verfügt 3U über zwei etablierte, unkorrelierte Segmente (ITK & Erneuerbare Energien), die kaum Investitionen erfordern und weitgehend konjunkturunabhängige Cashflows abwerfen. Daneben besteht ein wachstumsstarker Geschäftsbereich (SHK-Online-Handel), der u.E. mittelfristig weiteres Gewinnpotenzial bietet.

Das nach dem weclapp-Verkauf verbliebene, dreigliedrige operative Geschäft ist in Summe sowohl auf Gewinn- als auch auf Cashflow-Ebene profitabel und kann derzeit in Schlagdistanz zum Net Cash-Bestand von 4,73 Euro je Aktie erworben werden. Auch nach Holdingkosten ergibt sich ein fortlaufend positiver Free Cashflow.

Bei einem derzeitigen Kassenbestand von rund 190 Mio. Euro werden auch nach Ausschüttung einer üppigen Dividende i.H.v. 3,20 Euro je Aktie bzw. 117 Mio. Euro rund 73 Mio. Euro im Unternehmen verbleiben. Zwar hat das Management aktuell noch keine detaillierte Akquisitionsstrategie vorgelegt, avisiert jedoch vorzugsweise die Stärkung der aktuellen Geschäftsfelder. Aus strategischen Gesichtspunkten halten wir insbesondere Zukäufe im Bereich des Online-Handels für denkbar, um Synergien im Einkauf zu heben und die bestehenden Logistikflächen optimal auszulasten. Dementsprechend bietet sich Investoren im Falle einer wertschaffenden Akquisition zusätzliches Upside-Potenzial.

SWOT

Der Geschäftserfolg von 3U ist in erster Linie von der operativen Entwicklung der Beteiligungen, aber in hohem Maße auch von einer Durchführung wertschöpfender Zukäufe und Veräußerungen abhängig. Dementsprechend geht mit dem hohen Liquiditätsbestand in Abhängigkeit der Allokation gleichzeitig die größte Chance und das größte Risiko einher. Jedoch sollte das Unternehmen im Due Diligence-Prozess von seiner jahrelangen M&A-Erfahrung profitieren können.

Die größte Stärke sehen wir im dreigliedrigen, diversifizierten Stammgeschäft des Unternehmens, welches weitgehend konjunkturunabhängig ist und beständige Gewinne bzw. Cashflows abwirft. Dementgegen erachten wir die kurze Restlaufzeit der Windkraftanlagen sowie die aktuell angespannte Margensituation im Bereich SHK als zentrale Schwäche des Unternehmens.

Stärken

- Die Segmente ITK und Erneuerbare Energien werfen hohe Cashflows ab und weisen kaum Investitions- bzw. Working Capital-Bedarf auf.
- 3U profitiert bei zukünftigen Add-on-Akquisitionen von der aufgebauten Expertise in den Bereichen ITK, Erneuerbare Energien und dem Online-Handel.
- Das Unternehmen verfügt aktuell über drei unkorrelierte Segmente, die weitgehend konjunkturunabhängig sind.
- 3U verfügt über eine hohe Substanz, die der Aktie einen natürlichen Floor verleihen sollte.

Schwächen

- Die Geschäftstätigkeit im Bereich Voice Retail basiert auf einem Rahmenvertrag zwischen den Branchenverbänden VATM sowie DVTM und der Deutschen Telekom, der Ende 2024 ausläuft. 3U hat dementsprechend nahezu keinen direkten Einfluss auf eine etwaige Prolongation, die die Fortführung des Geschäftsbereichs sichern würde.
- Der Online-Shop Selfio verfügt aktuell über eine geringe Kundenbindung.
- Die betriebenen Windkraftanlagen im Segment Erneuerbare Energien weisen lediglich eine voraussichtliche Restnutzungsdauer von knapp fünf Jahren auf.
- Die operativen Geschäftsbereiche weisen derzeit keine Synergien auf.

Chancen

- Die komfortable Liquiditätsposition des Konzerns bietet Chancen für transformative Zukäufe oder Add-on-Akquisitionen.
- Bei erfolgreicher Umsetzung der Repowering-Maßnahmen am Standort Langendorf zu den geplanten Kosten kann der Konzern nach eigenen Angaben eine attraktive Eigenkapitalrendite (15%) erzielen und kontinuierliche Free Cashflows vereinnahmen.
- 3U verfügt in seinem Distributionszentrum über erhebliche, bereits fertiggestellte Erweiterungsflächen, die eine Skalierung auf ein Umsatzvolumen von bis zu 150 Mio. Euro ermöglichen (Umsatz Online-Handel 2022e: 31,0 Mio. Euro).
- Eine Verbesserung der Rohermargen im SHK-Segment bietet signifikantes Gewinnpotenzial (ca. 0,3 Mio. EBITDA pro zusätzlichem Prozentpunkt Rohmarge).

Risiken

- Die Cashflows des Segments Erneuerbare Energien hängen von der Energiepreisentwicklung ab, da die Anlagen keinen Anspruch mehr auf die EEG-Einspeisevergütung haben.
- Durchgeführte Übernahmen könnten sich entgegen den Erwartungen entwickeln und Werte zerstören.
- Die mittelfristige Profitabilitätssteigerung im E-Commerce-Geschäft könnte aufgrund anhaltenden Wettbewerbsdrucks fehlschlagen.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von 3U anhand eines DCF-Modells durchgeführt, dessen Annahmen im Folgenden dargestellt sind. Dabei wurden die Umsatz-, Ergebnis- und Free Cashflow-Beiträge dezidiert auf Ebene der verschiedenen Segmente geplant und unter Berücksichtigung der Holdingkosten im Modell kumuliert. Weitere Bewertungsmethoden, wie z.B. ein Peergroup-Vergleich, sind mangels vergleichbarer Unternehmen unserer Ansicht nach nicht zielführend.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die positive mittelfristige Top-Line-Entwicklung des Konzerns, die zukünftig übergeordnet vom hohen Wachstum des SHK-Segments getrieben werden dürfte. Die umsatztechnisch deutlich kleineren Segmente ITK und Erneuerbare Energien sollten dagegen leicht rückläufige Erlöse verzeichnen, was einerseits auf die Einstellung des ITK-Sub-Segments Voice Retail und andererseits auf geringere Energiepreise zurückzuführen ist. Darüber hinaus haben wir in der Grobplanungsphase die Stilllegung der drei Bestandwindparks abgebildet und im SHK-Segment geringere Wachstumsraten modelliert, um den von uns avisierten Wechsel des strategischen Fokus von Wachstum hin zu mehr Profitabilität zu berücksichtigen. Zur Ermittlung des Terminal Values wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Trotz der u.E. hohen Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Zukäufe können wir in unseren Planungen lediglich das organische Wachstumspotenzial von 3U berücksichtigen. Dementsprechend haben wir eine partielle Verringerung der Holdingkosten modelliert, da diese in ihrer derzeitigen Höhe für die von im Modell abgebildete bloße Fortführung der bestehenden Geschäftsbereiche nicht erforderlich sind. Wahrscheinlicher ist ein Szenario, in der die Holding in Ihrer derzeitigen Größe bestehen bleibt, aber Akquisitionen zusätzliche Beiträge zu den modellierten Free Cashflows leisten.

Ergebnisseitig erwarten wir im ITK-Segment sowohl mittel- als auch langfristig hohe EBITDA-Margen von rund 20% bei anhaltend geringen Investitionen. Auch die Wind- und PV-Anlagen dürften zukünftig stabile Ergebnisbeiträge liefern. Im Online-Handel sollte die Rohmarge aufgrund des erhöhten Profitabilitätsfokus mittelfristig sukzessive steigen, sodass wir in 2024 den nachhaltigen Break-Even auf EBITDA-Basis erreicht sehen, während das EBIT ab 2025 positiv ausfallen dürfte.

Das verwendete Beta von 1,1 reflektiert einerseits die unkorrelierten, weitgehend konjunkturunabhängigen Geschäftsbereiche 3Us sowie den hohen Cashbestand des Unternehmens, der der Aktie einen gewissen natürlichen Floor verschafft.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Marktrisikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 20% ergibt sich ein WACC von 8,28%.

Für die 3U AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 5,50 Euro**.

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	54,4	56,3	56,3	58,6	60,9	59,1	61,7	62,9
Veränderung	-13,6%	3,5%	0,0%	4,0%	4,0%	-3,0%	4,3%	2,0%
EBIT	2,2	2,1	1,9	2,4	3,8	2,3	2,4	2,5
EBIT-Marge	4,0%	3,8%	3,3%	4,0%	6,2%	3,8%	4,0%	4,0%
NOPAT	1,5	1,5	1,3	1,7	2,6	1,6	1,7	1,8
Abschreibungen	3,2	3,2	3,2	3,2	2,2	2,1	2,0	0,7
in % vom Umsatz	5,9%	5,7%	5,7%	5,5%	3,7%	3,5%	3,3%	1,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,2	-1,5	-0,8	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,3
- Investitionen	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Investitionsquote	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%
Übriges	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,5	2,3	2,9	3,5	3,4	3,4	2,4	1,4
WACC	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Present Value	2,4	2,0	2,4	2,6	2,4	2,2	1,4	12,6
Kumuliert	2,4	4,4	6,8	9,4	11,8	14,0	15,4	28,0

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	28,0
Terminal Value	12,6
Anteil vom Tpv-Wert	45%
Verbindlichkeiten	20,1
Liquide Mittel	193,2
Eigenkapitalwert	201,1

Aktienzahl (Mio.)	36,62
Wert je Aktie (Euro)	5,49
+Upside / -Downside	8%
Aktienkurs (Euro)	5,08

Modellparameter

Fremdkapitalquote	20,0%
Fremdkapitalzins	4,0%
Markttrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,10
WACC	8,3%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2023-2026	2,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2023-2029	2,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2030	2,0%
EBIT-Marge	2023-2026	3,8%
EBIT-Marge	2023-2029	4,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2030	4,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	ewiges Wachstum					
WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%	
8,78%	5,42	5,44	5,45	5,46	5,49	
8,53%	5,44	5,46	5,47	5,48	5,51	
8,28%	5,46	5,48	5,49	5,51	5,54	
8,03%	5,48	5,50	5,52	5,53	5,57	
7,78%	5,50	5,53	5,54	5,56	5,60	

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

	EBIT-Marge ab 2030e					
WACC	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%	
8,78%	5,40	5,43	5,45	5,47	5,50	
8,53%	5,42	5,45	5,47	5,49	5,52	
8,28%	5,44	5,47	5,49	5,52	5,54	
8,03%	5,46	5,49	5,52	5,54	5,57	
7,78%	5,48	5,51	5,54	5,57	5,60	

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die 3U HOLDING AG ist eine deutsche Beteiligungsgesellschaft, die derzeit operative Tätigkeiten in den Segmenten Erneuerbare Energien (EE; Wind und Solar), Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK) sowie einem Online-Handel im Bereich Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik unterhält (SHK). Darüber hinaus verfolgt das Unternehmen eine opportunistische Investmentstrategie im Immobiliensektor. Mit der in 2022 vollzogenen weclapp-Veräußerung für rund 161 Mio. Euro verfügt 3U über einen Rekordbestand an Liquidität und prüft derzeit vorrangig Add-on-Akquisitionen innerhalb der drei definierten Kernmärkte.

Key Facts

Ticker	UUU	Umsatz (fortgef. Aktivitäten)	50,5 Mio. Euro
Sektor	Beteiligungsgesellschaft	EBIT MONE: (fortgef. Aktivitäten)	2,5 Mio. Euro
Mitarbeiter	128 (FTEs)	EBIT-Marge MONE: (fortgef. Aktivitäten)	5,0%
Kernkompetenz	<ul style="list-style-type: none"> • ITK: Bereitstellung hochwertiger, sicherer ITK-Services • EE: Entwicklung und Betrieb von Wind- und Solarparks • SHK: Betrieb eines Online-Shops für komplexe Produkte im DIY-Bereich 		
Standorte	Marburg (Hauptsitz), Hannover, Berlin, Koblenz, Bad Honnef, Langendorf, Roge, Klostermoor, Adelebsen		
Kundenstruktur	<ul style="list-style-type: none"> • ITK (B2C & B2B): Unternehmen unterschiedlichster Branchen sowie Endverbraucher • EE (B2B): Einzelverträge mit wenigen (öffentlichen) Unternehmen bzw. staatliche Fixvergütung • SHK (B2C & B2B): Endverbraucher und Handwerksbetriebe 		

Quelle: Unternehmen, Montega

Stand: Geschäftsjahr 2022p

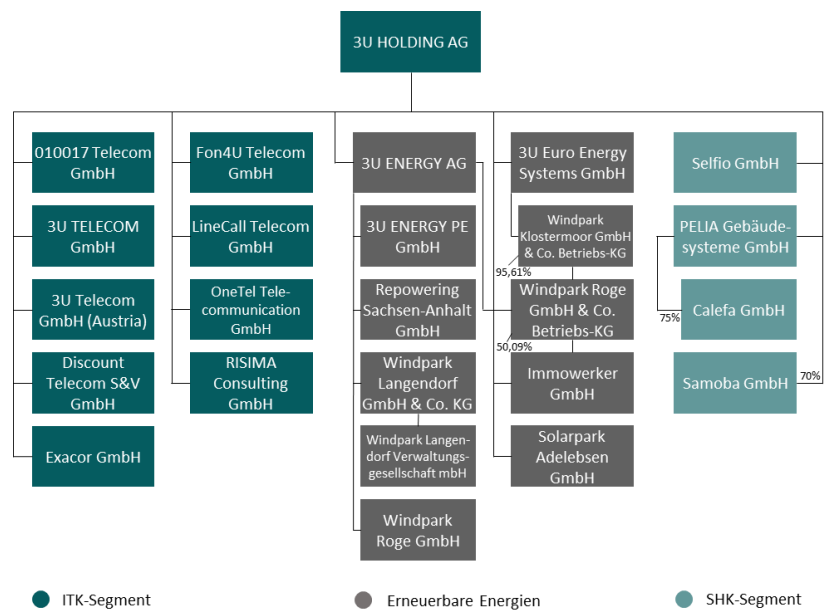
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

- 1997** Gründung des Unternehmens als 3U Telekommunikation GmbH, einem Verbindungsnetzbetreiber
- 1999** Umfirmierung in eine Aktiengesellschaft und Erstnotiz an der Frankfurter Börse
- 2003** Akquisition von OneTel, einem Netzbetreiber für Sprachtelefonie
- 2004** Erwerb von LambdaNet Communications Deutschland
- 2007** Umbenennung in 3U HOLDING AG und strategische Positionierung als Management- und Beteiligungsholding
- 2008** Gründung der weclapp-Vorgängergesellschaft
- 2009** Einstieg in den Bereich Erneuerbare Energien
- 2011** Gründung der Selfio GmbH, einem Online-Händler für Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik
- 2013** Ausbau des Rechenzentrums geschäfts durch den Erwerb zusätzlicher Kapazitäten in Berlin und Hannover
- 2014** Ausbau des Geschäftsbereichs Erneuerbare Energien durch Akquisition eines Windpark-Projektentwicklers mit einer Pipeline von acht Projekten sowie des Kaufs des Windparks Langendorf
- 2015** Aufstockung der Anteile an der Selfio GmbH auf 100%
- 2021** Einzug in das neue Distributionszentrum für den Bereich Online-Handel
- 2022** Veräußerung der Beteiligung weclapp SE (Anteil 70,95%) für 161,6 Mio. Euro

Organisationsstruktur

In der Organisationsstruktur des Konzerns fungiert die 3U HOLDING AG als Dachgesellschaft. Im ITK-Segment werden neun verschiedene operative Gesellschaften betrieben. Der Bereich Erneuerbare Energien wird ebenfalls durch mehrere Gesellschaften geführt, wobei die konzerneigenen Wind- und Solarparks jeweils über das branchenübliche Konstrukt einer Verwaltungsgesellschaft und einer GmbH & Co. KG verfügen. Die Geschäftstätigkeit des Segments Online-Handel wird primär in der Selfio bzw. der PELIA gebündelt. Neben den dargestellten Gesellschaften betreibt 3U weitere 14 Unternehmen, wie Projektentwicklungsgesellschaften, die derzeit noch eine vernachlässigbare Relevanz aufweisen.

Organisationsstruktur der 3U HOLDING AG



Quelle: Unternehmen

Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

3U klassifiziert seine Geschäftstätigkeit in drei Segmente. Um die derzeit relevanten Umsatzrelationen darzustellen, beziehen wir uns im Folgenden auf Pro-Forma-Umsätze 2022, welche i.W. um die Erlösbeiträge der verkauften weclapp-Beteiligung bereinigt sind.

Die erbrachten Dienstleistungen im Bereich **Informations- und Telekommunikationstechnik (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 23%)** untergliedern sich nochmals in vier Bereiche:

- *Data Center Services & Operation* (MONE: 12% der Segmentumsätze) bündelt sämtliche Dienstleistungen rund um die drei konzerneigenen Rechenzentren. Hierbei können Unternehmenskunden wahlweise Flächen zur Aufstellung von eigenen Servern (Colocation) oder Rechenkapazitäten der 3U (Infrastructure-as-a-Service) anmieten. Die aktive Betreuung bzw. der Betrieb von IT-Landschaften für Unternehmenskunden (Managed Services) runden das Leistungsangebot ab.
- Der Bereich *Voice Retail* (MONE: 15% der Segmentumsätze) ermöglicht Endkunden günstige Telefonverbindungen und umfasst insbesondere Call-by-Call bzw. Preselection-Gespräche.
- Das Sub-Segment *Voice Business*, dessen Kerndienstleistung die Anrufterminierung darstellt, erzielt das Gros der Bereichsumsätze (MONE: 64% der Segmenterlöse). Als Teilnehmer- und Verbindungsnetzbetreiber verfügt 3U über ein eigenes, internetbasiertes Telefonnetz und fungiert bei netzübergreifenden Gesprächen als Intermediär (Anrufterminierung). Dabei deckt

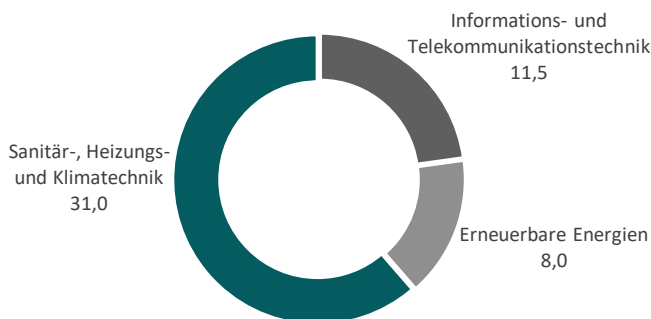
das Leistungsangebot sowohl Verbindungen in Fest- und Mobilnetze als auch internationale Verbindungen sowie Sonder- und Servicenummern ab.

- Darüber hinaus ist 3U in geringem Umfang (MONE: 9% der Segmenterlöse) im *Handel mit Softwarelizenzen* tätig. Hierbei fokussiert sich das Unternehmen ausschließlich auf den Vertrieb der Dokumentenmanagementsoftware Litera.

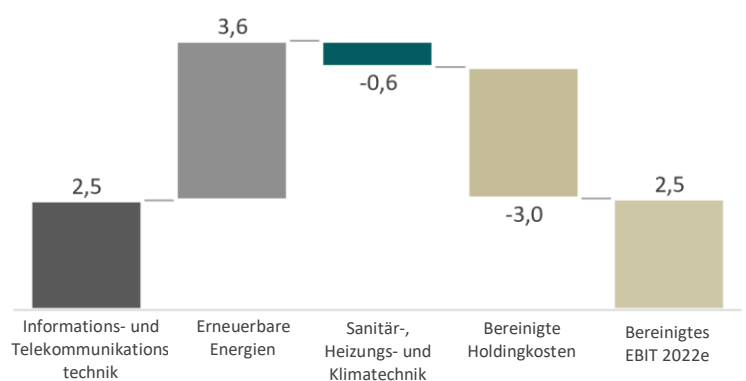
Das Segment **Erneuerbare Energien (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 16%)** umfasst drei Windparks mit einer Nennleistung von 42,9 MW und einen Solarpark mit einer Leistung von 10,1 MW. Die Erträge unterliegen hierbei einer branchenüblichen Volatilität, die einerseits auf wechselnde Witterungsbedingungen und andererseits auf schwankende Strompreise zurückzuführen ist. Für 2023 hat 3U bereits den Großteil der Stromerträge in Form von Power Purchase Agreements (PPAs) zu fixen Konditionen verkauft. Darüber hinaus plant die Gesellschaft gegenwärtig umfangreiche Repowering-Maßnahmen am Standort Langendorf, welche die Leistung von 22,5 MW auf 43,0 MW nahezu verdoppeln und die Stromerträge ab der Inbetriebnahme Mitte 2025 um das Dreifache erhöhen sollen.

Der Geschäftsbereich **Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (Pro-Forma-Umsatzanteil 2022 MONE: 61%)** bündelt im Wesentlichen die Aktivitäten des Portfoliounternehmens Selfio (ca. 80% der Segmentumsätze). Dies ist ein B2C Onlineshop, der für Heimwerker und Selberbauer z.B. Fußbodenheizungen oder Lüftungs- und Wasseraufbereitungsanlagen von eigenen sowie fremden Marken vertreibt (z.B. Buderus, Grundfos, Viessmann, Wolf). Dabei profitieren Kunden von umfangreichen Hilfestellungen in Form von Videos oder detaillierten Montageanleitungen. Ferner betreibt 3U das Unternehmen PELIA (ca. 20% der Segmenterlöse), das als SHK-Großhändler auftritt und überwiegend Handwerksbetriebe zu seinen Kunden zählt. Außerdem wickelt die Gesellschaft sämtliche logistische Prozesse des Segments ab und ist für die noch kleine Produktion der Eigenmarkenartikel zuständig.

Pro-Forma-Umsatzsplit 2022e nach Segmenten
(in Mio. Euro)



Bereinigtes EBIT 2022e aus fortgeführten Geschäftsbereichen
(in Mio. Euro)



Quelle: Montega

Zielmärkte, Absatzregionen und Vertriebsstruktur

Regional fokussiert sich 3U zwar übergeordnet auf den deutschen Markt, bietet seine Telekommunikationsdienstleistungen jedoch beispielsweise auch in Österreich an und beliefert mit seinem Onlineshop Selfio Kunden in mehr als 30 Ländern. Insgesamt lag der Auslandsanteil der Konzernerlöse in der Vergangenheit bei rund 10%. Die wichtigsten Absatzmärkte stellen hierbei Österreich und die Schweiz dar, auf die bereits mehr als die Hälfte der ausländischen Erlöse entfallen. Die übrigen Umsätze werden vorwiegend im europäischen Ausland erwirtschaftet.

M&A-Historie

In der nachfolgenden Tabelle sind die getätigten Exits in absteigender zeitlicher Reihenfolge dargestellt. Hierbei wird sowohl der langfristige Beteiligungsansatz 3Us als auch die opportunistische Immobilienstrategie ersichtlich, da sechs der zehn durchgeführten Transaktionen einen Immobilienbezug aufweisen. Zwei weitere Transaktionen sind auf

selbstentwickelte Windparks bzw. eine Beteiligung im SHK-Bereich sowie den ERP-Software-Anbieter weclapp zurückführen. Insgesamt verfügt 3U u.E. über einen guten Track Record sowie eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik, da die Anteilseigner in Form von Ausschüttungen an erfolgreichen Exits beteiligt werden.

Asset	Historische Exits		Veräußerungswert	Jahr
	Kaufpreis/Investition	Jahr		
weclapp	24,0 Mio.	2008	161 Mio.	2022
InnoHubs	3,7 Mio.	2019	10,1 Mio.	2022
Grundstück Adelebsen	4,3 Mio.	2011	5,1 Mio.	2021
ClimaLevel Energiesysteme	1,0 Mio.	2012	2,3 Mio.	2021
Windpark Lüdersdorf	3,6 Mio.	2016	4,0 Mio.	2021
Immobilie Linz	0,8 Mio.	2012	0,7 Mio.	2020
Immobilie Montabaur	1,9 Mio.	2012	1,7 Mio.	2019
Immobilie Marburg	8,6 Mio.	2009	11,8 Mio.	2019
RZ-Immobilie Hannover	8,4 Mio.	2013	10,2 Mio.	2018
Windpark Schlenzer	4,4 Mio.	2017	7,5 Mio.	2017
Summe	60,7 Mio.		215,0 Mio.	

Quelle: Unternehmen

Management

Das Unternehmen wird derzeit von einem dreiköpfigen Vorstandsteam geleitet.



Uwe Knoke ist seit November 2021 Mitglied des Vorstands und verantwortet die Bereiche Strategie und Business Development. Der Diplom-Ingenieur blickt auf eine langjährige Berufserfahrung und große Expertise im Bereich Telekommunikation zurück, die er unter anderem bei der LambdaNet Communications Deutschland AG und anschließend als Geschäftsführer der 3U TELECOM GmbH erwarb.



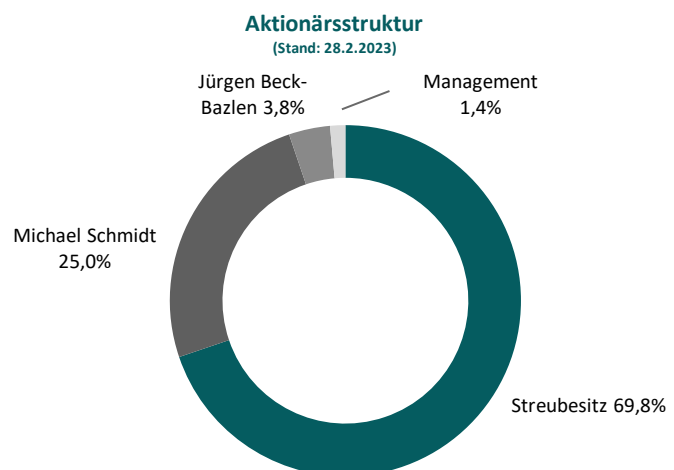
Christoph Hellrung (CFO) stieß bereits 2009 als Finanzchef der Tochter LambdaNet Communications Deutschland AG zu 3U. Im März 2012 wurde er als CFO in das Leitungsgremium des Konzerns berufen und übernahm im Oktober 2021 nach seiner knapp 10-jährigen Tätigkeit in dieser Funktion den Posten des Finanzvorstands bei der weclapp SE, ehe er im Mai 2022 erneut zum CFO der 3U HOLDING bestellt wurde. Vor seinem Eintritt in den 3U-Konzern arbeitete der Diplom-Kaufmann unter anderem bei einem führenden Wirtschaftsprüfer und als Prokurist sowie Vorstand der auf Erneuerbare Energien spezialisierten ENRO AG.



Andreas Odenbreit gehört dem Konzern bereits seit 2005 an und verantwortet als Vorstand die Bereiche Recht und Personal. Zuvor arbeitete der Jurist in den Rechtsabteilungen von Volkswagen und der Deutschen Telekom.

Aktionärsstruktur

Die 3U HOLDING AG hat 36.617.014 Inhaberaktien ausgegeben. Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von den Anteilen des Gründers und amtierenden Aufsichtsrats Michael Schmidt bestimmt, der 25,0% der Aktien hält. Darüber hinaus besitzt Jürgen Beck-Bazlen (Aufsichtsrat) rund 3,8% der ausstehenden Aktien, während auf die übrigen Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder weitere 1,4% der Anteile entfallen. Die verbleibenden 69,8% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	61,1	55,9	63,0	54,4	56,3	56,3
Bestandsveränderungen	-0,4	2,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,2	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	60,8	58,7	64,1	54,4	56,3	56,3
Materialaufwand	33,2	29,3	31,0	35,4	37,8	38,1
Rohertrag	27,6	29,4	33,2	19,0	18,5	18,2
Personalaufwendungen	13,1	15,0	20,3	8,0	7,2	7,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,3	10,0	16,3	6,6	6,9	7,0
Sonstige betriebliche Erträge	5,3	6,9	169,4	1,0	1,0	1,0
EBITDA	11,6	11,3	166,0	5,4	5,3	5,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,3	3,1	3,3	3,0	3,0	3,0
EBITA	7,2	8,1	162,7	2,4	2,3	2,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,0	0,2	0,2	0,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,9	6,8	161,7	2,2	2,1	1,9
Finanzergebnis	-0,7	-0,5	-0,5	1,3	0,5	0,5
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,3	6,3	161,2	3,4	2,6	2,3
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,3	6,3	161,2	3,4	2,6	2,3
EE-Steuern	1,3	2,2	2,0	1,0	0,8	0,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,0	4,0	159,2	2,4	1,8	1,6
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,0	4,0	159,2	2,4	1,8	1,6
Anteile Dritter	0,7	1,1	0,2	0,3	0,2	0,1
Jahresüberschuss	3,3	2,9	159,0	2,1	1,6	1,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,7%	3,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,3%	1,4%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	99,6%	104,8%	101,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	54,4%	52,3%	49,1%	65,0%	67,1%	67,6%
Rohertrag	45,3%	52,5%	52,7%	35,0%	32,9%	32,4%
Personalaufwendungen	21,5%	26,8%	32,2%	14,8%	12,9%	12,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,6%	17,8%	25,8%	12,2%	12,3%	12,4%
Sonstige betriebliche Erträge	8,7%	12,3%	268,9%	1,8%	1,8%	1,8%
EBITDA	18,9%	20,1%	263,5%	9,9%	9,5%	9,0%
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,1%	5,6%	5,2%	5,5%	5,4%	5,3%
EBITA	11,8%	14,5%	258,3%	4,3%	4,1%	3,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,1%	2,4%	1,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	9,7%	12,1%	256,7%	4,0%	3,8%	3,3%
Finanzergebnis	-1,1%	-0,8%	-0,8%	2,3%	0,8%	0,8%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	8,6%	11,2%	255,9%	6,3%	4,6%	4,1%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	8,6%	11,2%	255,9%	6,3%	4,6%	4,1%
EE-Steuern	2,1%	4,0%	3,2%	1,9%	1,4%	1,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,5%	7,2%	252,7%	4,4%	3,2%	2,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,5%	7,2%	252,7%	4,4%	3,2%	2,9%
Anteile Dritter	1,1%	2,0%	0,3%	0,6%	0,4%	0,2%
Jahresüberschuss	5,4%	5,2%	252,4%	3,8%	2,9%	2,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,9	34,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Sachanlagen	32,3	33,5	28,7	26,2	23,7	21,2
Finanzanlagen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	37,3	68,0	32,8	30,3	27,8	25,3
Vorräte	8,6	13,6	12,4	13,6	15,0	15,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,8	16,0	4,3	3,7	3,9	3,9
Liquide Mittel	26,4	12,7	190,2	76,8	78,5	81,1
Sonstige Vermögensgegenstände	9,8	8,7	5,5	5,5	5,5	5,5
Umlaufvermögen	48,5	51,0	212,5	99,6	102,9	106,3
Bilanzsumme	85,9	119,0	245,3	129,9	130,7	131,6
PASSIVA						
Eigenkapital	51,1	55,2	211,4	96,7	97,4	98,2
Anteile Dritter	0,8	6,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Rückstellungen	2,6	2,3	3,2	3,2	3,2	3,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,1	35,0	18,8	18,8	18,8	18,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,2	3,9	4,4	3,8	3,9	3,9
Sonstige Verbindlichkeiten	8,0	15,7	6,5	6,5	6,5	6,5
Verbindlichkeiten	33,9	56,9	32,9	32,3	32,4	32,4
Bilanzsumme	85,9	119,0	245,3	129,9	130,7	131,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,7%	28,8%	1,6%	3,0%	3,0%	3,0%
Sachanlagen	37,6%	28,2%	11,7%	20,2%	18,1%	16,1%
Finanzanlagen	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Anlagevermögen	43,5%	57,2%	13,4%	23,3%	21,3%	19,2%
Vorräte	10,0%	11,4%	5,1%	10,5%	11,5%	12,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,4%	13,5%	1,8%	2,8%	3,0%	3,0%
Liquide Mittel	30,8%	10,7%	77,6%	59,1%	60,1%	61,6%
Sonstige Vermögensgegenstände	11,4%	7,3%	2,3%	4,3%	4,2%	4,2%
Umlaufvermögen	56,5%	42,9%	86,6%	76,7%	78,7%	80,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	59,5%	46,4%	86,2%	74,4%	74,5%	74,7%
Anteile Dritter	1,0%	5,8%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%
Rückstellungen	3,1%	1,9%	1,3%	2,5%	2,4%	2,4%
Zinstragende Verbindlichkeiten	23,4%	29,4%	7,7%	14,5%	14,4%	14,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7%	3,3%	1,8%	2,9%	3,0%	3,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,3%	13,2%	2,6%	5,0%	5,0%	4,9%
Verbindlichkeiten	39,5%	47,8%	13,4%	24,8%	24,8%	24,6%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

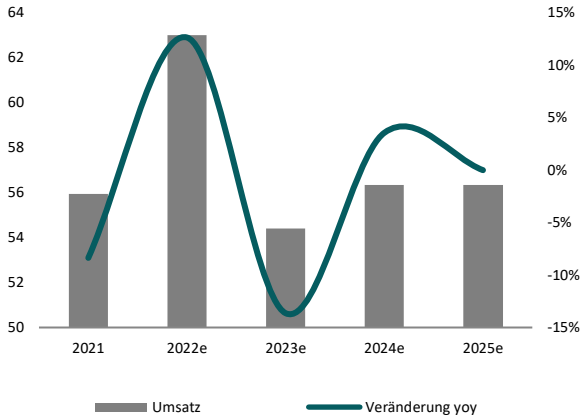
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,0	4,0	159,2	2,4	1,8	1,6
Abschreibung Anlagevermögen	4,3	3,1	3,3	3,0	3,0	3,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,0	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-4,5	-1,4	-163,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	5,3	7,1	0,3	5,6	5,0	4,8
Veränderung Working Capital	-0,5	-16,6	13,5	-1,2	-1,5	-0,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,8	-9,5	13,7	4,4	3,5	4,0
CAPEX	-10,4	-5,6	-4,0	-0,7	-0,7	-0,7
Sonstiges	5,6	-8,1	138,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,8	-13,8	134,0	-0,7	-0,7	-0,7
Dividendenzahlung	-2,0	-2,0	0,0	-117,2	-1,1	-0,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	6,4	12,2	5,7	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,8	-1,0	24,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	5,3	9,2	29,7	-117,2	-1,1	-0,7
Effekte aus Wechselkursänderungen und Sonstiges	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	5,3	-14,0	177,5	-113,5	1,7	2,6
Endbestand liquide Mittel	26,4	12,7	190,2	76,8	78,5	81,1

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

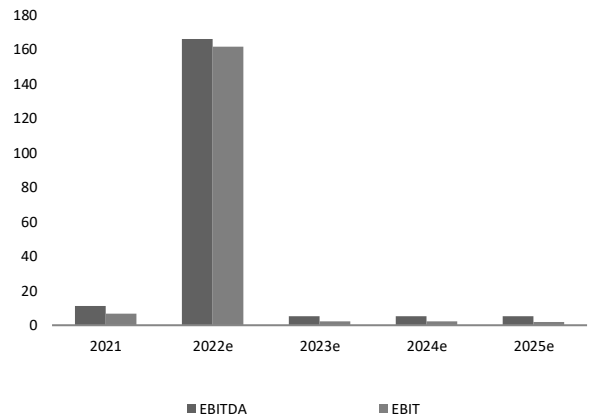
Kennzahlen 3U HOLDING AG	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	45,3%	52,5%	52,7%	35,0%	32,9%	32,4%
EBITDA-Marge (%)	18,9%	20,1%	263,5%	9,9%	9,5%	9,0%
EBIT-Marge (%)	9,7%	12,1%	256,7%	4,0%	3,8%	3,3%
EBT-Marge (%)	8,6%	11,2%	255,9%	6,3%	4,6%	4,1%
Netto-Umsatzrendite (%)	6,5%	7,2%	252,7%	4,4%	3,2%	2,9%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	12,4%	10,2%	252,7%	5,2%	5,3%	4,8%
ROE (%)	7,0%	5,6%	256,0%	1,0%	1,6%	1,6%
ROA (%)	3,8%	2,5%	64,8%	1,6%	1,2%	1,2%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-5,0	23,6	-170,2	-56,7	-58,4	-61,0
Net Debt / EBITDA	-0,4	2,1	-1,0	-10,6	-10,9	-12,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,1	0,4	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-5,6	-15,1	9,8	3,7	2,8	3,3
Capex / Umsatz (%)	17%	10%	6%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	15%	31%	30%	24%	25%	27%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	1,4	1,4	0,1	3,0	3,0	3,1
EV/EBIT	2,7	2,3	0,1	7,4	7,4	8,5
EV/FCF	-	-	1,6	4,3	5,6	4,7
KGV	56,4	63,5	1,1	84,7	127,0	127,0
KBV	3,6	3,4	0,9	1,9	1,9	1,9
Dividendenrendite	1,0%	1,0%	63,0%	0,6%	0,4%	0,4%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

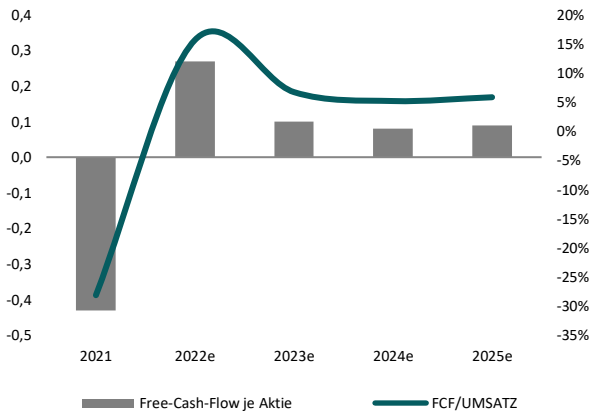
Umsatzentwicklung



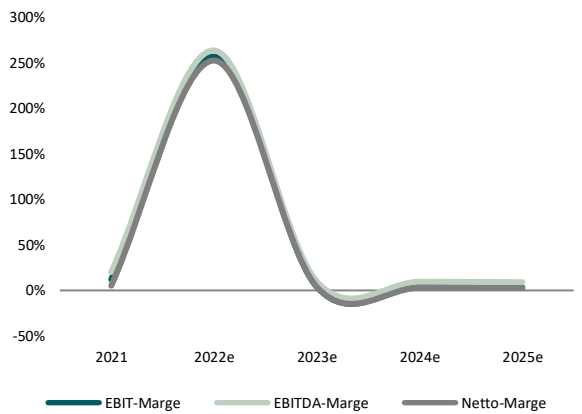
Ergebnisentwicklung



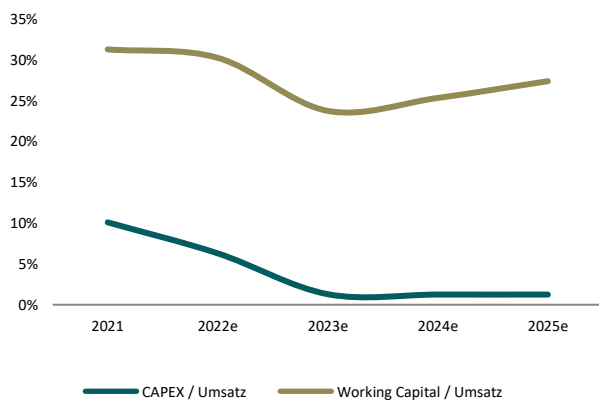
Free-Cash-Flow Entwicklung



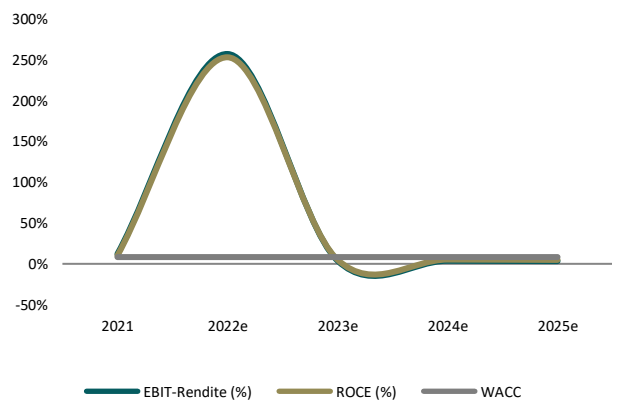
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 20.03.2023): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 20.03.2023): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	20.03.2023	5,08	5,50	+8%