

13. November 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Schwäche des SHK-Segments macht Prognoseanpassung notwendig

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 2,33 € | **Kursziel:** 3,40 € (zuvor: 3,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Aktuelle Entwicklung



Prognose für 2023 reduziert

Anfang November hat 3U mitgeteilt, dass die bisherige Prognose für das Gesamtjahr (Umsatz von 55 bis 60 Mio. Euro, EBITDA zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro und Nettoergebnis zwischen 2,5 und 3,5 Mio. Euro) nicht mehr erreichbar ist. Stattdessen rechnet das Unternehmen nun mit Erlösen zwischen 52 und 56 Mio. Euro und mit einem EBITDA zwischen 4,5 und 6,0 Mio. Euro. Für das Nettoergebnis wird nun ein Wert in der Spanne von 1,5 bis 2,5 Mio. Euro angestrebt. Die Prognoseanpassung ist vor allem der Schwäche des SHK-Segments geschuldet, die wiederum in der Krise des Bausektors und in der langwierigen Unsicherheit über die Ausgestaltung des Gebäudeenergiegesetzes begründet ist (siehe weiter unten).

Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	161
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	2,33 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	33,5 Mio. Stück
Market-Cap:	78,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	32,7 Mio. Euro
Free Float:	73,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,86 / 2,17 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	321 Tsd. Euro / Tag

Akquisition im ITK-Segment

Organisch fällt die Anpassung sogar etwas stärker aus, als es der Vergleich der alten und neuen Prognose nahelegt, weil 3U im August die erste Akquisition im Rahmen der im Sommer vorgestellten Wachstumsstrategie „Mission 2026“ getätigt hat und die neue Tochtergesellschaft seit September in den Konzernabschluss einbezogen wird. Es handelt sich dabei um das Systemhaus cs communication Systems GmbH und

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	61,1	55,9	62,7	52,9	62,6	74,2
EBIT (Mio. Euro)	5,9	6,8	161,1	1,2	1,8	6,2
Jahresüberschuss	3,3	2,9	159,0	1,8	1,5	3,1
EpS	0,09	0,08	4,33	0,05	0,05	0,09
Dividende je Aktie	0,05	0,05	3,20	0,07	0,10	0,11
Umsatzwachstum	18,7%	-8,4%	12,0%	-15,6%	18,4%	18,5%
Gewinnwachstum	-20,2%	-10,7%	5.350,4%	-98,9%	-16,8%	106,2%
KUV	1,28	1,39	1,24	1,47	1,25	1,05
KGV	23,9	26,7	0,5	43,0	51,7	25,1
KCF	16,3	-	4,7	42,3	14,7	8,8
EV / EBIT	5,5	4,8	0,2	26,3	18,3	5,3
Dividendenrendite	2,0%	2,0%	137,3%	2,8%	4,5%	4,8%

dessen Tochter, cs network GmbH, die an den drei Standorten Pleidelsheim, Nürnberg und Leipzig zusammen 41 Mitarbeiter beschäftigen und unter der Marke Citrus Leistungen rund um TK-Anlagen, Cloud-Lösungen sowie Netzwerk- und Glasfasertechnik anbieten. Das Unternehmen ist seit 1990 aktiv, verfügt über einen Kundenbestand von mehr als 400 mittelständischen Unternehmen und öffentlichen Institutionen und setzt etwas über 7 Mio. Euro pro Jahr um. Dabei liegt die Profitabilität nach Angaben von 3U in etwa auf dem Niveau des bisherigen ITK-Segments, also etwas oberhalb von 25 Prozent (EBITDA). Der Kaufpreis wurde nicht veröffentlicht, doch aus der Cashflow-Rechnung des dritten Quartals lässt sich auf eine Zahlung von rund 4 Mio. Euro schließen, darüber hinaus wurden im moderaten Umfang Finanzverbindlichkeiten übernommen.

Umsatzanstieg im dritten Quartal

Operativ war das dritte Quartal, wie schon das erste Halbjahr, von einer gegenläufigen Entwicklung im SHK-Segment einerseits und den beiden anderen Sparten andererseits geprägt. Während die Erlöse in Ersterem um 12 Prozent auf 7,1 Mio. Euro abgenommen haben, ist das fortgeführte ITK-Segment (also ohne weclapp im Vorjahr) um 36 Prozent auf 4,1 Mio. Euro gewachsen (davon 0,6 Mio. Euro durch den erstmaligen Beitrag von cs im September). Auch der Umsatz im Segment Erneuerbare Energien ist dank der vorteilhaften Witterung im Bereich Fotovoltaik sowie der attraktiven festen Stromlieferverträge für zwei der drei Windparks deutlich, um 28 Prozent, auf 1,6 Mio. Euro gestiegen. Anders als im ersten Halbjahr, überwog auf der Konzernebene im dritten Quartal das Aufwärtsmomentum (dies allerdings nur wegen des Konsolidierungseffekts der cs-Übernahme), so dass die Erlöse im Vorjahresvergleich um drei Prozent auf 12,6 Mio. Euro gestiegen sind. Auch kumuliert über die ersten neun Monate hat sich der Konzernumsatz geringfügig auf 37,8 Mio. Euro erhöht, wovon 21,8 Mio. Euro (-7 Prozent) bzw. 58 Prozent aus dem SHK-Segment, 10,4 Mio. Euro (+15 Prozent) bzw. 28 Prozent aus dem ITK-Segment und der Rest (6,0 Mio. Euro, +10 Prozent) aus dem Bereich Erneuerbare Energien stammten.

Operativer Rohertrag gestiegen

Dass sich der Konzernrohertrag der ersten neun Monate trotz der leicht erhöhten Erlöse um 42 Prozent auf 15,3 Mio. Euro reduzierte, liegt an dem hohen Ergebnisbeitrag durch den Verkauf des Innohubs-Projekts im September 2022, durch den der Rohertrag des Segments „Sonstige Aktivitäten“ im Vorjahr 13,3 Mio. Euro betragen hatte, gegenüber 1,6 Mio. Euro in der Berichtsperiode. Ohne diesen Effekt hat sich der Rohertrag der drei operativen Segmente um fast 5 Prozent von 15,0 auf 15,7 Mio. Euro erhöht, wobei die Spanne von +16 Prozent im ITK-Segment bis -11 Prozent im SHK-Segment reichte.

Geschäftszahlen	9M 22*	9M 23	Änderung
Umsatz	37,62	37,75	+0,4%
ITK	9,08	10,42	+14,8%
Erneuerbare Energien	5,43	5,99	+10,1%
SHK	23,51	21,83	-7,2%
EBITDA	7,89	3,38	-57,1%
ITK	2,36	2,78	+17,8%
Erneuerbare Energien	2,49	4,38	+75,9%
SHK	0,09	-0,90	-
EBITDA-Marge	21,0%	9,0%	
ITK	26,0%	26,6%	
Erneuerbare Energien	45,9%	73,2%	
SHK	0,4%	-4,1%	
EBIT	5,38	0,85	-84,2%
ITK	2,01	2,45	+21,9%
Erneuerbare Energien	1,03	2,85	+177,9%
SHK	-0,45	-1,45	-
EBIT-Marge	14,3%	2,2%	
Vorsteuerergebnis	5,18	2,64	-49,0%
Vorsteuermarge	13,8%	7,0%	
Nettoergebnis	2,90	1,59	-45,4%
Netto-Marge	7,7%	4,2%	
Free-Cashflow	164,24	-6,58	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; *fortgeführte Aktivitäten, ohne den weclapp-Teilkonzern

SBA gesunken, Personalaufwand höher

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 12,5 auf 5,4 Mio. Euro zurückgegangen sind. Doch auch bereinigt um diesen Aspekt sind die SBA der operativen Segmente um 20 Prozent auf 4,9 Mio. Euro gesunken. Dem SBA-Rückgang stand ein zehnpromzentiger Anstieg des Personalaufwands auf 6,6 Mio. Euro gegenüber.

Gegenläufige EBITDA-Trends

Die im Vorjahresvergleich fehlenden Beiträge aus dem Bauträgerprojekt sorgten im Neunmonatsabschluss für einen Rückgang des Konzern-EBITDA um 57 Prozent auf 3,4 Mio. Euro, wobei das Ausmaß des Rückgangs im dritten Quartal nahezu identisch war mit dem des ersten Halbjahrs. Bezogen auf die operativen Segmente konnte 3U hingegen das Ergebnis in zwei Fällen deutlich verbessern – um 18 Prozent auf 2,8 Mio. Euro (ITK) bzw. sogar um 76 Prozent auf 4,4 Mio. Euro (Erneuerbare Energien). Deutlich verschlechtert hat sich aber der Ergebnisbeitrag des SHK-Segments, das nach neun Monaten einen Verlust von -0,9 Mio. Euro ausweisen musste, nach +0,1 Mio. Euro im Vorjahr. Wie beim Umsatz und Rohertrag, war hier auch ein fortgesetzter Abwärtstrend zu beobachten, allein im dritten Quartal belief sich der operative Verlust des Segments auf -0,5 Mio. Euro.

EBIT 84 Prozent unter Vorjahr

Bei nahezu unveränderten Abschreibungen von 2,5 Mio. Euro wurde nach neun Monaten ein Konzern-EBIT von 0,8 Mio. Euro erwirtschaftet, 84 Prozent weniger als vor einem Jahr. Auch hier war die Entwicklung der Segmente gegenläufig. Während sich der Verlust des SHK-Segments auf -1,5 Mio. Euro verdreifacht hat, konnten die beiden anderen Sparten deutlich zulegen. Das EBIT der Sparte Erneuerbare Energien verbesserte sich sogar um 178 Prozent auf fast 2,9 Mio. Euro. Hiervon ist allerdings ein Großteil auf einen nicht-liquiditätswirksamen Sondereffekt aus dem Vorjahr zurückzuführen, weil damals die Wert-

korrektur auf ein im Vorratsvermögen gebuchtes Windparkentwicklungsprojekt für eine einmalige Belastung von 1,6 Mio. Euro gesorgt hatte. Bereinigt um diesen Effekt ist der Anstieg mit knapp 9 Prozent deutlich moderater ausgefallen.

Hoher Zinsertrag

Auf der Ebene des Vorsteuerergebnisses konnte der Rückgang auf 49 Prozent (auf 2,6 Mio. Euro) begrenzt werden, weil 3U auf die sehr hohe Liquidität hohe Zinserträge erzielt hat, die für ein Finanzergebnis von +1,8 Mio. Euro gesorgt haben (Vorjahr: -0,2 Mio. Euro). Nach Ertragssteuern (0,7 Mio. Euro) und Minderheitsanteilen (0,3 Mio. Euro) wurde im Neunmonatszeitraum ein Gewinn von fast 1,6 Mio. Euro erzielt, rund 45 Prozent weniger als letztes Jahr. Unter Berücksichtigung der nicht fortgeführten Aktivitäten lagen die Vergleichszahlen des Vorjahrs noch einmal deutlich höher: Der Umsatz nach neun Monaten 2022 betrug 50,0 Mio. Euro, das EBIT 161,4 Mio. Euro und der Nettogewinn 158,8 Mio. Euro.

Investitions-Cashflow von zwei Transaktionen geprägt

Da im dritten Quartal 2022 die Verkäufe des InnoHubs-Projekts und vor allem des Teilkonzerns weclapp vollzogen worden waren, sind die Cashflow-Werte des Neunmonatszeitraums mit dem Vorjahr kaum vergleichbar. So hat sich der operative Cashflow um über 90 Prozent auf +1,7 Mio. Euro reduziert, während der Investitions-Cashflow von +146,4 Mio. Euro auf -8,3 Mio. Euro gedreht ist. Der hohe Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit ist insbesondere auf zwei Transaktionen zurückzuführen: den Rückkauf von 1,2 Tsd. qm an Flächen beim InnoHubs-Projekt in Würzburg und die Akquisition der cs-Gruppe. Die Letztere war maßgeblich für den Investitions-Cashflow des dritten Quartals in Höhe von -4,6 Mio. Euro verantwortlich. Insgesamt summiert sich der Free-Cashflow der ersten drei Quartale auf -6,6 Mio. Euro, nach +164,2 Mio. Euro im Vorjahr.

Weiter hohe Nettoliquidität

Einen sehr hohen Mittelabfluss gab es im Neunmonatszeitraum im Finanzierungs-Cashflow, der einen

Saldo von -118,4 Mio. Euro aufwies. Zurückzuführen war das fast ausschließlich auf die Ausschüttung der Rekorddividende von insgesamt 117,7 Mio. Euro im zweiten Quartal, in den Monaten Juli bis September kamen nur noch weitere 0,4 Mio. Euro an Abflüssen aus Finanzierungstätigkeit dazu. Die bilanzielle Liquidität reduzierte sich durch die Abflüsse aus dem Free-Cashflow und dem Finanzierung-Cashflow seit dem Jahreswechsel um 122,0 Mio. Euro, stellte aber mit 61,8 Mio. Euro am 30. September weiter die Hälfte aller Assets dar. Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten von 18,6 Mio. Euro (einschl. der Leasing-Verbindlichkeiten) betrug die Nettoliquidität zum Ende des dritten Quartals 46,1 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote von 75 Prozent

Die Dividendenzahlung bewirkte auch eine deutliche Abnahme der Bilanzsumme (-47 Prozent auf 128,1 Mio. Euro) und des Eigenkapitals (-54 Prozent auf 96,5 Mio. Euro), so dass sich die Eigenkapitalquote gegenüber dem Jahreswechsel um 11 Prozentpunkte auf immer noch sehr komfortable 75,4 Prozent ermäßigt hat.

Erfolgreicher Aktienrückkauf

Die komfortable Eigenkapitalausstattung hat 3U im Oktober für ein freiwilliges öffentliches Aktienrückkaufangebot genutzt, in dessen Rahmen 3,2 Mio. Aktien zum Festpreis von 2,45 Euro je Aktie für insgesamt 7,9 Mio. Euro erworben wurden. Obwohl der angebotene Preis einen signifikanten Aufschlag (9,4 Prozent) gegenüber dem Durchschnittskurs im Vorfeld des Angebots beinhaltete, wurde das mögliche Rückkaufvolumen nur zu 88 Prozent ausgeschöpft, was eine nur geringe Abgabebereitschaft der Aktionäre andeutet. Die rückerworbenen Aktien sollen im Idealfall als Akquisitionswährung für weitere Zukäufe, die 3U entsprechend der Strategie „Mission 2026“ vor allem für das SHK-Segment anstrebt, genutzt werden. Diesbezüglich berichtet das Management von konkreten Gesprächen mit zwei möglichen Unternehmen.

Schätzungen erneut überarbeitet

Die Q3-Zahlen sind in Summe schwächer als von uns erwartet ausgefallen. Dies gilt insbesondere für das

SHK-Segment, für das auch für die letzten drei Monate des Jahres offensichtlich keine gravierende Verbesserung zu erwarten ist. 3U verweist diesbezüglich auf die anhaltende Krise des Bausektors sowie auf die Unsicherheit über die Ausgestaltung des Gebäudeenergiegesetzes. Dieses wurde zwar Anfang September vom Bundestag endlich verabschiedet, doch es tritt erst Anfang 2024 in Kraft, so dass die darin vorgesehenen großzügigen Fördermaßnahmen ebenfalls erst dann ihre Wirkung auf die Nachfrage entfalten werden. Zu berücksichtigen war diesmal aber auch die Akquisition der cs-Gruppe, mit der 3U bereits die erste Akquisition der Strategie „Mission 2026“ umgesetzt und das ITK-Segment um eine hochprofitable Einheit deutlich vergrößert hat.

Umsatzschätzungen reduziert

Obwohl wir unsere Umsatzschätzung schon bisher mit 54,0 Mio. Euro unterhalb der – alten – Unternehmens-Guidance angesetzt hatten, haben wir sie nun noch einmal auf 52,9 Mio. Euro abgesenkt. Darin enthalten ist der cs-Beitrag für vier Monate, den wir mit rund 2,5 Mio. Euro angesetzt haben. Die Umsatzreduktion betraf größtenteils das SHK-Segment, darüber hinaus haben wir wegen der niedrigen Strompreise auch den erwarteten Beitrag des Windparks Langendorf etwas abgesenkt. Das Thema niedrigerer Strompreise haben wir aus Vorsicht auch für die Windparks Klostermoor und Roge ab 2024 berücksichtigt. Für das Jahr 2024, in dem der Beitrag der sc-Gruppe erstmalig für den Zeitraum von zwölf Monaten in die Konzernzahlen einfließen wird, rechnen wir dennoch mit einem höheren Umsatz als bisher, und zwar mit 62,6 Mio. Euro (bisher: 59,1 Mio. Euro). Diese Erhöhung setzt sich auch in den Folgejahren fort, sodass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2030 nun mit Erlösen von 113,4 Mio. Euro kalkulieren (bisher: 108,5 Mio. Euro).

Margenstärkerer Umsatzmix

Die neue Umsatzreihe verläuft nicht nur oberhalb der alten Schätzungen, sondern hat sich auch in ihrer Struktur verändert und enthält nun einen größeren Anteil der margenstarken Einnahmen des ITK-Segments. Dies zeigt sich im Rohertrag und in den Ergebniskennzahlen, die sich in den Jahren ab 2024

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	52,9	62,6	74,2	81,8	88,2	95,7	104,1	113,4
Umsatzwachstum		18,4%	18,5%	10,3%	7,9%	8,5%	8,7%	8,9%
EBIT-Marge	2,3%	2,8%	8,3%	9,9%	10,8%	11,9%	13,1%	15,0%
EBIT	1,2	1,8	6,2	8,1	9,5	11,4	13,6	17,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	0,5	1,8	2,4	2,9	3,4	4,1	5,1
NOPAT	0,9	1,2	4,3	5,7	6,7	8,0	9,5	11,9
+ Abschreibungen & Amortisation	2,9	3,1	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	4,9
+ 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	4,0	4,6	9,7	11,1	12,2	13,7	15,3	17,1
- Zunahme Net Working Capital	-4,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-9,5	-41,4	-11,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7
Free Cashflow	-10,0	-37,4	-2,1	9,2	10,1	11,4	12,9	14,4

SMC Schätzmodell

überproportional erhöht haben. Die Ziel-EBITDA-Marge liegt nun bei 20,1 Prozent, beim EBIT kalkulieren wir mit einem Zielwert von 15,0 Prozent (bisher: 18,5 resp. 13,6 Prozent). Für das laufende Jahr hingegen, in dem die negativen Änderungen überwiegen, ist unsere EBITDA-Schätzung von zuvor 6,2 auf 5,0 Mio. Euro zurückgegangen. Das EBIT für 2023 erwarten wir nun bei 1,2 Mio. Euro und den Jahresüberschuss nach Steuern und Minderheitsanteilen bei 1,8 Mio. Euro (bisher: 2,6 bzw. 3,0 Mio. Euro). Eine weitere Änderung betrifft die Berücksichtigung der cs-Akquisition im diesjährigen Investitions-Cashflow, den wir nun bei -9,5 Mio. Euro erwarten. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2023 bis 2030 zeigt die Tabelle oben auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Rahmenparameter unverändert

Gleich gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Be-

tafaktors von 1,1 berechnet und belaufen sich auf 8,9 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins beträgt 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 37,5 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,9 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 25 Prozent und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert

Neues Kursziel: 3,40 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 113,3 Mio. Euro bzw. 3,39 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,40 Euro ableiten (bisher: 3,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Erhöhung des Kursziels ist sowohl der im Zuge des Rückkaufs reduzierten Aktienzahl als auch den in Summe erhöhten Schätzungen geschuldet. Unverändert geblieben ist die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, wel-

ches wir weiterhin als leicht überdurchschnittlich bewerten, was in der Vergabe von vier Punkten (auf ei-

ner Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck kommt.

Fazit

Die Nachrichtenlage bei 3U ist weiterhin durchwachsen. Einerseits konnten die beiden Segmente ITK und Erneuerbare Energien im Neunmonatszeitraum ihre Umsatz- und Ergebnisbeiträge gegenüber dem Vorjahr deutlich erhöhen. Darüber hinaus ist 3U mit der Übernahme der cs-Gruppe eine erste vielversprechende Akquisition im Rahmen der neuen Strategie „Mission 2026“ gelungen, mit der das ITK-Segment um eine im Markt gut etablierte, hochprofitable Einheit gestärkt wurde. Doch diese Fortschritte werden andererseits durch die anhaltende Schwäche des SHK-Segments überschattet. Hier haben sich im dritten Quartal der Umsatzrückgang weiter beschleunigt und das Defizit vergrößert, was maßgeblich für die Anfang November erfolgte Anpassung der Prognose für 2023 verantwortlich war.

Nach einem Konzernumsatz von 37,8 Mio. Euro und einem EBITDA von 3,4 Mio. Euro in den ersten neun Monaten des Jahres plant 3U für das Gesamtjahr nun mit Erlösen zwischen 52 und 56 Mio. Euro und mit einem EBITDA zwischen 4,5 und 6,0 Mio. Euro. Für das Nettoergebnis wird nun ein Wert in der Spanne

von 1,5 bis 2,5 Mio. Euro angestrebt (bisher: Umsatz von 55 bis 60 Mio. Euro, EBITDA zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro und Nettoergebnis zwischen 2,5 und 3,5 Mio. Euro).

Wir haben die Zahlen des dritten Quartals, die angepasste Prognose und die Übernahme der cs-Gruppe in unser Modell integriert. Für 2023 haben sich hieraus niedrigere Umsatz- und Ergebniserwartungen ergeben, während für die Folgejahre die positiven Effekte überwiegen. Dies spiegelt auch unsere grundsätzliche Einschätzung wider, dass 3U vielversprechend aufgestellt ist, um in Zukunft weiter stark und profitabel zu wachsen, und dass die aktuelle Schwäche des SHK-Segments temporärer Natur ist.

Unser Kursziel hat sich infolge der geänderten Schätzungen von 3,00 auf 3,40 Euro erhöht, wozu aber auch die infolge des Aktienrückkaufs reduzierte Aktienzahl beigetragen hat. Auf dieser Basis sehen wir für die 3U-Aktie ein hohes Aufwärtspotenzial und bestätigen unser bisheriges Urteil „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern profitabel, seit 2017 sind die Erlöse organisch jedes Jahr gewachsen.
- Mit dem weclapp-Verkauf wurde ein großes Engagement mit einem sehr hohen Gewinn weit über den Markterwartungen abgeschlossen.
- Damit wurde die lange Reihe erfolgreich beendeter Investments fortgeführt.
- Das letzte Jahr wurde mit einem sehr hohen Gewinn von 159 Mio. Euro abgeschlossen.
- 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.

Chancen

- 3U adressiert attraktive Märkte mit absehbar hohem Wachstumspotenzial.
- Das Wachstum soll zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden, wofür ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Die jüngste cs-Akquisition könnte vielfältige Synergiepotenziale bieten.
- Mit dem neuen Produkt ThermCube verfügt 3U über eine innovative Lösung für einige zentrale Hindernisse der angestrebten Wärmewende.
- 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.

Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig und haben sich zuletzt sogar verschlechtert. In den ersten neun Monaten wurden hier ein deutlicher Umsatzrückgang und ein ausgeweiteter Verlust verzeichnet.
- Wegen der schwachen Konjunktur musste die Prognose für 2023 jüngst revidiert werden.
- 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.

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	39,9	77,4	82,5	77,7	72,9	68,0	63,2	59,1
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	33,5	71,2	76,5	71,9	67,2	62,4	57,7	53,7
II. UV Summe	209,5	80,8	88,1	83,8	87,7	91,9	96,1	100,1	103,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	211,2	89,9	89,2	88,9	89,6	90,8	92,3	94,1	96,7
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	20,2	61,4	61,9	59,7	57,2	54,4	51,1	47,5
2. Kurzfristiges FK	11,9	8,3	12,4	12,7	13,1	13,4	13,8	14,2	14,7
BILANZSUMME	243,6	120,7	165,5	166,3	165,4	164,7	164,1	163,3	163,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	62,7	52,9	62,6	74,2	81,8	88,2	95,7	104,1	113,4
Rohertrag	30,9	20,9	26,0	33,9	37,8	41,0	44,9	49,3	54,3
EBITDA	165,6	5,0	5,7	12,1	14,2	15,7	17,7	20,0	22,7
EBIT	161,1	1,2	1,8	6,2	8,1	9,5	11,4	13,6	17,0
EBT	161,0	3,3	2,4	4,7	6,4	8,0	10,1	12,5	16,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	159,4	2,3	1,7	3,3	4,5	5,6	7,1	8,8	11,3
JÜ	159,0	1,8	1,5	3,1	4,4	5,5	6,9	8,6	11,2
EPS	4,33	0,05	0,05	0,09	0,13	0,16	0,21	0,26	0,33

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	16,5	1,8	5,3	8,9	10,1	11,3	12,8	14,6	16,3
CF aus Investition	147,8	-9,5	-41,4	-11,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7
CF Finanzierung	12,6	-121,6	42,6	-3,0	-6,0	-6,9	-8,4	-10,3	-12,4
Liquidität Jahresanfa.	12,7	189,7	60,4	66,9	61,6	64,5	67,5	70,5	73,2
Liquidität Jahresende	189,7	60,4	66,9	61,6	64,5	67,5	70,5	73,2	75,5

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	12,0%	-15,6%	18,4%	18,5%	10,3%	7,9%	8,5%	8,7%	8,9%
Rohtragsmarge	49,4%	39,5%	41,6%	45,8%	46,2%	46,5%	46,9%	47,4%	47,9%
EBITDA-Marge	264,3%	9,4%	9,1%	16,4%	17,3%	17,8%	18,5%	19,2%	20,1%
EBIT-Marge	257,1%	2,3%	2,8%	8,3%	9,9%	10,8%	11,9%	13,1%	15,0%
EBT-Marge	256,9%	6,3%	3,8%	6,3%	7,9%	9,1%	10,6%	12,0%	14,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	253,8%	3,4%	2,4%	4,2%	5,3%	6,2%	7,2%	8,3%	9,8%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,9%	5,13	4,63	4,22	3,90	3,62
6,4%	4,47	4,08	3,77	3,50	3,28
6,9%	3,95	3,64	3,39	3,17	2,99
7,4%	3,52	3,28	3,07	2,89	2,74
7,9%	3,17	2,97	2,80	2,65	2,52

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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 13.11.2023 um 10:35 Uhr fertiggestellt und am 13.11.2023 um 11:00 Uhr veröffentlicht.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
18.08.2023	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
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)

**ex-Dividende*

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

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