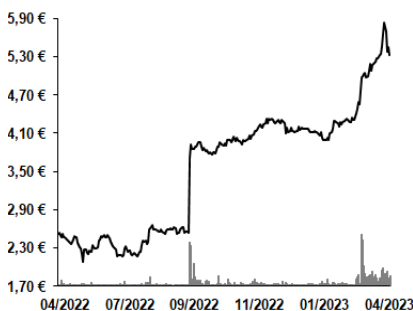


Akt. Kurs (13.04.2023, 12:20, Xetra): 5,42 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **5,80 (5,70) EUR**

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

	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	5,86 €	2,06 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	5,40 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	36.700.514	
<b>Streubesitz:</b>	69,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	198,2 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2021	2022	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	55,9	62,7	57,5	64,0
<i>bisher</i>	---	63,0	56,0	62,0
<b>EBIT</b>	6,8	161,1	3,2	4,2
<i>bisher</i>	---	162,8	3,7	4,1
<b>Jahresüb.</b>	2,9	159,0	2,8	3,4
<i>bisher</i>	---	157,0	2,1	2,4
<b>Erg./Aktie</b>	0,08	4,50	0,08	0,09
<i>bisher</i>	---	4,45	0,06	0,07
<b>Dividende</b>	0,05	3,20	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	2,05	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	0,9%	59,3%	0,9%	0,9%
<b>KGV</b>	65,4	1,2	71,5	58,7

Angaben in Mio. Euro  
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24  
 Fax: 0211 / 17 93 74 - 44  
[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

#### Kurzportrait

Die 1997 gegründete und seit 1999 börsennotierte 3U HOLDING AG erwirbt, betreibt und veräußert als Management- und Beteiligungsgesellschaft Vermögensgegenstände und Unternehmensbeteiligungen in den drei Segmenten Informations- und Telekommunikationstechnik (ITK), Erneuerbare Energien (EE) sowie Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK). Dabei ist die Gruppe mit Konzernsitz in Marburg mit knapp 150 Beschäftigten vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

#### Anlagekriterien

##### Geschäftszahlen 2022 massiv durch weclapp-Verkauf geprägt, ...

Jüngst hat 3U die Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 publiziert. Diese waren maßgeblich durch die Ende September vollzogene Veräußerung der Beteiligung an der weclapp SE geprägt, in deren Zuge die Gesellschaft eine erhebliche Wertsteigerung realisieren konnte (siehe hierzu auch unsere letzten Researches vom 13.09. und 15.11.2022). So sprang bei einem Anstieg des Konzernumsatzes um 12,0 Prozent von 55,94 auf 62,66 Mio. Euro das EBITDA auf 165,59 (Vj. 11,27) Mio. Euro sowie der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 158,99 (2,92) Mio. Euro.

Im Gleichklang wuchs auch das Ergebnis je Aktie von 0,08 Euro im Vorjahr auf unverwässert 4,50 Euro bzw. unter Berücksichtigung der potenziellen Verwässerung durch ausgegebene Aktienoptionen 4,26 Euro. Angesichts des außerordentlich erfolgreichen Geschäftsjahres schlägt das Management der am 15. Mai 2023 in Marburg geplanten Hauptversammlung die Ausschüttung einer Dividende von satten 3,20 (0,05) Euro je Anteilschein vor.

##### ... aber auch fortgeführte Aktivitäten mit guter operativer Entwicklung

Im Jahresabschluss für 2022 hat 3U die auf den veräußerten weclapp-Teilkonzern entfallenden GuV-Positionen gemäß IFRS 5 als nicht fortgeführte Aktivitäten ausgewiesen. Auf dieser Basis kletterten die Umsatzerlöse der fortgeführten Aktivitäten um 12,4 Prozent von 44,77 auf 50,32 Mio. Euro. Auf Segmentebene entfielen davon vor Überleitungseffekten 24,1 (Vj. 27,0) Prozent auf ITK, 14,3 (14,0) Prozent auf EE und 62,6 (60,2) Prozent auf SHK.

Neben dem operativen Geschäft bildet auch der An- und Verkauf von Vermögensgegenständen einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells. Dabei konnte die Gesellschaft neben dem weclapp-Verkauf auch noch andere Erträge von 13,22 Mio. Euro realisieren, die hauptsächlich aus der Veräußerung der Beteiligung an der InnoHubs GmbH resultierten (siehe hierzu auch unsere Researches vom 30.08. und 13.09.2022). Im Vorjahr waren vor allem aus Teilverkäufen von Liegenschaften des Solarparks Adelebsen sowie im Rahmen des Bauträgermodells bei der InnoHubs-Immobilie andere Erträge von 17,67 Mio. Euro angefallen.

Der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen der fortgeführten Aktivitäten stieg leicht auf 0,39 (0,30) Mio. Euro. Im Zuge der Erhöhung des Umsatzanteils des materialintensiven Segments SHK kletterte die Materialaufwandsquote geringfügig von 64,5 auf 64,8 Prozent entsprechend einem absoluten Wert von 32,59 (28,88) Mio. Euro.

Die Personalaufwandsquote verringerte sich hingegen deutlich auf 16,4 (19,2) Prozent, was einen absoluten Rückgang auf 8,25 (8,60) Mio. Euro bedeutete. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken ebenfalls von 16,04 auf 14,59 Mio. Euro, wobei sich die Quote im Verhältnis zum Umsatz signifikant auf 29,0 (35,8) Prozent reduzierte.

Zwar schlug hier eine Abschreibung auf aktivierte Windpark-Entwicklungskosten in Höhe von 1,59 Mio. Euro zu Buche, da aufgrund der beschränkten Personalressourcen eine neue Priorisierung der gegebenenfalls fortzuführenden Windparkprojekte in Brandenburg vorgenommen wurde. Die Aufwendungen aus dem Bauträgergeschäft fielen jedoch niedriger als im Vorjahr aus.

In Summe resultierte daraus im vergangenen Geschäftsjahr ein EBITDA der fortgeführten Aktivitäten von 8,49 (9,21) Mio. Euro entsprechend einer Marge von 16,9 (20,6) Prozent. Bereinigt um den Sondereffekt aus der Einmalabschreibung hätte das EBITDA bei 10,08 Mio. Euro gelegen, was eine Marge von 20,0 Prozent bedeutet hätte. Infolge des Verkaufs der InnoHubs-Beteiligung sanken die planmäßigen Abschreibungen auf 3,40 (3,91) Mio. Euro. So verblieb beim EBIT der fortgeführten Aktivitäten nur noch ein leichter Rückgang von 5,30 auf 5,09 Mio. Euro.

Das gestiegene Zinsniveau schlug sich in einer merklichen Verbesserung des Finanzergebnisses auf 0,05 (-0,41) Mio. Euro nieder. Bei geringeren Steuer- aufwendungen von 1,39 (1,97) Mio. Euro und Anteilen Dritter von 0,61 (0,82) Mio. Euro kam schließlich für die fortgeführten Aktivitäten ein deutlich von 2,10 auf 3,15 Mio. Euro erhöhter Jahresüberschuss zum Ausweis. Dies entsprach einem Ergebnis je Aktie von unverwässert 0,09 (0,06) Euro bzw. verwässert 0,08 (0,06) Euro.

### **ITK: Deutliche Ergebnissteigerung bei stabilem Umsatz**

Auf Basis der fortgeführten Aktivitäten stiegen die Umsätze im Segment ITK im abgelaufenen Geschäftsjahr geringfügig auf 12,14 (Vj. 12,08) Mio. Euro an. Neben Erlösen aus Consulting, IT-Security und Lizenzhandel von 0,89 (0,95) Mio. Euro entfiel dabei mit 11,25 (11,13) Mio. Euro der Löwenanteil auf den Geschäftsbereich Telekommunikation, wobei dort 10,52 (10,20) Mio. Euro mit Dritten erzielt wurden.

Im Einzelnen ging dabei der Umsatz des Bereichs Voice Retail (B2C) im Zuge der Corona-Normalisierung erwartungsgemäß von 1,85 auf 1,63 Mio. Euro zurück. Der Bereich Voice Business Customer (B2B) erreichte mit 7,22 (7,26) Mio. Euro nahezu das Vorjahresniveau.

Im Bereich Data Center Services & Operation (Rechenzentrumsdienstleistungen) kletterten die Erlöse einschließlich konzerninterner Leistungen auf 2,40 (2,03) Mio. Euro, wobei der externe Umsatz um gut 50 Prozent zulegen. Enthalten waren hierin auch erste Beiträge des neuen Geschäftsfelds Managed Services, bei dem mittelständischen Unternehmen die Betreuung und Wartung ihrer gesamten Informations- und Telekommunikationsstruktur offeriert wird.

Etwas höhere sonstige betriebliche Erträge und rückläufige Kostenquoten führten im Segment ITK zu einem Anstieg des EBITDA um fast ein Drittel auf 3,14 (2,38) Mio. Euro. Im Zuge dessen verbesserte sich auch die EBITDA-Marge kräftig von 19,7 auf 25,8 Prozent. Bei einem höheren Finanzergebnis und einem kleinen Steuerertrag kletterte das Segmentergebnis schließlich um mehr als 45 Prozent auf 2,77 (1,89) Mio. Euro.

### **EE: Einmaleffekte belasten Segmentergebnis**

Im Segment EE führten deutlich über dem schwachen Vorjahr liegende Werte bei Windaufkommen und Sonneneinstrahlung zu einem merklich höheren Stromertrag. Zudem wirkten sich die zum Jahresbeginn bei allen drei Windparks abgeschlossenen Stromlieferverträge zu Konditionen oberhalb der früheren EEG-Förderung positiv aus. In Summe resultierte daraus ein Umsatzanstieg von 14,5 Prozent auf 7,20 (Vj. 6,29) Mio. Euro. Hiervon entfielen 4,76 (4,49) Mio. Euro auf die Windparks Roge, Klostermoor und Langendorf sowie 2,44 (1,78) Mio. Euro auf den Solarpark Adelebsen.

Vor allem infolge der erwähnten Abschreibungen auf Windparkprojekte von 1,59 Mio. Euro gab das Segment-EBITDA dennoch von 4,63 auf 3,40 Mio. Euro entsprechend einer Marge von 47,2 (73,6) Prozent nach. Bereinigt um den Einmaleffekt hätte es bei 4,99 Mio. Euro gelegen, was eine Marge von 69,3 Prozent bedeutet hätte. Zudem fielen auch erhöhte Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Mitte letzten Jahres gestellten Antrag auf Repowering des Windparks Langendorf (zu näheren Einzelheiten siehe unser Research vom 30.08.2022) an. Bei geringeren planmäßigen Abschreibungen und höheren Anteilen Dritter schrumpfte das Segmentergebnis auf 0,24 (0,66) Mio. Euro.

### **SHK: Starkes Wachstum und leichte Ergebnisverbesserung**

Im Segment SHK wirkte sich nach dem durch Lieferengpässe belasteten Vorjahr eine sukzessive Verbesserung der Beschaffungssituation in Verbindung mit einer anhaltend guten Nachfrage positiv aus. So legten die Erlöse wieder deutlich um 16,9 Prozent auf 31,51 (Vj. 26,96) Mio. Euro zu. Hierzu trugen beide großen Einzelgesellschaften des Segments, die Selfio GmbH (Onlinehandel mit Haustechnikprodukten) und die PELIA Gebäudesysteme GmbH (Herstellung und Großhandel mit Fußbodenheizungssystemen), bei. Dabei entfielen etwa ein Drittel des Umsatzanstiegs auf Preiseffekte sowie rund zwei Drittel auf Absatzsteigerungen und neue Produkte.

Die weiter gestiegenen Einkaufspreise konnten allerdings wettbewerbsbedingt nicht in vollem Umfang weitergegeben werden. So erhöhte sich die Materialaufwandsquote trotz beschaffungsseitiger Optimierungsmaßnahmen und des Einsatzes von Eigenmarken weiter von 79,3 auf 81,1 Prozent. Dagegen konnte sowohl die Personalaufwandsquote auf 9,6 (11,2) Prozent als auch der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz auf 10,2 (12,3) Prozent reduziert werden. In Summe resultierte daraus ein mit 0,12 (-0,53) Mio. Euro wieder leicht positives Segment-EBITDA. Bei höheren Abschreibungen und einem verschlechterten Finanzergebnis fiel das Segmentergebnis jedoch mit minus 0,91 (-1,20) Mio. Euro weiterhin negativ aus.

### **Sonstige Aktivitäten: Erneut positiver Ergebnisbeitrag**

Im Bereich Sonstige Aktivitäten/Überleitung werden die Aktivitäten auf Holding-Ebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung abgebildet. Hier wurden vor Überleitungseffekten hauptsächlich auf Managementleistungen im Konzern entfallende Umsätze von 1,89 (Vj. 1,62) Mio. Euro ausgewiesen. Zudem wurden sonstige betriebliche Erträge von 11,83 Mio. Euro verbucht, die im Wesentlichen aus der InnoHubs-Transaktion resultierten. Im Vorjahr waren hier 15,96 Mio. Euro vor allem aus den Teilverkäufen beim Solarparks Adelebsen und der InnoHubs-Immobilie angefallen. Nach Überleitungseffekten kam für den Bereich ein EBITDA von 1,83 (2,74) Mio. Euro sowie ein Jahresergebnis von 1,05 (0,75) Mio. Euro zum Ausweis.

### **Äußerst komfortable Bilanzverhältnisse**

Infolge der erheblichen Mittelzuflüsse aus den im September 2022 vollzogenen Verkäufen der Beteiligungen an der weclapp SE und der InnoHubs GmbH stellten sich die Bilanzrelationen des 3U-Konzerns zum 31. Dezember 2022 höchst komfortabel dar. So belief sich das Eigenkapital auf 211,2 Mio. Euro entsprechend einer Eigenkapitalquote von 86,7 Prozent. Zudem bestand zum Stichtag bei einer Barliquidität von 189,7 Mio. Euro eine Netto-Cash-Position (ohne Berücksichtigung von Leasingverbindlichkeiten) von 173,2 Mio. Euro. Dabei betrafen die ausgewiesenen Bankverbindlichkeiten Finanzierungen des Solarparks Adelebsen und der Logistikimmobilie in Koblenz.

Auf Basis des Dividendenvorschlags wird nun Mitte Mai eine Summe von 117,4 Mio. Euro zur Ausschüttung kommen. Damit dürfte aber immer noch ein ansprechendes Liquiditätspolster von rund 70 Mio. Euro und eine Netto-Cash-Position im Bereich von 55 Mio. Euro verbleiben. Im Zuge der Dividendenzahlung sowie geplanter Investitionen in organisches Wachstum und M&A-Aktivitäten ist davon auszugehen, dass sich die Eigenkapitalquote perspektivisch wieder dem früheren Niveau im Bereich von 55 bis 60 Prozent annähern wird.

### **Guidance sieht deutliches Wachstum der fortgeführten Aktivitäten**

Im aktuellen Geschäftsjahr 2023 geht der Vorstand von einem starken organischen Wachstum aus, so dass Konzern Erlöse im Bereich zwischen 55,0 und 60,0 Mio. Euro in Aussicht gestellt werden. Gegenüber dem letztjährigen Umsatzvolumen der fortgeführten Aktivitäten von 50,3 Mio. Euro würde dies einen Zuwachs von 9,3 bis 19,2 Prozent bedeuten.

Mit Blick auf eine erwartete weitere deutliche Umsatzverschiebung zugunsten des margenschwächeren Segments SHK sowie geringere andere Erträge wird für das EBITDA ein Korridor zwischen 6,0 und 8,0 Mio. Euro angepeilt. Dies entspräche einer EBITDA-Marge von 10,0 bis 14,5 Prozent. Auf dieser Basis wird ein Konzernergebnis von 2,5 bis 3,5 Mio. Euro prognostiziert, woraus nach unserer Berechnung ein Ergebnis je Aktie zwischen 7 und 9 Cent resultieren würde.

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 prüft der Vorstand derzeit insbesondere Optionen zu Übernahmen von Unternehmen oder Kundenstämmen in den Segmenten ITK und SHK.

Insgesamt liegt der Fokus von 3U dabei weiterhin auf drei Megatrends:

#### **ITK: Digitalisierung**

Im Segment ITK steht der Megatrend Digitalisierung insbesondere im Bereich des Mittelstands im Mittelpunkt. Da sich Deutschland mit einem Digitalisierungsgrad von weniger als 55 Prozent im europäischen Vergleich nur im unteren Mittelfeld bewegt, sieht 3U hier noch deutliches Potenzial.

In 2023 wird in dem Segment bei einem stabilen Umsatzniveau mit einem weiteren Ergebniszuwachs gerechnet. Dabei wird zwar für den Bereich Voice Retail, der auf Basis der im letzten Jahr verlängerten Möglichkeit zum Angebot von Call-by-Call- und Preselection-Nummern bis Ende 2024 fortgeführt werden kann, eine weiter rückläufige Entwicklung erwartet.

Dem sollen jedoch Zuwächse in den Bereichen Voice Business Customer und Data Center Services & Operation (DCS&O) gegenüberstehen. So konnte im Bereich Voice Business Customer die 3U TELECOM GmbH im März dieses Jahres zwei neue internationale Geschäftskunden für ihr Next-Generation-Network, das zu den technologisch führenden Telefonnetzen in Deutschland zählt, gewinnen.

Im Bereich DCS&O sieht der Vorstand neben einer weiter steigenden Auslastung der Rechenzentren und dem Ausbau der IT-Dienstleistungspalette das größte Wachstumspotenzial in dem noch jungen Geschäftsfeld Managed Services. Mit den dort angebotenen „Rundum-sorglos-Paketen“ für die gesamte Kommunikations- und Dateninfrastruktur vor allem mittelständischer Unternehmen soll ein wachsender Anteil wiederkehrender Erlöse generiert werden. Zudem sind – wie erwähnt – im Segment ITK auch Zukäufe von Unternehmen oder Kundenstämmen denkbar.

### **EE: Erneuerbare Energien**

Da die Witterungsverhältnisse naturgemäß nicht kalkulierbar sind, basieren die Planungen im Segment EE auf langjährigen Durchschnittswerten bei Windaufkommen und Sonneneinstrahlung. Dabei konnten für die Windparks Roge und Klostermoor mit Nennleistungen von 6,0 und 14,4 MW für 2023 gegenüber dem Vorjahr nochmals höhere Stromvergütungen ausgehandelt werden. Für den Windpark Langendorf mit einer Nennleistung von 22,5 MW wurde eine Vergütung zu jeweils aktuellen Marktpreisen vereinbart. Der Solarpark Adelebsen mit einer Nennleistung von 10,1 MW fällt noch bis 2032 unter die EEG-Einspeisevergütung.

Angesichts der verbesserten Windpark-Konditionen geht der Vorstand im aktuellen Geschäftsjahr selbst im Fall eines unterdurchschnittlichen Windaufkommens von einem deutlichen Anstieg von Segment-Erlösen, -EBITDA und -Ergebnis aus. Hinsichtlich des beantragten Repowerings beim Windpark Langendorf mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 40 Mio. Euro wird im laufenden zweiten Quartal die Erteilung der behördlichen Genehmigung erwartet. Im Zuge der für das Jahr 2025 geplanten Inbetriebnahme soll sich der dortige Stromertrag dann verdreifachen. Bezüglich der anderen beiden Windparks werden aktuell ebenfalls Möglichkeiten von Repowering-Maßnahmen geprüft.

Generell sollte das Segment künftig noch in zunehmendem Maße von der Energiewende und damit vom Megatrend Erneuerbare Energien profitieren, da sich die Rahmenbedingungen für Projektentwicklungen und Repowering-Maßnahmen nun sukzessive verbessern sollen. Denn der Nettozubau von Windkraftanlagen an Land bewegte sich in Deutschland 2022 mit rund 2,4 GW noch deutlich unter dem jährlichen Zubauziel der Bundesregierung von mehr als 4,5 GW. Und um die Klimaziele zu erreichen, müssten in den nächsten acht Jahren jeweils Windkraftanlagen mit einer Nennleistung von 7,1 GW an Land errichtet werden.

### **SHK: Onlinehandel / Energiewende**

Das Segment SHK adressiert mit Haustechnikprodukten mit einem Schwerpunkt auf klimaneutrale Technologien sowohl den Megatrend Onlinehandel als auch ebenfalls den Megatrend Erneuerbare Energien/Energiewende. Dabei sollten sich der infolge von Handwerkerangel und Inflation anhaltende Trend zum Selbermachen sowie die in den nächsten Jahren anstehende Umstellung von Millionen deutschen Heizungsanlagen auf CO<sub>2</sub>-neutrale Wärmeerzeugung positiv auswirken.

Der von der Selfio GmbH betriebene Onlinehandel mit Systemen und Produkten der Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik unterstützt Bauherren, Heimwerker und Handwerker unter dem Slogan „Do it yourself – aber do it richtig!“ mit einem breiten Planungs- und Beratungsangebot. Dabei wurde der Online-Shop selfio.de zuletzt im Rahmen des Kunden-Awards der Deutschen Gesellschaft für Verbraucherstudien mbH (DtGV) unter den Online-Anbietern für Heiztechnik in der Kategorie „Kundenzufriedenheit“ mit dem ersten Platz und beim „Preis-Leistungs-Verhältnis“ mit dem dritten Platz ausgezeichnet.

Die PELIA Gebäudesysteme GmbH hat jüngst ein Patent für ein selbst entwickeltes CO<sub>2</sub>-neutrales Heizsystem angemeldet. Dabei wird das auf einer Wärmepumpe basierende Komplettsystem industriell vormontiert geliefert, so dass die Installationszeit vor Ort auf etwa ein Drittel reduziert werden kann. Die Markteinführung ist für Mitte dieses Jahres geplant. Aufgrund des eigenen Fertigungsanteils erwartet der Vorstand hier auch positive Effekte auf die Margensituation im SHK-Bereich.

Insgesamt wird für das Segment im laufenden Geschäftsjahr eine weitere Beschleunigung des Umsatzwachstums prognostiziert. Zusätzliche Impulse soll neben dem bewährten Online-Marketing und einem weiteren Ausbau der Beratungsleistungen auch die Ausweitung des Angebotsspektrums auf Elektroprodukte liefern. Skaleneffekte sowie kontinuierliche Optimierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen sollen dabei zu leichten Steigerungen bei Segment-EBITDA und -Ergebnis führen, wobei jedoch ein weiterhin negatives Ergebnis avisiert wird. Wie erwähnt, werden darüber hinaus auch bei SHK Akquisitionsmöglichkeiten geprüft. Dabei bilden zur Finanzierung eines beschleunigten Wachstums perspektivisch auch Börsengänge eine Option.

### **GSC-Schätzungen aktualisiert**

Auf Basis der Erfolgsrechnung der fortgeführten Aktivitäten für 2022 unter Berücksichtigung des Wegfalls der darin noch anteilig enthaltenen Effekte aus der InnoHubs-Beteiligung sowie der Guidance für das aktuelle Geschäftsjahr haben wir unsere Schätzungen angepasst. Dabei haben wir unsere Erwartungen für 2023 umsatzseitig in der Mitte und bei den Ergebniskennziffern unter Vorsichtsaspekten in der unteren Hälfte der jeweiligen Prognosebandbreiten angesetzt.

Konkret verorten wir bei einem organischen Umsatzwachstum von 14,3 Prozent auf 57,5 Mio. Euro das EBITDA bei 6,5 Mio. Euro, was eine Marge von 11,2 Prozent bedeuten würde. Darauf aufbauend sehen wir den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bei 2,8 Mio. Euro. Infolge der Ausübung von Optionen aus dem Aktienoptionsprogramm für Beschäftigte und Führungskräfte von 3U hat sich die Aktienanzahl zwischenzeitlich erhöht. Auf dieser Grundlage schätzten wir das Ergebnis je Anteilsschein auf 0,08 Euro.

Im Geschäftsjahr 2024 sehen wir dann bei einem weiteren deutlichen Anstieg der Konzern Erlöse auf 64,0 Mio. Euro das EBITDA bei 7,6 Mio. Euro sowie das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter bei 3,4 Mio. Euro bzw. 0,09 Euro je Aktie. Dabei erwarten wir für beide Jahre unverändert eine Dividendenzahlung in Höhe von 0,05 Euro je Anteilsschein.

### **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.

Hinsichtlich der Windkraft- und Solaranlagen, deren Nennleistung sich einschließlich verschiedener kleinerer Photovoltaik-Anlagen insgesamt auf rund 54 MW beläuft, setzen wir dabei gemäß Erfahrungswerten aus der Branche unverändert 1 MW mit einem Substanzwert von 1 Mio. Euro an, wobei wir die jeweiligen Beteiligungsquoten berücksichtigen.

Angesichts der im Zuge der beschleunigten Energiewende deutlich gestiegenen Relevanz von Erneuerbare-Energien-Anlagen sowie der hohen technischen Verfügbarkeit der 3U-Anlagen, die sich nach unseren letzten Informationen im Bereich um 99 Prozent bewegt, reduzieren wir dabei jedoch nun unseren Sicherheitsabschlag von 15 auf 10 Prozent. Auf dieser Basis ergibt sich hier jetzt ein um gut 2 auf knapp 42 Mio. Euro erhöhter Wertansatz.

Bezüglich der Logistikkimmobilie in Koblenz nehmen wir auf die inklusive des Grundstückskaufpreises von 1 Mio. Euro mit rund 11,5 Mio. Euro angegebenen Gesamtgestehungskosten weiterhin einen bei Gewerbeobjekten banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vor, woraus hier unverändert ein Wertansatz von knapp 7 Mio. Euro resultiert.

Bei der Bewertung des zuletzt mit 3,0 Mio. Euro bilanzierten Goldbestands berücksichtigen wir die aktuelle Goldpreisentwicklung, so dass sich hier unverändert ein Wertansatz von 3,2 Mio. Euro ergibt. Darüber hinaus beziehen wir die zum Bilanzstichtag ausgewiesene Netto-Cash-Position des 3U-Konzerns in Höhe von 173,2 Mio. Euro in unsere Bewertung ein.

Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen SOTP-Wert von rund 225 (bisher 222) Mio. Euro ermittelt. Infolge der Ausübung von Optionen aus dem Aktienoptionsprogramm für Beschäftigte und Führungskräfte der 3U HOLDING AG hat sich die Aktienanzahl seit unserem letzten Research um 1.386.498 Anteilsscheine erhöht. Vor diesem Hintergrund hat sich der SOTP-Wert je 3U-Aktie von 6,30 auf 6,14 Euro ermäßigt.

Angesichts der seit Jahresbeginn wieder etwas aufgehellten makroökonomischen Aussichten, die sich auch in der Kapitalmarktentwicklung der letzten Monate widerspiegeln, nehmen wir unseren Sicherheitsabschlag auf den SOTP-Wert jedoch nun von rund 10 auf etwa 5 Prozent zurück. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert der 3U-Aktie aktuell im Bereich um 5,80 Euro und erhöhen unser Kursziel dementsprechend abermals leicht von 5,70 auf 5,80 Euro.

Dabei sind nach wie vor die 3U-Beteiligungen in den Segmenten ITK und SHK mangels derzeit für eine Bewertung ausreichender Informationen nicht in unser SOTP-Modell eingeflossen. Im Zuge der vom Vorstand avisierten Erhöhung der Transparenz im SHK-Bereich ist hier jedoch bei Publikation entsprechender (Plan-)Daten eine künftige Berücksichtigung insbesondere der beiden wichtigsten SHK-Unternehmen Selfio GmbH und PELIA Gebäudesysteme GmbH denkbar.

### **Fazit**

Der erklärte Unternehmenszweck der 3U HOLDING AG liegt in der Erreichung einer nachhaltigen Wertsteigerung im Interesse ihrer Anteilseigner und aller übrigen Stakeholder. Dieses Ziel hat die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 überaus erfolgreich erfüllt. So konnten mit den Verkäufen der Beteiligungen an der weclapp SE und der InnoHubs GmbH erhebliche Wertsteigerungen im Portfolio realisiert werden. Insgesamt wurden dabei bei einem Mitteleinsatz von rund 24 Mio. Euro – zusätzlich zu zwischenzeitlich generierten Erträgen – Nettoerlöse von mehr als 160 Mio. Euro vereinnahmt.

Neben den beiden Transaktionen, die das Zahlenwerk für 2022 maßgeblich geprägt haben, verlief aber auch die operative Entwicklung der fortgeführten Aktivitäten in allen drei Segmenten positiv. An dem außerordentlichen Erfolg des vergangenen Geschäftsjahres sollen die Aktionäre mit einer Dividende in Höhe von sage und schreibe 3,20 Euro je Anteilsschein teilhaben.

Infolge der erheblichen Mittelzuflüsse aus den Beteiligungsverkäufen stellten sich die Bilanzverhältnisse des 3U-Konzerns mit einer Eigenkapitalquote von knapp 87 Prozent und einer Nettoliquidität von über 173 Mio. Euro zum Geschäftsjahresende äußerst komfortabel dar. Auch nach der geplanten Dividendenausschüttung von gut 117 Mio. Euro werden noch umfangreiche finanzielle Mittel verbleiben. Diese stehen sowohl für Investitionen in das organische Wachstum als auch für mögliche Zukäufe zur Verfügung.

Dabei liegt der klare Fokus auf dem Segment SHK, wobei im Zuge des geplanten weiteren starken Wachstums – wie seinerzeit bei weclapp – auch die Möglichkeit eines zukünftigen Börsengangs in Betracht gezogen wird. Insofern ist perspektivisch eine mit der weclapp-Transaktion vergleichbare Erfolgsstory in einigen Jahren auch durchaus bei der Selfio GmbH und/oder der PELIA Gebäudesysteme GmbH denkbar.

Aber auch darüber hinaus bleiben wir zuversichtlich, dass die 3U HOLDING AG mit ihren auf die Digitalisierung im Mittelstand, Erneuerbare Energien und den Onlinehandel ausgerichteten Geschäftsmodellen auch zukünftig getreu ihrem Motto „Erfolgreich in Megatrends“ agieren wird.

Seit unserer letzten „Kaufen“-Empfehlung aus Mitte November hat die 3U-Aktie dem investierten Anleger einen kräftigen Kursgewinn von 30 Prozent beschert. Dabei wurde jüngst auch unser letztes Kursziel von 5,70 Euro erreicht bzw. kurzzeitig sogar überschritten. Auf Basis unserer aktualisierten Sum-of-the-Parts-Bewertung billigen wir dem Papier derzeit noch ein Potenzial bis in den Bereich um 5,80 Euro zu. Daher empfehlen wir, den Anteilsschein der 3U HOLDING AG weiterhin zu „Halten“.



## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>3U HOLDING AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2020		2021		2022		2023e		2024e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>61,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>55,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>62,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>57,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>64,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,4%		12,0%		-8,2%		11,3%	
Andere Erträge	5,3	8,7%	17,7	31,6%	175,7	280,4%	2,0	3,5%	2,0	3,1%
Veränderung zum Vorjahr			231,1%		894,3%		-98,9%		0,0%	
Bestandsveränd. / Akt. Eigenleistungen	-0,2	-0,4%	1,0	1,9%	1,2	2,0%	0,5	0,9%	0,5	0,8%
Veränderung zum Vorjahr			574,7%		16,8%		-59,2%		0,0%	
Materialaufwand	33,2	54,4%	29,3	52,3%	32,9	52,6%	37,3	64,8%	41,5	64,8%
Veränderung zum Vorjahr			-11,8%		12,5%		13,1%		11,3%	
<b>Rohergebnis</b>	<b>33,0</b>	<b>54,0%</b>	<b>45,4</b>	<b>81,1%</b>	<b>206,6</b>	<b>329,8%</b>	<b>22,7</b>	<b>39,5%</b>	<b>25,0</b>	<b>39,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			37,6%		355,4%		-89,0%		10,1%	
Personalaufwand	13,1	21,5%	15,0	26,8%	19,6	31,3%	8,6	14,9%	9,0	14,0%
Veränderung zum Vorjahr			14,3%		30,8%		-56,2%		4,4%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,3	13,6%	19,1	34,2%	21,4	34,2%	7,7	13,4%	8,5	13,3%
Veränderung zum Vorjahr			129,9%		12,1%		-64,1%		10,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>11,6</b>	<b>18,9%</b>	<b>11,3</b>	<b>20,1%</b>	<b>165,6</b>	<b>264,3%</b>	<b>6,5</b>	<b>11,2%</b>	<b>7,6</b>	<b>11,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-2,5%		1370,0%		-96,1%		17,1%	
Abschreibungen	5,6	9,2%	4,5	8,1%	4,5	7,2%	3,3	5,7%	3,4	5,3%
Veränderung zum Vorjahr			-19,7%		0,0%		-26,8%		3,0%	
<b>EBIT</b>	<b>5,9</b>	<b>9,7%</b>	<b>6,8</b>	<b>12,1%</b>	<b>161,1</b>	<b>257,1%</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		2282,6%		-98,0%		31,8%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,7	-1,1%	-0,5	-0,8%	-0,1	-0,2%	0,7	1,2%	0,5	0,8%
Veränderung zum Vorjahr			30,4%		75,8%		714,0%		-28,6%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,3</b>	<b>8,6%</b>	<b>6,3</b>	<b>11,2%</b>	<b>161,0</b>	<b>256,9%</b>	<b>3,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>4,7</b>	<b>7,3%</b>
Steuerquote	24,7%		35,7%		1,0%		27,5%		27,5%	
Ertragssteuern	1,3	2,1%	2,2	4,0%	1,6	2,5%	1,1	1,8%	1,3	2,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,0</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,0</b>	<b>7,2%</b>	<b>159,4</b>	<b>254,4%</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		3843,6%		-98,2%		20,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,7		1,1		0,4		0,0 *		0,0 *	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2%</b>	<b>159,0</b>	<b>253,7%</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-10,7%		5350,4%		-98,2%		20,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	34,489		35,314		35,339		36,993		36,701	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,09</b>		<b>0,08</b>		<b>4,50</b>		<b>0,08</b>		<b>0,09</b>	

\* = Anteile Dritter bestehen, liegen aber unter der Ausweisgrenze von 0,1 Mio €

**Hinweis:** Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

## **Aktionärsstruktur**

Herr Michael Schmidt (Aufsichtsrat)	25,00%
Übriger Aufsichtsrat	3,95%
Vorstand	1,20%
Streubesitz	69,85%

## **Termine**

10.05.2023	Zahlen erstes Quartal 2023
15.05.2023	Ordentliche Hauptversammlung in Marburg
14.08.2023	Halbjahreszahlen 2023
08.11.2023	Zahlen drittes Quartal 2023

## **Kontaktadresse**

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

E-Mail: [info@3u.net](mailto:info@3u.net)

Internet: [www.3u.net](http://www.3u.net)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Dr. Joachim Fleing

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

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

E-Mail: [ir@3u.net](mailto: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
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 €
26.11.2021	4,41 €	Halten	4,50 €
23.08.2021	3,35 €	Kaufen	4,00 €
26.05.2021	3,25 €	Kaufen	3,85 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	71,4%	89,5%
Halten	26,6%	10,5%
Verkaufen	2,0%	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](http://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.