

10. April 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

3U Holding AG

Repowering des Wachstumspotenzials

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 1,85 € | **Kursziel:** 3,50 € (zuvor: 3,30 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Marburg
Branche:	Beteiligungen
Mitarbeiter:	164
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0005167902
Ticker:	UUU:GR
Kurs:	1,85 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	33,6 Mio. Stück
Market-Cap:	62,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	26,0 Mio. Euro
Free Float:	65,6 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	5,66 / 1,68 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	225 Tsd. Euro / Tag

Vorläufige Zahlen bestätigt

Die 3U Holding hat mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 die Anfang März gemeldeten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach ist der Umsatz (aus fortgeführten Aktivitäten) um 4 Prozent auf 52,4 Mio. Euro gewachsen, wobei sich die drei Segmente unterschiedlich entwickelt haben: Während die Erlöse in den Bereichen ITK und Erneuerbare Energien um 26 Prozent auf 15,3 Mio. Euro bzw. um 12 Prozent auf knapp 8,1 Mio. Euro gestiegen sind, war das SHK-Geschäft aufgrund des schwachen Marktumfelds um 6 Prozent auf 29,6 Mio. Euro rückläufig.

SHK-Segment im Minus

Da von der Schwäche besonders das margenstarke, aber hochgradig von den Neubauaktivitäten abhängige Geschäft mit Fußbodenheizungen betroffen war, hat sich zudem auch die Rohmarge des SHK-Segments von 20,2 auf 19,1 Prozent verschlechtert, so dass der Segmentrohertrag sogar um 11 Prozent auf 5,6 Mio. Euro gesunken ist. Zugleich erhöhten sich der Personalaufwand und der sonstige betriebliche Aufwand des Segments um jeweils rund 10 Prozent. Diese Kombination aus dem reduzierten Rohertrag und den höheren Kosten schlug sich in einem von

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	55,9	62,7	52,4	58,2	71,5	80,2
EBIT (Mio. Euro)	6,8	161,1	1,6	0,1	4,4	6,4
Jahresüberschuss	2,9	159,0	2,6	0,3	3,3	3,1
EpS	0,08	4,33	0,08	0,01	0,10	0,09
Dividende je Aktie	0,05	3,20	0,05	0,05	0,06	0,07
Umsatzwachstum	-8,4%	12,0%	-16,4%	11,1%	22,8%	12,2%
Gewinnwachstum	-10,7%	5.350,4%	-98,4%	-87,5%	932,4%	-7,1%
KUV	1,11	0,99	1,19	1,07	0,87	0,77
KGV	21,3	0,4	24,3	194,3	18,8	20,2
KCF	-	3,8	133,6	15,3	6,9	7,1
EV / EBIT	3,8	0,2	15,8	392,4	5,8	4,0
Dividendenrendite	2,5%	173,0%	2,7%	2,7%	3,2%	3,7%

+0,1 auf -1,2 Mio. Euro verschlechterten EBITDA nieder. Ein wichtiger Grund für den Kostenanstieg, neben den allgemeinen inflationären Tendenzen, war die Entwicklung und die Markteinführung des ThermCube-Systems (hierbei handelt es sich um die Inneneinheit einer Wärmepumpe samt der hierfür erforderlichen elektrischen und hydraulischen Installation, was den Vor-Ort-Installationsaufwand entscheidend reduzieren soll), dessen Absatz aber wegen der langen politischen Hängepartie bezüglich des Gebäudeenergiegesetzes sowie wegen der Krise im Wohnungsbau bisher die Erwartungen noch nicht erfüllt hat. Doch 3U konnte bereits das erste Marktfeedback nutzen, um eine neue, verbesserte Version des Systems zu entwickeln, das sich nicht zuletzt durch geringe Außenmaße auszeichnet und damit besser für den Einsatz in bestehenden Gebäuden eignet.

Operatives EBITDA höher als 2022

Wie bereits ebenfalls vorläufig gemeldet, konnten im Gegensatz zum SHK-Segment die EBITDA-Beiträge der beiden anderen Segmente deutlich verbessert werden. Während sich das EBITDA der Sparte Erneuerbare Energien um fast 72 Prozent auf 5,8 Mio. Euro verbesserte, kletterte das operative Ergebnis des ITK-Segments um 25 Prozent auf 3,9 Mio. Euro. In Summe der drei operativen Segmente konnte das EBITDA somit um 1,9 Mio. Euro bzw. 29 Prozent auf 8,6 Mio. Euro verbessert werden.

Hohe SBE im Vorjahr

Dass sich das Konzern-EBITDA dennoch von 8,5 auf 5,2 Mio. Euro reduziert hat, liegt an den hohen Beiträgen aus dem Bauträgerprojekt, die 2022 unter den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht wurden und damit maßgeblich zum Ergebnis beigetragen hatten. Durch deren Fehlen im Jahr 2023 reduzierten sich die SBE von 13,2 auf 2,4 Mio. Euro. Die SBA gingen zwar wegen der Kosten des Projekts, die 2022 hier verbucht worden waren, ebenfalls deutlich (-48 Prozent auf 7,6 Mio. Euro) zurück, doch in Summe hat sich der Saldo aus SBE und SBA um 3,8 Mio. Euro verschlechtert. Auch der Personalaufwand auf Konzernebene hat sich deutlich, und zwar um 12 Prozent auf 9,2 Mio. Euro, erhöht, wozu alle drei Segmente beigetragen haben. Im ITK-Segment war dafür

vor allem die Übernahme der cs communication Systems GmbH verantwortlich, während im Bereich Erneuerbare Energien die Wiederaufnahme der Windparkentwicklung den Aufbau neuer Kapazitäten erforderte.

Geschäftszahlen	GJ 2022	GJ 2023	Änderung
Umsatz*	50,32	52,35	+4,0%
ITK*	12,1	15,3	+26,3%
Erneuerb. Energie	7,2	8,1	+11,9%
SHK	31,5	29,6	-6,0%
EBITDA	8,50	5,23	-38,4%
ITK*	3,1	3,9	+24,7%
Erneuerb. Energie	3,4	5,8	+71,6%
SHK	0,1	-1,2	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>16,9%</i>	<i>10,0%</i>	
ITK*	25,8%	25,5%	
Erneuerb. Energie	47,2%	72,4%	
SHK	0,4%	-4,0%	
EBIT	5,09	1,64	-67,8%
ITK*	2,67	3,38	+26,5%
Erneuerb. Energie	1,40	3,79	+170,2%
SHK	-0,60	-1,92	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>10,1%</i>	<i>3,1%</i>	
EBT	5,15	3,69	-28,3%
<i>Vorsteuer marge</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,0%</i>	
Nettoergebnis	3,20	2,55	-20,3%
<i>Netto-Marge</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,9%</i>	
Free-Cashflow	164,36	-7,28	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen; *fortgeführt;

Hoher Zinsüberschuss

Bei einem Anstieg der Abschreibungen um 6 Prozent auf 3,6 Mio. Euro sank das Konzern-EBIT um 68 Prozent auf 1,6 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Marge von 3,1 Prozent, nach 10,1 Prozent im Vorjahr. Heruntergebrochen auf die Segmente war das Bild allerdings sehr unterschiedlich. Während sich der Verlust im SHK-Segment von -0,6 auf -1,9 Mio. Euro mehr als verdreifachte, konnte das EBIT des ITK-Segments um 27 Prozent auf 3,4 Mio. Euro (Marge: 22,1

Prozent) und das der Sparte Erneuerbare Energien sogar um 170 Prozent auf 3,8 Mio. Euro (Marge: 47,1 Prozent) verbessert werden. Eine deutliche Verschiebung gab es schließlich auch im Bereich „Sonstige Aktivitäten“, in dem 2022 der Gewinn aus dem Bauträgergeschäft für ein EBIT von 1,7 Mio. Euro gesorgt hatte, aus dem nun ein negativer Ergebnisbeitrag von -3,5 Mio. Euro wurde. Deutlich stabiler als das EBIT hat sich 2023 das Konzern-EBT entwickelt, das von einem wegen der Zinseinnahmen aus der Anlage der hohen Liquidität von +0,05 auf +2,0 Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis profitierte und deswegen „lediglich“ um 28 Prozent auf 3,7 Mio. Euro sank. Nach Steuern und Minderheiten wurde 2023 ein Gewinn von 2,6 Mio. Euro erwirtschaftet. Damit hat 3U die im November reduzierte Zielspanne (1,5 bis 2,5 Mio. Euro) minimal übertroffen und den ursprünglichen Korridor (2,5 bis 3,5 Mio. Euro) doch noch erreicht. Gegenüber den fortgeführten Aktivitäten im Vorjahr hat sich der Gewinn somit um 24 Prozent reduziert, unter Einschluss des sehr hohen Gewinns aus dem Verkauf des weclapp-Teilkonzerns, in dessen Folge der Gewinn im Jahr 2022 auf 159,0 Mio. Euro hochgeschossen war, ist der Nettoüberschuss in 2023 um 98 Prozent zurückgegangen.

Free-Cashflow von Investitionen geprägt

Sehr deutliche Unterschiede gegenüber dem Vorjahr zeigt die Cashflow-Rechnung, die 2022 von dem Verkauf des Immobilienprojekts InnoHubs sowie des Teilkonzerns weclapp geprägt worden war. Der operative Cashflow reduzierte sich deswegen von +16,5 auf +0,5 Mio. Euro, blieb damit aber positiv. Wichtige Positionen waren dabei neben dem Ergebnis und den Abschreibungen der Aufbau von Vorräten und Forderungen, der zu einem Mittelabfluss von -1,9 Mio. Euro führte. Darüber hinaus sind die sonstigen Verbindlichkeiten und die Steuerverbindlichkeiten mit einem kumulierten Cash-Effekt von -5,8 Mio. Euro zurückgegangen (darin enthalten waren u.a. Zahlungen der Lohnsteuerverpflichtungen, die wegen der ausgeübten Aktienoptionen entstanden sind). Dem leicht positiven operativen Cashflow standen 2023 investitionsbedingte Auszahlungen von -7,7 Mio. Euro gegenüber, wovon -3,6 Mio. Euro auf den Rückkauf von 1,2 Tsd. qm an Flächen beim Inno-

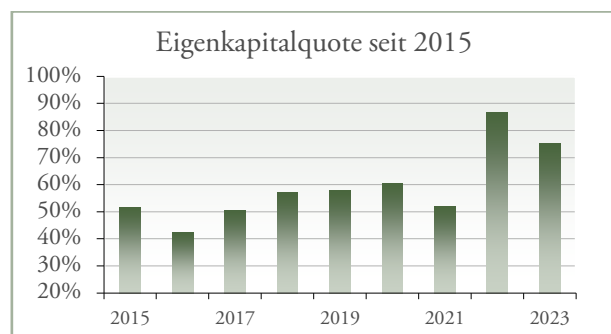
Hubs-Projekt in Würzburg und weitere -3,0 Mio. Euro für die cs-Akquisition abgeflossen sind. In Summe drehte der Free-Cashflow, der sich 2022 wegen des Cash-Zuflusses vor allem infolge des weclapp-Verkaufs auf +164,4 Mio. Euro belaufen hatte, nun mit -7,3 Mio. Euro ins Minus.

Mittelabfluss für Dividende und Aktienrückkauf

Einen sehr hohen Mittelabfluss gab es 2023 im Finanzierungs-Cashflow, weil durch die Ausschüttung der Rekorddividende von 3,20 Euro je Aktie sowie durch den Aktienrückkauf im Herbst 125,9 Mio. Euro abgeflossen sind. Zusammen mit Zahlungen für Leasing und Tilgungen führte dies zu einem Finanzierungs-Cashflow von -127,0 Mio. Euro, so dass die bilanzielle Liquidität von 189,7 Mio. Euro Ende 2022 auf 55,4 Mio. Euro abgenommen hat (inkl. einer moderaten Veränderung der verfügbaren beschränkten Mittel).

Bilanz von Liquidität geprägt

Sie machte damit zum Jahresende aber noch immer 46 Prozent der Bilanzsumme, die ebenfalls deutlich (um 51 Prozent) auf 119,3 Mio. Euro gesunken ist, aus. Selbst abzüglich der in der Bilanz noch bestehenden Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 15,6 Mio. Euro (inkl. der Leasing-Verbindlichkeiten) betrug die Nettoliquidität 39,8 Mio. Euro. Die zweit- und drittgrößten Positionen auf der Aktivseite sind die Sachanlagen im Wert von 27,0 Mio. Euro, wozu insbesondere die Windparks und der Solarpark zählen, sowie die Vorräte in Höhe von 13,7 Mio. Euro, die insbesondere die Handelswaren des SHK-Segments sowie die aktivierten Windparkprojekte umfassen.



Quelle: Unternehmen

Eigenkapitalquote von 75 Prozent

Die Dividendenzahlung und der Aktienrückkauf bewirkten auch eine deutliche Abnahme des Eigenkapitals um 58 Prozent auf 89,5 Mio. Euro, so dass sich die Eigenkapitalquote um knapp 12 Prozentpunkte auf immer noch sehr komfortable 75,1 Prozent ermäßigt hat. Auf dieser Basis will der Vorstand der HV eine Dividende von 5 Cent je Aktie vorschlagen, was aktuell einer Dividendenrendite von 2,7 Prozent entspräche.

Prognose für 2024 bestätigt

Für das laufende Jahr plant 3U, wie bereits im Rahmen der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen kommuniziert, ein weiteres Umsatzwachstum auf 58,0 bis 62,0 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge zwischen 7 und 8 Prozent. Der Umsatzkorridor entspricht einem Wachstum um 10 bis 18 Prozent, wobei der untere Rand bereits durch die erstmalige Einbeziehung der cs communication Systems GmbH über volle zwölf Monate erreicht werden sollte. Operativ wird dieses Jahr hingegen noch von der Schwäche des SHK-Segments belastet, die derzeit noch anhält. Das Unternehmen berichtet zwar von einer guten Marktresonanz auf das erweiterte Angebot im PV-Bereich, das Geschäft mit Fußbodenheizungen, mit Wärmepumpen und insbesondere mit dem Therm-Cube lassen aber die erhoffte Dynamik noch vermissen.

Repowering-Genehmigung liegt vor

Zudem wird das Repowering-Projekt in Langendorf, in dessen Rahmen sieben Altanlagen durch fünf größere ersetzt werden und für das Ende März die Genehmigung erteilt worden ist, zu einer temporären Reduktion der Erzeugungskapazitäten führen. Schließlich lässt die schwache Strompreisentwicklung im bisherigen Jahresverlauf sinkende Stromerlöse nicht unwahrscheinlich erscheinen, obwohl die Wit-

terung an den 3U-Standorten in den ersten zwei Monaten des Jahres nach Aussage des Vorstands vorteilhaft war.

Ziele von MISSION 2026 bestätigt

Das Repowering in Langendorf, mit dem sich die Kapazität des Windparks von derzeit 22,5 auf 43 MW fast verdoppeln und der erwartete Stromertrag auf 108.000 MWh verdreifachen soll, ist ein wichtiger Baustein der Wachstums- und Wertsteigerungsstrategie MISSION 2026. Diese sieht vor, den Wert des Unternehmens bis 2026 auf 510 bis 620 Mio. Euro zu steigern, wozu noch weitere Kapazitätserweiterungen im Bereich Erneuerbare Energien sowie Zukäufe im SHK-Segment beitragen sollen. So soll die Kapazität am Standort Klostermoor von derzeit 6,0 auf 21,0 MW erhöht werden, zugleich prüft 3U derzeit die Möglichkeit, sich im Bereich von Agri-Photovoltaik, in dem PV-Flächen gleichzeitig landwirtschaftlich genutzt werden, zu engagieren. Zentrale Aufgaben im Rahmen von MISSION 2026 bleiben aber das Wachstum und die Profitabilitätssteigerung im SHK-Segment, weswegen dort 2024 mehrere Maßnahmen umgesetzt werden, die, zusammen mit einer möglichen Akquisition, ab 2025 zu einer deutlich höheren Umsatz- und Ergebnisdynamik führen sollen. Dazu gehören weitere Anpassungen im Sortiment, eine Optimierung der Vertriebswege durch eine Reduktion der Präsenz auf Fremdplattformen, der Ausbau des Vertriebs und des Marketings und eine weitere Verbesserung des ThermCube.

Umsatzverdopplung in acht Jahren

Nachdem wir bereits im März in Reaktion auf die vorläufigen Zahlen und auf die Prognose für 2024 unsere Schätzungen im kleineren Umfang angepasst hatten, haben sich nun weitere Änderungen aus der Integration der Detailangaben aus dem Geschäftsbericht ergeben. Diese betreffen unter anderem die Entwick-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ITK	21,0	23,1	25,4	28,1	31,1	34,5	38,5	43,0
Erneuerbare Energien	6,0	10,7	12,5	12,7	12,9	13,1	13,4	13,6
SHK	31,0	37,5	42,0	46,3	50,5	55,2	60,3	65,9
Umsatz gesamt	58,2	71,5	80,2	87,2	94,8	103,1	112,4	122,7

Schätzungen SMC-Research

lung der Aufwandsquoten in den einzelnen Segmenten, darüber hinaus haben wir die Annahmen bezüglich des Repowering-Modells in Langenddorf zeitlich (etwas nach hinten verschoben) und inhaltlich (etwas höheres Investitionsvolumen) aktualisiert. Zusammen mit den vorsichtigeren Annahmen bezüglich des Zeitraums der Erholung im SHK-Segment sowie der zu erwartenden Entwicklung des Strompreises einerseits und der Anhebung der Wachstumserwartungen für das ITK-Segment andererseits haben sich hierdurch die Umsatzgewichte (siehe Tabelle auf der vorherigen Seite) und damit auch die Margenverläufe verändert. Unter dem Strich hat sich hierdurch die Umsatzschätzung jedoch geringfügig reduziert, wir rechnen nun für 2024 mit 58,2 Mio. Euro und damit mit einem Wert am unteren Ende der Prognosespanne (bisher: 59,3 Mio. Euro). Wegen der zeitlichen Verschiebung des Repowering-Projekts nach 2025 fällt auch das Umsatzwachstum 2025 etwas schwächer als bisher aus, mit 22,8 Prozent kalkulieren wir aber dennoch mit einem kräftigen Sprung. Anschließend liegen die Wachstumsraten über den bisherigen Ansätzen, was nicht zuletzt auf die Basiseffekte sowie auf die unterstellte Erhöhung des Strompreises zurückzuführen ist. In absoluten Zahlen steigt der Umsatz bis 2031 bis auf

123 Mio. Euro, was gegenüber dem Schätzwert für 2024 einer Verdopplung entspricht.

Zielmarge bei 14,3 Prozent

Auch bezüglich des EBITDA sind wir für 2024 nun etwas vorsichtiger und kalkulieren mit 4,1 Mio. Euro, was einer EBITDA-Marge von 7,0 Prozent entspricht. Bisher hatten wir noch 7,6 Prozent angesetzt. Beim EBIT korrespondiert das mit 0,1 Mio. Euro und beim Nettoergebnis mit 0,3 Mio. Euro. Anschließend rechnen wir mit schrittweise deutlich steigenden Margen, wozu das Repowering in Langenddorf (höhere Stromproduktion zu einer attraktiven Einspeisevergütung), die Annahme wieder steigender Strompreise und eines deutlichen Wachstums im ITK-Segment sowie die unterstellte verbesserte Profitabilität im SHK-Segment im Zeitablauf sorgen sollten. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2031 liegt die Ziel-EBIT-Marge des Modells bei 14,3 Prozent und damit etwas tiefer als bisher (14,7 Prozent). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle unten, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	58,2	71,5	80,2	87,2	94,8	103,1	112,4	122,7
Umsatzwachstum		22,8%	12,2%	8,8%	8,6%	8,8%	9,0%	9,2%
EBIT-Marge	0,1%	6,2%	8,0%	9,2%	10,4%	11,7%	14,0%	14,3%
EBIT	0,1	4,4	6,4	8,0	9,9	12,0	15,7	17,6
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	1,3	1,9	2,4	3,0	3,6	4,7	5,3
NOPAT	0,0	3,1	4,5	5,6	6,9	8,4	11,0	12,3
+ Abschreibungen & Amortisation	3,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	4,8	5,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	3,5	8,6	10,1	11,3	12,7	14,4	15,9	17,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	-6,4	-51,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,9
Free Cashflow	-3,5	-43,2	8,1	9,2	10,4	11,9	13,2	14,5

SMC Schätzmodell

Kapitalstruktur angepasst

Eine Änderung haben wir auch bezüglich der gewichteten Kapitalkosten (WACC) vorgenommen, in dem wir, vor allem in Reaktion auf das größere Investitionsvolumen in Langendorf, die Zielkapitalstruktur um 2,5 Prozentpunkte (auf 40 Prozent) in Richtung Fremdkapital verschoben haben. Bei unveränderten FK-Kosten von 5,0 Prozent und Eigenkapitalkosten von 8,9 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,1) sowie einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30,0 Prozent hat sich diese Anpassung in einer leichten Reduktion des WACC-Satzes von zuvor 6,9 auf nun 6,7 Prozent niedergeschlagen. Unverändert geblieben sind hingegen 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: 3,50 Euro

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 117,8 Mio. Euro bzw. 3,51 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 3,50 Euro ableiten (bisher: 3,30 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Erhöhung des Kursziels ist vor allem dem Rollover-Effekt aus der Umstellung des Modells auf das neue Basisjahr 2024 geschuldet, während sich die Schätzungsänderungen in der Tendenz kurszieldämpfend ausgewirkt haben. Unverändert geblieben ist 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

Die 3U Holding AG hat mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts für 2023 die bereits zuvor kommunizierten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach hat sich der Konzernumsatz um 4 Prozent (gegenüber den fortgeführten Aktivitäten 2022) auf 52,4 Mio. Euro erhöht, während das EBITDA um fast 40 Prozent auf 5,2 Mio. Euro zurückgegangen ist, wobei der Rückgang ausschließlich auf das Fehlen der Erträge aus einem Bauträgerprojekt, welches 2022 maßgeblich zum Ergebnis beigetragen hatte, zurückzuführen ist.

Ebenfalls bestätigt wurde der Ausblick für 2024, der ein Umsatzwachstum auf 58 bis 62 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge zwischen 7 und 8 Prozent vorsieht. Am unteren Ende, das wir für wahrscheinlicher halten, impliziert diese Prognose einen Gewinnrückgang, der durch mehrere Belastungsfaktoren möglich erscheint. Dazu gehören die noch anhaltende Krise des Bausektors, welche die Entwicklung des SHK-Segments hemmt, die dort ergriffenen Maßnahmen zur Optimierung des Sortiments, des Vertriebs und des Marketings, das Repowering-Projekt in Langendorf und die niedrigen Preise an der Strombörse.

Vor diesem Hintergrund haben wir aus Vorsicht unsere Schätzungen für 2024 am jeweils unteren Ende

der Unternehmens-Guidance platziert, sehen aber für die nächsten Jahre weiter gute Chancen auf ein hochdynamisches und profitables Wachstum im Rahmen der Wachstumsstrategie 2026. Mit der letztjährigen cs-Übernahme, der Markteinführung des ThermCube und der kürzlich erlangten Genehmigung für das Repowering-Projekt in Langendorf konnte 3U bereits drei wichtige Meilensteine dieser Strategie erreichen. Als große Herausforderung bleibt vor allem die Erhöhung der Wachstumsdynamik und der Profitabilität des SHK-Segments, für die 3U bereits mehrere Maßnahmen angestoßen hat.

Wir gehen davon aus, dass diese letztlich erfolgreich sein werden, und haben auf dieser Grundlage ein Szenario mit starkem organischem Umsatzwachstum und steigenden Margen modelliert. An diesem Modell halten wir fest und haben in Reaktion auf die Veröffentlichung des Geschäftsberichts nur im Detail Anpassungen vorgenommen. Unser Kursziel lautet nun 3,50 Euro und signalisiert für die Aktie fast ein Verdopplungspotenzial. In Kombination mit dem sehr überzeugenden Track-Record des Managements und der sehr soliden Bilanzsituation rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern durchgehend profitabel.
- Die Aufstellung in drei Segmenten bietet eine Diversifikation gegen kurzfristige Schwankungen und eine Flexibilität bezüglich der Terminierung der Wachstumsinitiativen.
- Darüber hinaus sorgen die Aktivitäten im Beteiligungs- und Immobilienbereich immer wieder für zusätzliche Erträge.
- Mit dem weclapp-Verkauf wurde ein großes Engagement mit einem sehr hohen Gewinn abgeschlossen und die lange Reihe erfolgreich beendeter Investments fortgeführt.
- 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 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. 2023 wurden hier ein deutlicher Umsatzrückgang und ein hoher Verlust verzeichnet.
- Wegen der schwachen Konjunktur musste die ursprüngliche Prognose für 2023 revidiert werden.
- Auch 2024 dürfte allenfalls ein moderates organisches Wachstum erzielt werden, der Gewinn könnte laut Prognose sogar zurückgehen.
- 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 im SHK-Segment 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	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	39,6	42,5	87,6	82,7	77,8	72,9	67,9	64,1	60,3
1. Immat. VG	5,5	5,2	5,0	4,8	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1
2. Sachanlagen	33,4	36,1	81,4	76,7	72,0	67,2	62,4	58,7	55,0
II. UV Summe	79,7	77,0	85,8	84,8	90,0	95,5	99,8	103,6	106,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	89,5	87,5	90,5	86,0	88,0	90,6	92,3	95,1	96,7
II. Rückstellungen	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	17,5	18,0	63,8	62,1	60,0	57,5	54,6	51,3	47,7
2. Kurzfristiges FK	10,3	10,6	15,6	15,7	16,1	16,5	16,9	17,3	17,8
BILANZSUMME	119,3	118,1	172,1	166,2	166,4	167,0	166,4	166,4	165,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	52,4	58,2	71,5	80,2	87,2	94,8	103,1	112,4	122,7
Rohertrag	19,6	24,2	32,4	36,2	39,6	43,5	47,8	52,7	57,3
EBITDA	5,2	4,1	10,5	12,6	14,3	16,2	18,5	21,2	23,3
EBIT	1,6	0,1	4,4	6,4	8,0	9,9	12,0	15,7	17,6
EBT	3,7	0,7	4,9	4,6	6,2	8,3	10,7	14,5	16,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,1	0,5	3,5	3,2	4,4	5,8	7,5	10,2	11,7
JÜ	2,6	0,3	3,3	3,1	4,2	5,7	7,3	10,0	11,5
EPS	0,08	0,01	0,10	0,09	0,13	0,17	0,22	0,30	0,34

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	0,5	4,1	9,0	8,8	9,9	11,4	13,2	14,8	16,4
CF aus Investition	-7,7	-6,4	-51,1	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,9
CF Finanzierung	-127,0	-1,1	50,1	-9,5	-4,5	-5,7	-8,6	-10,7	-13,7
Liquidität Jahresanfa.	189,7	55,4	52,0	59,9	57,9	62,0	66,2	69,2	71,6
Liquidität Jahresende	55,4	52,0	59,9	57,9	62,0	66,2	69,2	71,6	72,4

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-16,4%	11,1%	22,8%	12,2%	8,8%	8,6%	8,8%	9,0%	9,2%
Rohertragsmarge	37,5%	41,7%	45,3%	45,1%	45,4%	45,9%	46,4%	46,9%	46,7%
EBITDA-Marge	10,0%	7,0%	14,7%	15,7%	16,4%	17,1%	18,0%	18,9%	19,0%
EBIT-Marge	3,1%	0,1%	6,2%	8,0%	9,2%	10,4%	11,7%	14,0%	14,3%
EBT-Marge	7,0%	1,2%	6,9%	5,7%	7,1%	8,7%	10,3%	12,9%	13,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,9%	0,5%	4,6%	3,8%	4,8%	6,0%	7,1%	8,9%	9,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	5,40	4,85	4,42	4,06	3,77
6,2%	4,68	4,26	3,92	3,64	3,40
6,7%	4,11	3,78	3,51	3,28	3,09
7,2%	3,64	3,38	3,16	2,98	2,82
7,7%	3,26	3,05	2,87	2,72	2,58

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 10.04.2024 um 7:30 Uhr fertiggestellt und am 10.04.2024 um 8:00 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
15.03.2024	Buy	3,30 Euro	1), 3)
13.11.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3)
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)

**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.