18. August 2023 Research-Update



3U Holding AG

Bestätigte Prognose für 2023 und ehrgeizige Wachstumspläne für die Zukunft

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,50 € | Kursziel: 3,00 € (zuvor: 3,30 €)

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

+49 (0) 251-13476-93

+49 (0) 251-13476-92

Telefon:

Telefax:



Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz: Marburg
Branche: Beteiligungen

Mitarbeiter: 127 Rechnungslegung: IFRS

ISIN: DE0005167902
Ticker: UUU:GR
Kurs: 2,50 Euro
Marktsegment: Prime Standard
Aktienanzahl: 36,7 Mio. Stück
Market-Cap: 91,8 Mio. Euro
Enterprise Value: 43,1 Mio. Euro

Free Float: 74,0 %

Kurs Hoch/Tief (12M): 5,86 / 2,17 Euro Ø **Umsatz (Xetra,12M):** 372 Tsd. Euro / Tag

Umsatzrückgang in Q2

Nach dem moderaten Umsatzanstieg im ersten Quartal (+2,5 Prozent auf Basis der fortgeführten Aktivitäten, ohne weclapp im Vorjahr) musste 3U in den Monaten April bis Juni sinkende Erlöse hinnehmen. Sie reduzierten sich um knapp 5 Prozent auf 11,8 Mio. Euro, so dass auch in Summe des ersten Halbjahrs ein minimaler Umsatzrückgang um 1 Prozent auf 25,1 Mio. Euro verzeichnet wurde.

Schwäche im SHK-Segment

Ursächlich für die Entwicklung war eine Schwäche des SHK-Segments. Während die beiden anderen Segmente ihr Wachstum im zweiten Quartal fortsetzen konnten und damit auch im gesamten ersten Halbjahr Umsätze über Vorjahr erzielten (ITK: +4,2 Prozent auf 6,3 Mio. Euro, Erneuerbare Energien: +4,6 Prozent auf 4,3 Mio. Euro), gab es in der größten Sparte im zweiten Quartal einen Rückgang um 11,3 Prozent auf knapp 7,0 Mio. Euro und im gesamten Halbjahr um 4,4 Prozent auf 14,7 Mio. Euro. 3U begründet dies vor allem mit der konjunkturellen Schwäche des Baubereichs, die vor allem das klassische Sortiment von Selfio (u.a. Fußbodenheizungen) belastet hat. Zudem sorgte die politische Diskussion um

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	61,1	55,9	62,7	54,0	59,1	70,8
EBIT (Mio. Euro)	5,9	6,8	161,1	2,6	0,9	5,3
Jahresüberschuss	3,3	2,9	159,0	3,0	1,2	2,7
EpS	0,09	0,08	4,33	0,08	0,03	0,07
Dividende je Aktie	0,05	0,05	3,20	0,10	0,07	0,09
Umsatzwachstum	18,7%	-8,4%	12,0%	-13,7%	9,4%	19,7%
Gewinnwachstum	-20,2%	-10,7%	5.350,4%	-98,1%	-61,0%	128,7%
KUV	1,50	1,64	1,46	1,70	1,55	1,30
KGV	28,1	31,5	0,6	30,2	77,4	33,8
KCF	19,2	-	5,5	30,9	19,3	11,2
EV / EBIT	7,2	6,4	0,3	16,6	46,2	8,2
Dividendenrendite	1,9%	1,9%	128,0%	4,0%	3,0%	3,5%



das Gebäudeenergiegesetz für eine starke Verunsicherung der Kunden und insbesondere für einen abrupten Einbruch der Nachfrage nach Wärmepumpen, dem Umsatztreiber des ersten Quartals.

Operativer Rohertrag gestiegen

Auf der Ebene des Rohertrags betrug der Rückgang des SHK-Segments im zweiten Quartal -17,1 Prozent und im ersten Halbjahr -4,9 Prozent, womit die Rohmarge erneut, wenn auch nur leicht, gesunken ist. Deutlich verbessert hat sich hingegen die Rohmarge des ITK-Segments, dessen Umsatzwachstum vor allem in Bereichen mit einer geringeren Materialintensität (Voice Business und Data Center & Managed Services) erzielt wurde. Im Letztgenannten betrug das Wachstum sogar 46 Prozent auf 1,1 Mio. Euro. Der Segment-Rohertrag stieg dadurch um 9,4 Prozent auf 3,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Zunahme der Rohmarge um 2,6 Prozentpunkte auf 56,2 Prozent. Im dritten Segment schließlich sorgte die Reparatur einer Anlage des Windparks Roge (im ersten Quartal) für einen etwas erhöhten Materialaufwand, wobei die Rohmarge mit 98,3 Prozent weiter auf einem sehr hohen Niveau verblieb. In absoluten Zahlen legte der Rohertrag des Segments im ersten Halbjahr von 4,2 auf 4,3 Mio. Euro leicht zu. In Summe der operativen Segmente konnte damit der Rohertrag trotz des Rückgangs in der SHK-Sparte um 2 Prozent leicht gesteigert werden. Dass auf Konzernebene dennoch ein Rückgang um 44 Prozent auf 10,4 Mio. Euro ausgewiesen wird, liegt an dem hohen Ergebnisbeitrag des Bauträgergeschäfts im letzten Jahr, der sich in den sonstigen betrieblichen Erträgen des Segments "Sonstige Aktivitäten" von 8,4 Mio. Euro bemerkbar gemacht hatte. In der Berichtsperiode betrug diese Position hingegen lediglich knapp 0,2 Mio. Euro.

Personalaufwandsquote leicht erhöht

Die starke Veränderung der SBE durch die letztjährigen Erträge aus dem Bauträgerprojekt spiegelt sich auf der Aufwandsseite in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wider, die durch den Wegfall der mit dem Bauträgerprojekt verbundenen Aufwendungen entsprechend von 8,4 auf 3,6 Mio. Euro zurückgegangen sind. Bezogen ausschließlich auf die drei operativen Segmente, und somit unter Ausschluss der SBA der

Holding, gab es im ersten Halbjahr einen Anstieg der SBA um 8 Prozent. Weiter erhöht hat sich auch der Personalaufwand, der auf Konzernebene bei einer leicht gestiegenen Mitarbeiterzahl gegenüber dem Vorjahr um knapp 4 Prozent auf 4,2 Mio. Euro zugelegt hat.

Geschäftszahlen	HJ 22	HJ 23	Änderung
Umsatz	25,36	25,09	-1,1%
ITK	6,08	6,33	+4,2%
Erneuerbare Energien	4,15	4,34	+4,6%
SHK	15,40	14,72	-4,4%
EBITDA	5,99	2,59	-56,8%
ITK	1,58	1,80	+13,8%
Erneuerbare Energien	3,27	3,21	-1,8%
SHK	-0,06	-0,44	-
EBITDA-Marge	23,6%	10,3%	
ITK	26,1%	28,5%	
Erneuerbare Energien	78,8%	73,9%	
SHK	-0,4%	-3,0%	
EBIT	4,32	0,89	-79,3%
ITK	1,35	1,58	+17,2%
Erneuerbare Energien	2,29	2,19	-4,5%
SHK	-0,41	-0,80	-
EBIT-Marge	17,0%	3,6%	
Vorsteuerergebnis	4,18	2,33	-44,2%
Vorsteuermarge	16,5%	9,3%	
Nettoergebnis	2,47	1,60	-35,1%
Netto-Marge	9,7%	6,4%	
Free-Cashflow	-1,35	-3,71	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

Konzern-EBITDA um 57 % tiefer

Die im Vorjahresvergleich fehlenden Beiträge aus dem Bauträgerprojekt und die höheren Personalkosten sind dafür verantwortlich, dass das Konzern-EBITDA des ersten Halbjahrs mit 2,6 Mio. Euro um 57 Prozent niedriger als im Vorjahr ausgefallen ist. Auf der Ebene der operativen Segmente ist das Bild hingegen deutlich differenzierter. Den größten EBITDA-Beitrag leistet weiterhin das Segment Erneuerbare Ener-



gien, dessen operatives Ergebnis im Berichtszeitraum aber von den Reparaturkosten an einer Windkraftanlage belastet wurde und folglich um knapp 2 Prozent auf 3,2 Mio. Euro gesunken ist. Zudem wurde die Umsatz- und Ergebnisentwicklung des Segments von der geringeren Wind- und Sonnenverfügbarkeit sowie von den niedrigeren Strompreisen, die mit dem größten Windpark Langendorf erzielt wurden, gebremst. Ebenfalls verschlechtert hat sich das Ergebnis des SHK -Segments, dessen EBITDA-Fehlbetrag von -58 Tsd. Euro im Vorjahr auf über -0,4 Mio. Euro angewachsen ist. Demgegenüber stieg das EBITDA des ITK-Segments überproportional zum Umsatz- und Rohertragswachstum um fast 14 Prozent auf 1,8 Mio. Euro, womit eine Marge von 28,5 Prozent erzielt wurde.

Hohes positives Zinsergebnis

Nach Abschreibungen, die sich nur leicht auf 1,7 Mio. Euro erhöht haben, verblieb ein EBIT von 0,9 Mio. Euro, fast 80 Prozent weniger als vor einem Jahr. Auf der Ebene des Vorsteuerergebnisses konnte der Rückgang auf 44 Prozent (auf 2,3 Mio. Euro) begrenzt werden, weil 3U auf die sehr hohe Liquidität (189,7 Mio. Euro zum Jahreswechsel) hohe Zinserträge erzielt hat, die für ein Finanzergebnis von +1,4 Mio. Euro gesorgt haben (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro). Nach Ertragssteuern (0,4 Mio. Euro) und Minderheitsanteilen (0,3 Mio. Euro) wurde im ersten Halbjahr ein Gewinn von 1,6 Mio. Euro erzielt, rund 35 Prozent weniger als letztes Jahr.

Opportunität für Immobilienkauf genutzt

Im Gleichschritt mit dem niedrigeren Ergebnis ist auch der operative Cashflow der ersten sechs Monate im Vorjahresvergleich deutlich gesunken, auf nur noch +34 Tsd. Euro (Vorjahr: +2,2 Mio. Euro). Weitere Gründe dafür waren ein langsamerer Aufbau der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie eine deutliche Abnahme der sonstigen Verbindlichkeiten, welche allein schon die Cashflow-Rechnung mit 3,6 Mio. Euro belastet hat. Darin enthalten waren u.a. Zahlungen der Lohnsteuerverpflichtungen, die wegen der ausgeübten Aktienoptionen entstanden

sind. Nur unwesentlich verändert hat sich hingegen der Investitions-Cashflow, dessen Saldo bei -3,7 Mio. Euro gelegen hat (Vorjahr: -3,5 Mio. Euro). Fast die gesamte Summe (3,5 Mio. Euro) entfällt auf den Rückkauf von 1,2 Tsd. qm an Flächen beim Inno-Hubs-Projekt in Würzburg. 3U erklärt die Transaktion mit einer guten Opportunität, die sich aus der Entscheidung von weclapp, diese Flächen entgegen den ursprünglichen Plänen nicht zu behalten, ergeben hat, und sieht hierfür ein lukratives Vermietungspotenzial. Kumuliert über die beiden Teilsalden betrug der Free-Cashflow der ersten sechs Monate somit -3,7 Mio. Euro, nach -1,3 Mio. Euro im Vorjahr.

Rekorddividende ausgezahlt

Einen sehr hohen Mittelabfluss gab es erwartungsund ankündigungsgemäß im Finanzierungs-Cashflow, weil durch die Ausschüttung der Rekorddividende von 3,20 Euro je Aktie insgesamt 117,7 Mio. Euro ausgezahlt wurden. Diese führte zu einem Finanzierungs-Cashflow von -118,0 Mio. Euro, so dass die bilanzielle Liquidität von 189,7 Mio. Euro zum Jahreswechsel auf 68,0 Mio. Euro abgenommen hat (inkl. der Veränderung der verfügungsbeschränkten Mittel).

Sehr hohe Nettoliquidität...

Trotz dieser Abnahme stellte die Liquidität per Ende Juni noch immer 54 Prozent aller Assets dar. Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten von 18,5 Mio. Euro (einschl. der Leasing-Verbindlichkeiten) betrug die Nettoliquidität zur Jahresmitte 49,5 Mio. Euro.

...und Eigenkapitalquote

Die Dividendenzahlung bewirkte auch eine deutliche Abnahme der Bilanzsumme (-48 Prozent auf 125,5 Mio. Euro) und des Eigenkapitals (-54 Prozent auf 96,4 Mio. Euro), so dass sich die Eigenkapitalquote um knapp 10 Prozentpunkte auf immer noch sehr komfortable 76,9 Prozent ermäßigt hat. Im Vergleich mit dem Vorjahresstichtag, dessen Bilanz noch stark von der Kreditaufnahme für das InnoHubs-Projekt geprägt gewesen war, haben sich das Eigenkapital um 54 Prozent und die Eigenkapitalquote um 31 Prozentpunkte erhöht.



Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der Halbjahreszahlen hat das Management die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und will den Umsatz aus fortgeführten Aktivitäten auf 55 bis 60 Mio. Euro steigern. Auf dieser Grundlage sollen das EBITDA in der Spanne zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro und das Nettoergebnis zwischen 2,5 und 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 Innohubs-Projekts 6,4 Mio. Euro zum Ergebnis beigetragen hat.



ThermCube Quelle: Selfio

Markteinführung von ThermCube

Um die Umsatzziele zu erreichen, ist eine Belebung des Geschäfts des SHK-Segments erforderlich. Hierfür hat Selfio unter anderem das Sortiment um klassische Wärmeerzeuger (Gasthermen) ergänzt, die sich zuletzt einer verstärkten Nachfrage erfreuten. Ungleich höhere Erwartungen verknüpft das Management aber mit Lösungen, die mit den Klimazielen der Regierung kompatibel sind. Dazu gehört vor allem der selbstentwickelte ThermCube, dessen offizieller Marktstart am 16.08. erfolgt ist. Das System besteht

aus einer Wärmepumpe (derzeit greift 3U auf Anlagen von Innotec zurück) und der kompletten elektrischen und hydraulischen Installation. Den Vorteil des ThermCubes, der in einem kompakten Schrankformat (siehe Abbildung) geliefert und derzeit je nach Ausführung für 17 bis 19,5 Tsd. Euro angeboten wird (inkl. Außeneinheit, ohne Pufferspeicher), sieht 3U vor allem in der deutlichen Einsparung der Planungsund Installationskosten sowie in der Vermeidung von kostspieligen Installationsfehlern. Durch die Vormontage wird der Installationsvorgang so weit vereinfacht, dass er auch in Eigenleistung oder von fachfremden Handwerkern vorgenommen werden kann.

Strategie Mission 2026 vorgestellt

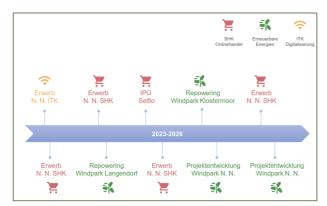
Das Geschäft rund um die Wärmewende stellt auch in mittlerer Frist einen zentralen Hoffnungsträger für das SHK-Geschäft dar, wie 3U im Rahmen der Vorstellung seines Wachstumsprogramms "Mission 2026" Mitte Juli ausgeführt hat. Durch starkes organisches Wachstum und durch Akquisitionen soll der Segmentumsatz bis 2026 auf 150 Mio. Euro gesteigert und die EBITDA-Marge des Segments auf bis zu 8 Prozent verbessert werden. Insgesamt hat sich 3U zum Ziel gesetzt, bis 2026 eine Wertsteigerung des Unternehmens auf 510 bis 620 Mio. Euro zu erreichen, wovon 300 bis 350 Mio. Euro auf das SHK-Segment, 60 bis 70 Mio. Euro auf das ITK-Segment und 150 bis 200 Mio. Euro auf die Sparte Erneuerbare Energien entfallen sollen. Um dies zu erreichen, sind Investitionen in Höhe von mehr als 220 Mio. Euro (inkl. Akquisitionen) geplant. Darüber hinaus wird für 2025 ein Selfio-IPO (oder ein (Teil-)Exit in anderer Form) angestrebt.

Erste Akquisition schon bald möglich

Wie der nachstehenden Abbildung zu entnehmen ist, sollen die meisten Übernahmen im SHK-Segment erfolgen, mit denen 3U die geographische Präsenz, das Sortiment und die Kundenbasis erweitern will. Am weitesten fortgeschritten sind allerdings die Vorbereitungen einer Akquisition für das ITK-Segment, mit der die Positionierung als Anbieter von Managed Services und Digitalisierungsleistungen entscheidend verbessert werden soll. Nach Unternehmensangaben



könnte hier bei planmäßigem Verlauf noch in diesem Jahr der Abschluss gelingen.



Quelle: 3U

Repowering und Projektentwicklung

Das Wachstum des Segments Erneuerbare Energien soll hingegen über das Repowering bestehender und die Entwicklung neuer Windparks massiv forciert werden. Neben dem bereits fertig geplanten und im Genehmigungsprozess befindlichen Repowering des größten Windparks Langendorf will 3U bis 2026 auch die Kapazität am Standort Klostermoor von derzeit 6,0 auf 21,0 MW steigern, der dritte Windpark (Roge) könnte zu einem späteren Zeitpunkt folgen. Zusammen mit dem Neuaufbau von mindestens 15 neuen WEA (mit je 6 bis 7 MW) im Rahmen der Windparkentwicklungsprojekte soll die Erzeugungskapazität von derzeit 53 MW bis 2026 auf 150 bis 200 MW gesteigert werden.

Konservatives Modelldesign

Trotz der Veröffentlichung der Ziele und Maßnahmen der "Mission 2026" belassen wir unser Modell in der Grundstruktur unverändert. Damit bleiben wir unserer Linie treu, darin nur die organische Entwicklung und allenfalls konkret geplante und gut abschätzbare Zukäufe abzubilden. Dementsprechend umfassen unsere Schätzungen noch keine der angestrebten Akquisitionen, auch von den Kapazitätserweiterungen im Segment Erneuerbare Energien ist vorerst nur das Repowering in Langendorf enthalten. 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 und mit dem Bau der neuen Konzernzentrale sowie mit dem Rückerwerb der Büroflächen in Würzburg wieder zwei interessante Immobilienvorhaben im Portfolio hat.

Umsatzschätzung für 2023 reduziert...

Im Detail haben wir unsere Schätzungen aber an die Ergebnisse des ersten Halbjahrs angepasst, die – bezogen auf die Umsatzentwicklung – unter unseren Erwartungen geblieben sind. Dies betrifft vor allem das SHK-Segment, aber auch die Erlöse aus dem Stromverkauf sind wegen der Witterung, vor allem aber aufgrund des kräftigen Rückgangs der für den Windpark Langendorf relevanten Notierung an der Strombörse, unter unseren ursprünglichen Annahmen geblieben. Speziell für das SHK-Segment halten wir eine Erholung zwar für wahrscheinlich, doch könnte sich diese wegen der noch ungeklärten politischen Rahmenbedingungen für den Wärmemarkt unseres Erachtens bis ins vierte Quartal hinein verzögern. Statt wie bisher mit einem Umsatz von 59,1 Mio. Euro, rechnen wir deswegen nun nur noch mit 54,0 Mio. Euro und damit mit einem Wert geringfügig unterhalb der Zielspanne des Unternehmens. Aufgrund der niedrigeren Basis und der zu erwartenden Nachholeffekte haben wir das unterstellte Wachstum des SHK-Segments im nächsten Jahr um 5 Prozentpunkte auf 20 Prozent angehoben, gleichzeitig aber die Annahmen bezüglich des erzielbaren Strompreises nach unten revidiert. In Summe liegt auch die Umsatzschätzung für 2024 mit 59,1 Mio. Euro nun um 4,3 Mio. Euro unter dem alten Wert. Die Änderungen setzen sich auch in den Folgejahren fort, so dass der Ziel-Umsatz des Jahres 2030 nun bei 108,5 Mio. Euro liegt (bisher: 114,9 Mio. Euro).

...aber Gewinnschätzung stabil

Da ein Großteil der Umsatzreduktion im Geschäft mit einem geringen Rohertragsbeitrag erfolgt ist, und gleichzeitig auch die Kostenentwicklung des ersten Halbjahrs flacher war als von uns angenommen, ist der Effekt der geänderten Schätzungen auf das



Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	54,0	59,1	70,8	79,2	85,2	92,1	99,9	108,5
Umsatzwachstum		9,4%	19,7%	11,9%	7,5%	8,2%	8,4%	8,7%
EBIT-Marge	4,8%	1,6%	7,4%	10,1%	10,6%	11,3%	12,0%	13,6%
EBIT	2,6	0,9	5,3	8,0	9,0	10,4	12,0	14,8
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,8	0,3	1,6	2,4	2,7	3,1	3,6	4,4
NOPAT	1,8	0,7	3,7	5,6	6,3	7,3	8,4	10,3
+ Abschreibungen & Amortisation	2,8	2,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,1	4,4
+ 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	4,8	3,7	8,8	10,8	11,5	12,6	13,8	15,0
- Zunahme Net Working Capital	-4,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-4,5	-41,4	-11,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
Free Cashflow	-4,1	-38,2	-2,9	8,9	9,5	10,4	11,4	12,5

SMC Schätzmodell

EBITDA des Jahres 2023 nur moderat geblieben: Statt 6,6 Mio. Euro rechnen wir nun mit 6,2 Mio. Euro, womit wir innerhalb der 3U-Guidance liegen. Die EBIT-Schätzung liegt sogar unverändert bei 2,6 Mio. Euro, weil wir die Schätzung für die Abschreibungen reduziert haben. Auch der für das laufende Jahr erwartete Überschuss nach Steuern und Minderheiten ist mit 3,0 Mio. Euro bzw. 0,08 Euro je Aktie unverändert geblieben, weil sich die leichten Änderungen beim Finanzergebnis (positiv) und den Minderheitsanteilen (negativ) gegenseitig aufgehoben haben.

Zielmarge etwas tiefer

Demgegenüber sind die Margen- und Gewinnannahmen für die Folgejahre nun etwas gesunken, was vor allem auf zwei Effekte zurückzuführen ist: Zum einen bedingt das geringere Umsatzniveau des SHK-Segments eine langsamere Nutzung der Skaleneffekte dieser Sparte, und zum anderen hat die Reduktion der unterstellten Strompreise für das gesamte Windparkportfolio ab 2024 die Marge gedrückt. Bezogen auf das letzte Jahr des detaillierten Prognosezeitraums (2030) ergibt sich daraus eine Ziel-EBIT-Marge von 13,6 Prozent (bisher: 15,6 Prozent). Eine weitere Än-

derung betrifft die Berücksichtigung des Rückkaufs der Bürofläche in Würzburg, aus dem sich für 2023 erhöhte Investitionsauszahlungen und ab 2024 Mieteinnahmen ergeben. 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.

FK-Anteil erhöht

Etwas verschoben hat sich durch die Berücksichtigung der Bilanz- und Cashflow-Daten des ersten Halbjahrs sowie durch die Änderungen unserer Schätzungen auch die Kapitalstruktur innerhalb des Modells. Als Ziel FK-Anteil kalkulieren wir nun mit 37,5 Prozent (bisher: 30,0 Prozent), woraus sich bei unveränderten Annahmen bezüglich der Kapitalkosten (FK: 5,0 Prozent, EK nach CAPM: 8,9 Prozent) und des Steuersatzes für das Tax-Shield (30,0 Prozent) ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,9 Prozent ergibt (bisher: 7,3 Prozent). Unverändert geblieben sind hingegen die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, abzüglich eines Sicherheits-



abschlags von 25 Prozent, und einer "ewigen" Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

Neues Kursziel: 3,00 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 109,5 Mio. Euro bzw. 2,98 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,00 Euro ableiten (bisher: 3,30

Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). 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 Halbjahresbericht hat 3U durchwachsene Zahlen vorgelegt. Während der Umsatz und vor allem der Gewinn des ITK-Segments gesteigert worden konnten, sind die Ergebnisbeiträge der beiden anderen Sparten rückläufig gewesen. Besonders schwach hat sich das SHK-Segment entwickelt, das sowohl unter der Baukonjunktur als auch unter der Unsicherheit über die künftige Ausgestaltung des Gebäudeenergiegesetzes gelitten hat. Auf Konzernebene resultierte daraus ein leichter Umsatzrückgang auf 25,1 Mio. Euro. Das Halbjahres-EBIT lag mit 0,9 Mio. Euro sogar um 79 Prozent unter dem Vorjahreswert, wovon allerdings der größte Teil auf die hohen Einmalerträge zurückzuführen ist, die 3U letztes Jahr im Zusammenhang mit dem Abschluss des Bauträgerprojekts Inno-Hubs erzielt hatte.

Operativ sieht sich 3U mit den Halbjahreszahlen auf Kurs, um das geplante Umsatzwachstum (aus fortgeführten Aktivitäten) auf 55 bis 60 Mio. Euro zu steigern und ein EBITDA in der Spanne zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro zu erzielen. Umsatzseitig sind wir etwas skeptischer und haben unsere Schätzung auf 54 Mio. Euro abgesenkt, während unsere EBITDA-

Schätzung mit 6,2 Mio. Euro weiter innerhalb des Prognosekorridors liegt.

Im Hinblick auf die nächsten Jahre kalkulieren wir aber weiter mit einer dynamischen Aufwärtsentwicklung der Erlöse und des Gewinns, wozu das jüngst unter dem Namen ThermCube vorgestellte Heizsystem für Ein- und Zweifamilienhäuser einen wichtigen Beitrag leisten könnte.

Noch nicht in unseren Schätzungen enthalten sind die im Rahmen der Strategie "Mission 2026" angekündigten Akquisitionen und – mit einer Ausnahme – Kapazitätserweiterungen für die Stromerzeugung, mit deren Hilfe 3U den Unternehmenswert bis 2026 auf 510 bis 620 Mio. Euro steigern will. Wir werden die Elemente dieser Strategie mit dem zunehmenden Konkretisierungsgrad sukzessive in unser Modell aufnehmen.

Bis dahin sehen wir den fairen Wert bei 3,00 Euro je Aktie und bestätigen auf dieser Basis das Urteil "Buy".

Fazit Seite 8



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.
- Die Aufstellung in drei Segmenten bietet eine Diversifikation gegen kurzfristige Schwankungen und eine Flexibilität bezüglich der Terminierung der Wachstumsinitiativen.
- Eine exzellente Bilanz mit einer sehr hohen Nettoliquidität und einer hohen EK-Quote.

Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig und haben sich zuletzt sogar verschlechtert. Im ersten Halbjahr wurden hier ein deutlicher Umsatzrückgang und ein ausgeweiteter Verlust verzeichnet.
- Der Anteil der Wiederholungskäufe ist bei Selfio geschäftsmodellbedingt noch sehr gering.
- Nachteilige Witterungsverhältnisse können Erträge im Segment Erneuerbare Energien 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.

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 ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Mit dem jüngst vorgestellten 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.
- Die Fertigentwicklung einiger Windparkprojekte bietet Potenzial für eine hohe Wertschöpfung und für zusätzliche Erzeugungskapazitäten.
- Die Energie-, Verkehrs- und Heizungswende könnte für steigende Strompreise sorgen und die Profitabilität der Windparks deutlich erhöhen.

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 weiter anhalten.
- Die Erwartungen an das Geschäft mit ThermCube könnten verfehlt werden.
- Anhaltende Tiefpreise an der Strombörse könnten die Rentabilität der Windparks außerhalb des EEG schmälern.
- Das geplante Wachstum im Bereich Managed Services könnte hinter den Erwartungen bleiben.
- 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	35,0	72,7	78,1	73,5	69,0	64,5	60,0	56,3
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	28,6	66,5	72,1	67,7	63,3	58,9	54,5	50,9
II. UV Summe	209,5	93,4	98,8	94,7	99,0	102,7	106,3	109,9	113,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	211,2	99,1	96,5	96,6	98,0	98,8	100,0	101,4	103,5
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	18,8	60,1	60,8	58,6	56,2	53,6	50,6	47,4
2. Kurzfristiges FK	11,9	8,2	12,3	12,6	12,9	13,3	13,6	14,0	14,5
BILANZSUMME	243,6	128,4	171,5	172,8	172,5	171,6	170,8	169,9	169,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	62,7	54,0	59,1	70,8	79,2	85,2	92,1	99,9	108,5
Rohertrag	30,9	20,5	20,7	28,4	32,8	35,4	38,5	42,1	46,2
EBITDA	165,6	6,2	4,6	11,0	13,8	14,8	16,3	18,0	20,1
ЕВІТ	161,1	2,6	0,9	5,3	8,0	9,0	10,4	12,0	14,8
EBT	161,0	5,1	1,9	4,1	6,7	7,9	9,4	11,3	14,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	159,4	3,5	1,3	2,9	4,7	5,5	6,6	7,9	10,0
JÜ	159,0	3,0	1,2	2,7	4,5	5,4	6,5	7,7	9,8
EPS	4,33	0,08	0,03	0,07	0,12	0,15	0,18	0,21	0,27



Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	16,5	3,0	4,8	8,2	10,0	10,8	12,0	13,3	14,6
CF aus Investition	147,8	-4,5	-41,4	-11,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
CF Finanzierung	12,6	-115,2	41,3	-2,1	-5,5	-7,0	-8,1	-9,5	-11,0
Liquidität Jahresanfa.	12,7	189,7	72,9	77,6	72,6	75,9	78,4	80,9	83,3
Liquidität Jahresende	189,7	72,9	77,6	72,6	75,9	78,4	80,9	83,3	85,2

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	12,0%	-13,7%	9,4%	19,7%	11,9%	7,5%	8,2%	8,4%	8,7%
Rohertragsmarge	49,4%	38,0%	35,0%	40,2%	41,4%	41,5%	41,8%	42,1%	42,5%
EBITDA-Marge	264,3%	11,6%	7,8%	15,5%	17,4%	17,4%	17,7%	18,0%	18,5%
EBIT-Marge	257,1%	4,8%	1,6%	7,4%	10,1%	10,6%	11,3%	12,0%	13,6%
EBT-Marge	256,9%	9,4%	3,2%	5,8%	8,5%	9,2%	10,2%	11,3%	13,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	253,8%	5,6%	2,0%	3,8%	5,7%	6,3%	7,0%	7,7%	9,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

		Ewiges Cashflow-Wachstum						
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%			
5,9%	4,35	3,96	3,64	3,38	3,17			
6,4%	3,83	3,53	3,28	3,08	2,90			
6,9%	3,42	3,18	2,98	2,82	2,67			
7,4%	3,08	2,89	2,73	2,59	2,47			
7,9%	2,81	2,65	2,52	2,40	2,30			



Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

 sc-consult GmbH
 Telefon: +49 (0) 251-13476-94

 Alter Steinweg 46
 Telefax: +49 (0) 251-13476-92

 48143 Münster
 E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

<u>Rechtliche Angaben (\$85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)</u>

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)



- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 18.08.2023 um 11:15 Uhr fertiggestellt und am 18.08.2023 um 11:30 Uhr veröffentlicht.

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



Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um min-
	destens 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 min-
	destens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte)
	ein.
Speculative	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um min-
Buy	destens 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 (zwi-
	schen -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 tem-
	poräre 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
01.06.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3), 4)
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 Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.



Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.