

Akt. Kurs (17.04.2024, 17:36, Xetra): 1,84 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,60 (3,10) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaften
Land: Deutschland
ISIN: DE0005167902
Reuters: UUUG.DE
Bloomberg: UUU:GR

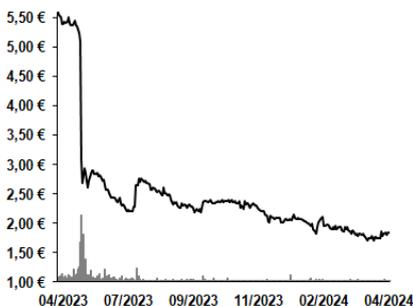
Kurzportrait

Als Management- und Beteiligungsholding ist der Unternehmenszweck der 1997 gegründeten und seit 1999 börsennotierten 3U HOLDING AG die Erzielung von Wertsteigerungen im Interesse aller Stakeholder. In diesem Rahmen erwirbt, betreibt und veräußert sie Vermögensgegenstände und Unternehmensbeteiligungen in den drei Segmenten Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK), Erneuerbare Energien sowie Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK). Dabei ist die Gruppe mit Konzernsitz in Marburg und knapp 200 Beschäftigten vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	5,66 €	1,68 €
Aktueller Kurs:	1,84 €	
Aktienzahl ges.:	36.813.014	
Streubesitz:	64,5%	
Marktkapitalis.:	67,6 Mio. €	

Resilienz durch diversifizierte Geschäftsmodelle

Bekanntlich hatte die 3U HOLDING AG ihre Beteiligung an der weclapp SE mit Wirkung zum 30. September 2022 unter Realisierung einer erheblichen Wertsteigerung veräußert. Vor diesem Hintergrund beinhaltet die Konzern-GuV für 2023 einschließlich der Vorjahreswerte nur die fortgeführten Aktivitäten, während die 2022 auf weclapp entfallenen Beiträge gemäß IFRS 5 als Ergebnis aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen ausgewiesen werden. Zudem ist bei Betrachtung des Zahlenwerks für 2023 die Erstkonsolidierung der cs-Gruppe im Segment ITK zum 1. September 2023 zu berücksichtigen (zu näheren Einzelheiten siehe unser Research vom 30.08.2023).



Auf dieser Basis entwickelten sich die margenstarken Sparten ITK und Erneuerbare Energien im vergangenen Geschäftsjahr positiv. Das mit Abstand umsatzstärkste Segment SHK litt allerdings deutlich unter dem schwachen Branchen Umfeld, was sich auch entsprechend auf die Konzernzahlen auswirkte. Dabei konnte die Anfang November angepasste Guidance für 2023 erreicht bzw. beim Konzernergebnis sogar noch leicht übertroffen werden. Angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen zeigte sich der Vorstand mit der Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt zufrieden.

Kennzahlen

	2022	2023	2024e	2025e
Umsatz	50,3	52,4	60,0	64,0
<i>bisher</i>	62,7	52,5	---	---
EBIT	5,1	1,6	-1,1	2,3
<i>bisher</i>	161,1	1,4	2,4	2,4
Jahresüb.	159,0	2,6	-0,5	1,6
<i>bisher</i>	---	2,0	2,0	---
Erg./Aktie	4,50	0,07	-0,01	0,05
<i>bisher</i>	---	0,06	0,06	---
Dividende	3,20	0,05	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	0,05	---
Div.-Rend.	>100%	2,7%	0,0%	2,7%
KGV	0,4	26,1	neg.	38,5

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

In Summe erhöhten sich die Konzern Erlöse um 4,0 Prozent auf 52,35 (Vj. 50,32) Mio. Euro. Auf Segmentebene entfielen davon vor Überleitungseffekten 29,3 (24,1) Prozent auf ITK, 15,4 (14,3) Prozent auf Erneuerbare Energien und 56,6 (62,6) Prozent auf SHK. Bereinigt um den auf die Erstkonsolidierung der cs-Gruppe entfallenden Anteil von 1,95 Mio. Euro bewegte sich der Konzernumsatz mit 50,40 Mio. Euro organisch auf dem Vorjahresniveau.

Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen mit 2,43 (13,22) Mio. Euro deutlich niedriger aus. Dabei war der Vorjahreswert maßgeblich durch Erträge aus der zum 1. September 2022 veräußerten Beteiligung an dem Würzburger Bauprojekt InnoHubs in Höhe von insgesamt 11,36 Mio. Euro geprägt. Auf Grundlage der hierum bereinigten Vorjahresbasis von 1,86 Mio. Euro kletterten die – hauptsächlich aus Aufwandsentschädigungen für Telekommunikationsdienstleistungen resultierenden – sonstigen Erträge hingegen um rund 30 Prozent.

Der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen belief sich auf 0,46 (0,39) Mio. Euro. Infolge des im Vergleich zu 2022 merklich gesunkenen SHK-Umsatzanteils legte der Materialaufwand nur leicht auf 33,19 (32,59) Mio. Euro zu, so dass sich die Materialaufwandsquote von 64,8 auf 63,4 Prozent ermäßigte. Dagegen ließ die – vor allem durch die Übernahme der cs-Gruppe bedingte – Erhöhung der durchschnittlichen Beschäftigtenzahl um 14,4 Prozent den Personalaufwand um 11,7 Prozent auf 9,22 (8,25) Mio. Euro entsprechend einer Quote von 17,6 (16,4) Prozent ansteigen. Dabei beinhaltete der Vorjahreswert noch einmalige Erfolgsvergütungen von 2,28 Mio. Euro.

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduzierten sich erheblich von 14,59 Mio. Euro auf ein normalisiertes Niveau von 7,59 Mio. Euro, womit sich ihr Anteil am Umsatz von 29,0 auf 14,5 Prozent halbierte. Ursächlich hierfür war, dass diese Position im Vorjahr noch durch Kosten im Zusammenhang mit dem InnoHubs-Bauprojekt von 6,18 Mio. Euro sowie durch eine Abschreibung auf aktivierte Windpark-Entwicklungskosten von 1,59 Mio. Euro belastet war.

In Summe resultierte daraus ein EBITDA von 5,23 (8,49) Mio. Euro. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 10,0 (16,9) Prozent. Bereinigt um außerordentliche Beiträge aus dem InnoHubs-Projekt von 3,0 Mio. Euro belief sich die vorjährige EBITDA-Marge auf 10,9 Prozent. Bei leicht von 3,40 auf 3,59 Mio. Euro erhöhten Abschreibungen lag das EBIT bei 1,64 (5,09) Mio. Euro.

Die hohe Barliquidität in Verbindung mit dem gestiegenen Zinsniveau ließ das Finanzergebnis kräftig von 0,05 auf 2,05 Mio. Euro anwachsen. Bei einem niedrigeren Steueraufwand von 0,59 (1,39) Mio. Euro stellte sich das Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen nach Anteilen Dritter auf 2,55 (3,15) Mio. Euro bzw. unverwässert 0,07 (0,09) Euro je Aktie. Einschließlich des Ergebnisses aus nicht fortgeführten Geschäftsbereichen hatte der Überschuss im Vorjahr bei 158,99 Mio. Euro gelegen. Dies entsprach einem unverwässerten Ergebnis je Anteilsschein von 4,50 Euro.

Nach dem Ausnahmejahr 2022 schlägt das Management der am 28. Mai 2024 in Marburg geplanten Hauptversammlung für 2023 eine wieder normalisierte Dividende in Höhe von 0,05 (3,20) Euro je Aktie vor. Dabei läge die Ausschüttungsquote mit gut 70 Prozent deutlich über den im Rahmen der Dividendenpolitik publizierten 50 Prozent. Zudem würde dies auch bereits die achte Gewinnbeteiligung der Anteilseigner in Folge bedeuten. Damit erweist sich 3U mittlerweile als ein sehr verlässlicher Dividendenzahler.

ITK: Starkes profitables Wachstum

Auf Basis der fortgeführten Aktivitäten und einschließlich Intersegmentumsätzen von 0,68 (Vj. 0,01) Mio. Euro stiegen die Erlöse im Segment ITK im abgelaufenen Geschäftsjahr kräftig um 26,3 Prozent auf 15,34 (12,14) Mio. Euro. Auch bereinigt um den Effekt aus der Erstkonsolidierung der cs-Gruppe von 1,95 Mio. Euro verblieb immer noch ein organisches Wachstum von 10,3 Prozent. Dieses resultierte vor allem aus einem guten Neukundengeschäft.

Den Hauptwachstumstreiber bildete dabei der Bereich Managed Services, der Systemhausaktivitäten, Rechenzentrumsdienstleistungen und Software-Lizenzhandel beinhaltet. So legte das durch die Übernahme der cs-Gruppe gestärkte Digitalisierungsgeschäft mit mittelständischen Kunden insgesamt um knapp drei Viertel auf 5,73 (3,29) Mio. Euro zu, womit auch eine Ausweitung des Anteils am ITK-Umsatz auf 37,4 (27,1) Prozent einherging. Das organische Wachstum ohne die cs-Gruppe belief sich auf 15,0 Prozent.

Der mit einem Anteil an den ITK-Erlösen von 53,8 (59,5) Prozent größte Bereich Voice Business Customer (Netzinfrastruktur, Terminierung, weitere Mehrwertdienste für Geschäftskunden) entwickelte sich mit einem Umsatzplus von 14,2 Prozent auf 8,25 (7,22) Mio. Euro ebenfalls positiv. Dagegen gingen die Erlöse im Bereich Voice Retail (Call-by-Call, Preselection für Endkunden) erwartungsgemäß um 16,7 Prozent auf 1,36 (1,63) Mio. Euro zurück, so dass sich auch der Anteil am ITK-Umsatz auf 8,9 (13,4) Prozent verringerte.

Infolge des margenstärkeren Produktmixes verbesserte sich das Segment-EBITDA kräftig um fast ein Viertel auf 3,91 (3,14) Mio. Euro. Dies entsprach einer nahezu unveränderten Marge von 25,5 (25,8) Prozent. Das Segmentergebnis legte noch etwas stärker um 31,1 Prozent auf 3,63 (2,77) Mio. Euro zu.

Erneuerbare Energien: Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung

Das Segment Erneuerbare Energien profitierte davon, dass das Windaufkommen in Deutschland in dem seit mehr als 20 Jahren windstärksten Jahr 2023 deutlich über 2022 lag. So stieg die Stromproduktion der Windparks Klostermoor, Langendorf und Roge trotz des sechswöchigen Ausfalls einer Windenergieanlage in Roge um 8,2 Prozent. Dagegen blieb die Sonnenscheindauer in Deutschland 13,1 Prozent unter dem Vorjahresniveau – womit sie allerdings immer noch nennenswert über dem langjährigen Mittel lag –, so dass die Stromproduktion im Solarpark Adelebsen um 9,2 Prozent zurückging. Insgesamt erhöhte sich der Stromertrag aller Energieparks um 5,5 Prozent.

Zudem wirkten sich vorteilhafte Fixkonditionen der für 2023 geschlossenen Stromabnahmeverträge bei den Windparks Klostermoor und Roge positiv aus. Beim Windpark Langendorf erfolgte die Stromvermarktung zu Monatsmarktwerten. Der Solarpark Adelebsen unterliegt bis 2032 der EEG-Einspeisevergütung. In Summe resultierte daraus ein Umsatzanstieg von 11,9 Prozent auf 8,06 (Vj. 7,20) Mio. Euro. Hierzu steuerten die drei Windparks 6,11 (4,76) Mio. Euro und der Solarpark 1,95 (2,44) Mio. Euro bei.

Das Segment-EBITDA verbesserte sich massiv von 3,40 auf 5,83 Mio. Euro, womit auch ein Anstieg der EBITDA-Marge auf 72,4 (47,2) Prozent einherging. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Vorjahreswert durch die erwähnte Abschreibung von Windpark-Entwicklungskosten mit 1,59 Mio. Euro belastet war. Darum bereinigt hätte das EBITDA 2022 bei 4,99 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 69,3 Prozent gelegen. Allerdings fielen im Berichtszeitraum ebenfalls außerordentliche Aufwendungen für die Reparatur in Roge an. Insgesamt sprang das Segmentergebnis kräftig auf 1,38 (0,24) Mio. Euro.

SHK: Schwierige Rahmenbedingungen hinterlassen Spuren

Das Geschäft in dem auf Onlinehandel, Do-it-yourself (DIY) und klimafreundliche Technologien ausgerichteten Segment SHK ist maßgeblich in den Konzerngesellschaften Selfio GmbH (B2C, rd. 75 Prozent der Segmenterlöse) und PELIA Gebäudesysteme GmbH (B2B, rd. 25 Prozent) gebündelt.

Dabei entwickelte sich die Sparte 2023 zwar besser als das vergleichbare Marktumfeld, konnte sich aber letztlich den schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen mit branchenübergreifend rückläufigen Umsätzen im Online- und DIY-Handel sowie dem massiven Einbruch im Bausektor nicht entziehen. Neben dem gestiegenen Zinsniveau wirkten sich hier vor allem auch die aus den politischen Diskussionen und Verzögerungen beim neuen Gebäudeenergiegesetz (GEG) resultierenden Unsicherheiten negativ aus. Zudem drückten Überkapazitäten im Markt zum Teil auf die Verkaufspreise für Haustechnik. Demgegenüber entspannte sich die Situation bei Lieferketten und Warenverfügbarkeit. Insgesamt gaben die Erlöse im SHK-Segment um 6,0 Prozent auf 29,63 (Vj. 31,51) Mio. Euro nach.

Trotz des verstärkten Einsatzes von Eigenmarken und weiteren Effizienzsteigerungsmaßnahmen erhöhten sich auf der niedrigeren Umsatzbasis alle Kostenquoten. Dies resultierte teilweise auch aus Vorlaufinvestitionen in Personal und Vorräte im Zusammenhang mit der im August erfolgten Markteinführung des selbst entwickelten und zum Patent angemeldeten ThermCube, der industriell vormontierten Wärmepumpen-Heizzentrale im Schrank. In Summe führte dies dazu, dass das Segment-EBITDA nach 0,12 Mio. Euro im Vorjahr mit minus 1,18 Mio. Euro im Berichtszeitraum wieder deutlich in die roten Zahlen rutschte. Im Zuge dessen sank das Segmentergebnis ebenfalls spürbar auf minus 2,55 (-0,91) Mio. Euro.

Sonstige Aktivitäten: Leicht positiver Ergebnisbeitrag

Im Bereich sonstige Aktivitäten/Überleitung werden die Aktivitäten auf Holding-Ebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung abgebildet. Vor Überleitungseffekten fielen hier im Wesentlichen aus Managementleistungen im Konzern resultierende, nahezu unveränderte Umsätze von 1,91 (Vj. 1,89) Mio. Euro an. Der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen lag aufgrund des Wegfalls der InnoHubs-Effekte mit minus 2,07 Mio. Euro signifikant unter dem Vorjahreswert von 3,22 Mio. Euro. So reduzierte sich das EBITDA der sonstigen Aktivitäten ebenfalls deutlich auf minus 2,85 (2,31) Mio. Euro. Infolge des kräftig gestiegenen Finanzergebnisses fiel das Ergebnis des Bereichs nach Überleitungseffekten dennoch mit 0,09 (1,05) Mio. Euro. leicht positiv aus.

Auf dem Weg zur MISSION 2026 ...

Im Rahmen der Wachstums- und Wertestrategie MISSION 2026 will der Vorstand bis Ende 2026 in den drei operativen Segmenten bei einem Investitionsvolumen von über 220 Mio. Euro insgesamt Wertpotenziale im Bereich von 510 bis 620 Mio. Euro realisieren. Hinsichtlich näherer Einzelheiten verweisen wir auf die ausführlichen Erläuterungen in unserem Research vom 30.08.2023. Auf dem Weg dorthin sieht er das laufende Geschäftsjahr 2024 als Zwischenschritt, in dem die Ergebnisseite vorübergehend durch die zur Erreichung der Mittelfristziele erforderlichen Vorlaufinvestitionen belastet wird. Auf Segmentebene sehen die Unternehmensplanungen wie folgt aus:

ITK: Weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum durch Managed Services

Das Segment ITK konnte bereits durch die letztjährige Übernahme der cs-Gruppe, deren Integration voranschreitet, deutlich gestärkt werden. Hier liegt der Fokus auf einem weiteren Ausbau des Bereichs Managed Services, wobei das organische Wachstum durch zusätzliche Unternehmenszukäufe beschleunigt werden soll. Insgesamt wird in dem Segment für 2024 bei erstmals ganzjähriger Konsolidierung der cs-Gruppe ein weiteres Umsatzwachstum und eine Steigerung der Ertragskraft erwartet.

Erneuerbare Energien: Grünes Licht für Repowering-Projekt Langendorf

Im Segment Erneuerbare Energien avisiert 3U für 2024 einen Erlös- und Ergebnisrückgang. Zwar profitierte der Bereich in den ersten beiden Monaten von günstigen Witterungsverhältnissen. Allerdings erfolgt die Stromvermarktung in diesem Jahr bei allen drei Windparks zu Monats-Marktwerten, die sich bislang unter den Unternehmenserwartungen entwickelten. Zudem kam es beim Windpark Roge erneut zum Ausfall einer Windenergieanlage.

Darüber hinaus wurde Ende März 2024 endlich die bereits im Sommer 2022 beantragte Genehmigung für das Repowering-Projekt beim Windpark Langendorf erteilt. Im Rahmen dessen sollen dort 7 der 15 Windenergieanlagen durch 5 neue, leistungsfähigere ersetzt und so die installierte Leistung von 22,5 auf 43,0 MW gesteigert werden. Bauartbedingt soll sich der durchschnittliche jährliche Stromertrag dabei von aktuell rund 32 auf etwa 100 GWh verdreifachen.

Im Herbst dieses Jahres soll mit den Arbeiten begonnen werden, die Inbetriebnahme der neuen Anlagen ist Ende 2025 geplant. Im Zuge des Rückbaus der Altanlagen wird sich die Stromproduktion des Windparks vorübergehend reduzieren. Zudem werden die Restwertabschreibungen der Altanlagen zu höheren Abschreibungen führen. Ferner wird die weitgehende Fremdfinanzierung des mit über 50 Mio. Euro veranschlagten Investitionsvolumens das Finanzergebnis belasten.

Außerdem bereitet 3U auch beim Windpark Klostermoor ein Repowering-Projekt vor, mittels dessen dort durch Austausch aller 6 durch 3 neue Windenergieanlagen die installierte Leistung von 6 auf 21 MW gesteigert werden soll. Vorbehaltlich der Genehmigungsfähigkeit sind auch weitere Repowering-Maßnahmen beim Windpark Roge sowie den übrigen Flächen in Langendorf angedacht. Darüber hinaus werden neue Windpark-Projekte in Brandenburg verfolgt. Insgesamt soll so die installierte Leistung der Wind- und Solarparks perspektivisch von aktuell 53 auf 150 bis 200 MW ausgebaut werden.

Zudem wird aktuell auch ein Einstieg in den Bereich der Agri-Photovoltaik zum weiteren Kapazitätsausbau im Segment Erneuerbare Energien evaluiert. Dabei sind Agri-Photovoltaik-Anlagen meist schneller als klassische Freiflächen-Photovoltaik- und Windparks realisierbar.

SHK: Soll von Nachholeffekten und GEG profitieren

Im Segment SHK rechnet der Vorstand angesichts der weiterhin anhaltenden Schwäche der Baubranche erst im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder mit einer Nachfragebelebung. Dabei erachtet er die grundsätzlichen Perspektiven angesichts der gesetzlich vorgeschriebenen Wärmewende und des weiter zunehmenden Fachkräftemangels aber unverändert als sehr positiv.

Im Rahmen der fortgesetzten Maßnahmen zur Steigerung von Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit stehen hier weiterhin Ausbau und Optimierung des Vertriebskanal- und Produktmix mit einem steigenden Anteil margenstarker Eigenmarken im Mittelpunkt. Dabei wurde die Angebotspalette neben dem im August 2023 eingeführten ThermCube zwischenzeitlich auch um PV-Balkonkraftwerke, weitere Solaranlagen und Batteriespeicher erweitert.

Insgesamt werden für das SHK-Segment in diesem Jahr wieder ein deutlich höherer Umsatz, ein verbessertes, allerdings noch negatives EBITDA und ein Ergebnis auf dem Vorjahresniveau erwartet. Zudem werden zur Forcierung des angestrebten Wachstums laufend Kooperations- und insbesondere Akquisitionsmöglichkeiten geprüft. Dabei bildet perspektivisch auch ein Börsengang eine Option zur Finanzierung eines beschleunigten Wachstums.

... 2024 als Jahr wichtiger Weichenstellungen

Insgesamt prognostiziert die 3U HOLDING AG, bei der Ende 2024 der Umzug in die derzeit im Bau befindliche neue Firmenzentrale in Marburg geplant ist, für das laufende Geschäftsjahr einen Konzernumsatz von 58 bis 62 Mio. Euro. Dies würde einem Wachstum von 10,8 bis 18,4 Prozent entsprechen. Dabei wird ein temporärer Rückgang der EBITDA-Marge auf rund 7 bis 8 Prozent avisiert, was nach unseren Berechnungen einen absoluten Wert im Bereich zwischen 4 und 5 Mio. Euro bedeuten würde.

Bei infolge des Repowering-Projekts Langendorf erwarteten höheren Abschreibungen sowie einem investitions- bzw. finanzierungsbedingt prognostizierten rückläufigen Finanzergebnis soll sich das Konzernergebnis zwischen minus 1,0 und 0,0 Mio. Euro bewegen. Dies entspräche nach unseren Berechnungen bei Ansatz der aktuell im Umlauf befindlichen Aktienanzahl einem EPS von minus 3 bis 0 Cent.

Entsprechend dem 3U-Geschäftsmodell, zu dem neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Vermögensgegenständen zählt, kann die Guidance durch mögliche Zukäufe oder Veräußerungen von Beteiligungen, Immobilien oder anderen Vermögenswerten über- oder unterschritten werden. Dabei stehen – wie erwähnt – insbesondere mögliche Übernahmen von Unternehmen oder Kundenstämmen in den Segmenten ITK und SHK auf der Agenda.

GSC-Schätzungen sehen 2024 als Übergangsjahr

Auf Basis des Zahlenwerks für das vergangene Geschäftsjahr und der aktuellen Guidance haben wir unsere Schätzungen überarbeitet und dabei für 2024 ungefähr in der Mitte der jeweiligen Prognosekorridore angesetzt. Konkret sehen wir im laufenden Geschäftsjahr, in dem die cs-Gruppe erstmals ganzjährig konsolidiert wird, bei einer unveränderten Umsatzschätzung von 60,0 Mio. Euro das EBITDA nun bei 4,3 Mio. Euro, was einer EBITDA-Marge von 7,2 Prozent entsprechen würde. Darauf aufbauend verorten wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter bei minus 0,5 Mio. Euro bzw. minus 0,01 Euro je Aktie. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass für das Übergangsjahr 2024 ausnahmsweise keine Dividendenausschüttung erfolgt.

Für das Geschäftsjahr 2025 prognostizieren wir bei einer unveränderten Umsatzerwartung von 64,0 Mio. Euro einen deutlich überproportionalen Anstieg des EBITDA auf 6,3 Mio. Euro. Dies würde eine wieder auf 9,9 Prozent verbesserte EBITDA-Marge bedeuten. Dementsprechend sehen wir auch beim Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter eine kräftige Steigerung auf 1,6 Mio. Euro bzw. 0,05 Euro je Anteilsschein. Auf dieser Basis und angesichts der aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik gehen wir davon aus, dass dann auch wieder eine Dividende in Höhe von 0,05 Euro je Aktie ausgezahlt wird.

Bewertung

Da neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Beteiligungen, Wind- und Solarparks sowie anderen Immobilien einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells bildet, die daraus resultierenden Effekte jedoch naturgemäß nicht prognostizierbar sind, stellen wir unsere Anlageempfehlung für die 3U-Aktie auf eine Sum-of-the-Parts (SOTP)-Bewertung ab.

Dabei haben wir auf Basis der verfügbaren (Plan-)Daten nunmehr auch indikative Bewertungen der 3U-Beteiligungen in den Segmenten ITK und SHK anhand von DCF-Modellen vorgenommen. In diesem Rahmen haben wir hier insgesamt indikative Unternehmenswerte in Höhe von etwa 29 Mio. Euro ermittelt.

Hinsichtlich der Wind- und Solarparks, deren installierte Leistung sich aktuell insgesamt auf 53,0 MW beläuft, setzen wir gemäß Erfahrungswerten aus der Branche weiterhin 1 MW mit einem Substanzwert von 1 Mio. Euro an, wobei wir die jeweiligen Beteiligungsquoten sowie einen Sicherheitsabschlag von 10 Prozent berücksichtigen. Auf dieser Basis ergibt sich hier ein Wertansatz von rund 41 Mio. Euro.

Darüber hinaus setzen wir das Marburger Grundstück, auf dem derzeit die neue Firmenzentrale errichtet wird, mit dem von uns geschätzten Kaufpreis von 0,4 Mio. Euro sowie die zur Vermietung anstehenden Büroflächen im InnoHubs Würzburg mit dem aktuellen Bilanzansatz von 3,6 Mio. Euro an. Dabei nehmen wir jeweils einen bei Gewerbeimmobilien banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vor, woraus hier insgesamt ein Wertansatz von rund 2,5 Mio. Euro resultiert.

Bei der Bewertung des im zweiten Quartal 2020 erworbenen, mit 3,0 Mio. Euro bilanzierten Goldbestands berücksichtigen wir die Goldpreisentwicklung, so dass sich hier nunmehr ein Wertansatz von gut 4 Mio. Euro ergibt. Die derzeit gehaltenen 3.240.665 eigenen Aktien bewerten wir zum aktuellen Börsenkurs, woraus ein Wertansatz von knapp 6 Mio. Euro resultiert. Zudem beziehen wir die zum Bilanzstichtag ausgewiesene Netto-Cash-Position des 3U-Konzerns in Höhe von 39,8 Mio. Euro in unsere Bewertung ein.

Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen SOTP-Wert von rund 122 (bisher 103) Mio. Euro für die 3U HOLDING AG ermittelt. Auf Basis der aktuellen Anzahl im Umlauf befindlicher Anteilsscheine errechnet sich daraus ein Wert von 3,64 (3,06) Euro je Aktie. Daher sehen wir den fairen Wert des Anteilscheins nunmehr in diesem Bereich und erhöhen unser gerundetes Kursziel dementsprechend von 3,10 auf 3,60 Euro.

Fazit

Nach dem vor allem durch den weclapp-Verkauf geprägten überaus erfolgreichen Geschäftsjahr 2022, an dem die Anteilseigner mit einer satten Dividende von 3,20 Euro je Aktie beteiligt wurden, befindet sich die 3U HOLDING AG momentan in einer Phase der Vorbereitung der nächsten Wachstumsschritte. Insgesamt will der Vorstand im Rahmen der MISSION 2026 dabei bis Ende 2026 Wertpotenziale von 510 bis 620 Mio. Euro realisieren.

Im wachstums- und ertragsstarken Segment ITK konnte hier im vergangenen Geschäftsjahr mit der Übernahme der cs-Gruppe bereits ein wichtiger Erfolg erzielt werden. Das durch den Zukauf gestärkte Digitalisierungsgeschäft mit mittelständischen Kunden soll auch zukünftig weiter ausgebaut werden. Dabei ist eine Beschleunigung des organischen Wachstums durch weitere Unternehmenszukäufe im Bereich Managed Services vorgesehen.

Im Segment Erneuerbare Energien liegt der aktuelle Fokus nach der nun endlich erteilten Genehmigung auf dem Repowering-Projekt beim Windpark Langendorf. Mit der Ende 2025 geplanten Inbetriebnahme der neuen Windenergieanlagen soll sich der durchschnittliche jährliche Stromertrag dort in etwa verdreifachen. Zudem befinden sich weitere Repowering-Vorhaben sowie neue Windpark-Projekte in Vorbereitung. Darüber hinaus wird auch ein Einstieg in den Bereich der Agri-Photovoltaik geprüft.

Im umsatzstärksten Segment SHK dürfte angesichts der anhaltenden Schwäche des Bausektors noch eine gewisse Durststrecke zu überwinden sein. Vor dem Hintergrund der gesetzlich vorgeschriebenen Wärmewende und des Fachkräftemangels stuft der Vorstand die mittel- bis langfristigen Aussichten der auf Onlinehandel, Do-it-yourself und klimafreundliche Technologien ausgerichteten Sparte aber als sehr positiv ein. Dabei soll das erwartete starke organische Wachstum durch Akquisitionen forciert werden. In diesem Rahmen steht perspektivisch auch die Option eines Börsengangs im Raum.

Auch mit Blick auf den eindrucksvollen Track-Record der letzten Jahre sind wir daher zuversichtlich, dass der Vorstand die 3U HOLDING AG mit ihrer Ausrichtung auf die Megatrends Digitalisierung im Mittelstand (ITK), Erneuerbare Energien und Onlinehandel mit Schwerpunkt klimafreundliche Technologien (SHK) im Rahmen der MISSION 2026 erfolgreich auf die nächste profitable Wachstumsstufe führen und dabei signifikante Wertpotenziale heben kann.

Dabei ist der Konzern mit einer Eigenkapitalquote von 75,1 Prozent, einer Barliquidität von 55,4 Mio. Euro und einer Netto-Cash-Position (ohne Leasingverbindlichkeiten) von 39,8 Mio. Euro bilanziell gut zur Realisierung der ambitionierten Wachstumsziele aufgestellt. Zudem hält die Gesellschaft 8,8 Prozent eigene Aktien, die als Akquisitionswährung eingesetzt werden können.

Aktuell liegt die Marktkapitalisierung von 3U bei 67,6 Mio. Euro. Dabei entspricht das bilanzielle Eigenkapital ohne Anteile Dritter zum 31. Dezember 2023 von 88,7 Mio. Euro nach unserer Berechnung 2,64 Euro je im Umlauf befindlicher Aktie. Auf Basis unserer aktualisierten Sum-of-the-Parts-Bewertung erhöhen wir unser Kursziel für den 3U-Anteilsschein auf 3,60 Euro und erachten das derzeitige Kursniveau daher als sehr günstige Gelegenheit, das Papier zu „Kaufen“.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2021		2022		2023		2024e		2025e	
Umsatzerlöse	55,9	100,0%	50,3	100,0%	52,4	100,0%	60,0	100,0%	64,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-10,1%		4,0%		14,6%		6,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	17,7	31,6%	13,2	26,3%	2,4	4,6%	2,8	4,6%	2,9	4,6%
Veränderung zum Vorjahr			-25,2%		-81,6%		13,7%		6,7%	
Bestandsveränd. / Akt. Eigenleistungen	1,0	1,9%	0,4	0,8%	0,5	0,9%	0,5	0,9%	0,5	0,9%
Veränderung zum Vorjahr			-63,2%		19,2%		10,9%		6,7%	
Materialaufwand	29,3	52,3%	32,6	64,8%	33,2	63,4%	37,9	63,2%	39,8	62,2%
Veränderung zum Vorjahr			11,3%		1,8%		14,2%		4,9%	
Rohergebnis	45,4	81,1%	31,3	62,3%	22,0	42,1%	25,4	42,3%	27,7	43,3%
Veränderung zum Vorjahr			-31,0%		-29,6%		15,0%		9,3%	
Personalaufwand	15,0	26,8%	8,3	16,4%	9,2	17,6%	11,2	18,7%	11,8	18,4%
Veränderung zum Vorjahr			-44,9%		11,7%		21,7%		5,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	19,1	34,2%	14,6	29,0%	7,6	14,5%	9,8	16,3%	9,6	15,0%
Veränderung zum Vorjahr			-23,7%		-48,0%		28,8%		-1,8%	
EBITDA	11,3	20,1%	8,5	16,9%	5,2	10,0%	4,3	7,2%	6,3	9,9%
Veränderung zum Vorjahr			-24,7%		-38,3%		-16,9%		45,5%	
Abschreibungen	4,5	8,1%	3,4	6,7%	3,6	6,9%	5,5	9,1%	4,0	6,3%
Veränderung zum Vorjahr			-24,6%		5,9%		51,6%		-26,6%	
EBIT	6,8	12,1%	5,1	10,1%	1,6	3,1%	-1,1	-1,8%	2,3	3,6%
Veränderung zum Vorjahr			-24,7%		-67,8%		-167,1%		311,8%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,5	-0,8%	0,1	0,1%	2,0	3,9%	1,0	1,7%	0,5	0,8%
Veränderung zum Vorjahr			111,4%		3694,4%		-51,2%		-50,0%	
Ergebnis vor Steuern	6,3	11,2%	5,1	10,2%	3,7	7,0%	-0,1	-0,2%	2,8	4,4%
Steuerquote	35,7%		27,0%		16,0%		0,0%		27,5%	
Ertragssteuern	2,2	4,0%	1,4	2,8%	0,6	1,1%	0,0	0,0%	0,8	1,2%
Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche	4,0	7,2%	3,8	7,5%	3,1	5,9%	-0,1	-0,2%	2,1	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			-7,1%		-17,5%		-103,2%		2151,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis nicht fortgef. Geschäftsbereiche	0,0		155,6		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	1,1		0,4		0,5		0,4		0,5	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,9	5,2%	159,0	316,0%	2,6	4,9%	-0,5	-0,8%	1,6	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			5350,4%		-98,4%		-119,6%		420,3%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	35,314		35,339		36,220		33,572		33,572	
Gewinn je Aktie	0,08		4,50		0,07		-0,01		0,05	

Hinweis: Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

Aktionärsstruktur

TOMPAT Invest GmbH / Herr Michael Schmidt (Aufsichtsrat)	25,72%
Übriger Aufsichtsrat	0,16%
Vorstand	0,84%
Eigene Aktien	8,80%
Streubesitz	64,48%

Termine

14.05.2024	Zahlen erstes Quartal 2024
28.05.2024	Ordentliche Hauptversammlung in Marburg
13.08.2024	Halbjahreszahlen 2024
12.11.2024	Zahlen drittes Quartal 2024

Kontaktadresse

3U HOLDING AG
Frauenbergstraße 31-33
D-35039 Marburg

E-Mail: info@3u.net

Internet: www.3u.net

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Thomas Fritsche

Tel.: +49 (0)6421 / 999 - 1200

Fax: +49 (0)6421 / 999 - 1222

E-Mail: ir@3u.net

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cashflow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
14.11.2023	2,27 €	Kaufen	3,10 €
30.08.2023	2,30 €	Kaufen	2,90 €
13.06.2023	2,57 €	Halten	2,85 €
13.04.2023	5,42 €	Halten	5,80 €
15.11.2022	4,17 €	Kaufen	5,70 €
13.09.2022	3,93 €	Kaufen	5,50 €
30.08.2022	2,51 €	Kaufen	4,10 €
19.05.2022	2,19 €	Kaufen	4,10 €
20.04.2022	2,46 €	Kaufen	4,10 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2024):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	82,9%	80,0%
Halten	17,1%	20,0%
Verkaufen	0,0%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
3U HOLDING AG	1, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.