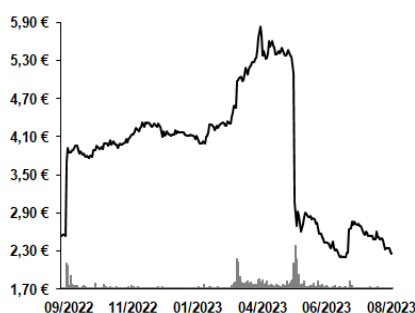


Akt. Kurs (30.08.2023, 14:57, Xetra): 2,30 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **2,90 (2,85) EUR**

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

	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	5,86 €	2,17 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,30 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	36.705.514	
<b>Streubesitz:</b>	73,9%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	84,4 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2021	2022	2023e	2024e
<b>Umsatz</b>	55,9	62,7	56,0	64,5
<i>bisher</i>	---	---	57,0	64,0
<b>EBIT</b>	6,8	161,1	3,1	4,0
<i>bisher</i>	---	---	---	3,6
<b>Jahresüb.</b>	2,9	159,0	3,1	3,1
<i>bisher</i>	---	---	3,3	3,3
<b>Erg./Aktie</b>	0,08	4,50	0,09	0,09
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,05	3,20	0,05	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	1,9%	>100%	2,2%	2,2%
<b>KGV</b>	27,8	0,5	26,8	27,0

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 sowie Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnik (SHK). Dabei ist die Gruppe mit Konzernsitz in Marburg und zukünftig knapp 200 Beschäftigten vor allem in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

#### Anlagekriterien

##### Einbruch in der Baubranche bremst Wachstum im zweiten Quartal 2023

Bekanntlich bildet neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Vermögensgegenständen einen festen Bestandteil des Geschäftsmodells der 3U HOLDING AG. In diesem Zusammenhang hatte die Gesellschaft zum 30. September 2022 ihre Beteiligung am Teilkonzern der weclapp SE veräußert. Vor diesem Hintergrund beziehen sich die nachfolgend genannten Vorjahreszahlen im Sinne der besseren Vergleichbarkeit auf die fortgeführten Aktivitäten.

Auf dieser Basis verlief die Entwicklung in den margenstarken Segmenten ITK und Erneuerbare Energien im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2023 weiterhin positiv, während sie im Segment SHK durch den Einbruch in der Baubranche beeinträchtigt wurde (nähere Einzelheiten siehe Seite 2). Da auf Halbjahresbasis vor Überleitungseffekten auf SHK mit 58,7 (Vj. 60,7) Prozent der Löwenanteil der Konzernerlöse entfiel, während ITK 25,2 (24,0) Prozent und Erneuerbare Energien 17,3 (16,4) Prozent beisteuerten, resultierte daraus im Sechsmonatszeitraum insgesamt ein geringfügiger Rückgang des Konzernumsatzes von 25,36 auf 25,09 Mio. Euro.

Zudem waren im Vorjahr sonstige betriebliche Erträge von 9,01 Mio. Euro angefallen, die hauptsächlich aus der Vermarktung von Teilflächen der Würzburger InnoHubs-Immobilie resultierten. Da die Beteiligung an der InnoHubs GmbH zum 1. September 2022 veräußert wurde und die entsprechenden Einnahmen daher nun entfielen, stand hier jetzt nur noch ein Wert von 0,84 Mio. Euro in den Büchern.

Infolge des im Vorjahresvergleich etwas geringeren Umsatzanteils von SHK ging die Materialaufwandsquote auf 62,8 (63,4) Prozent zurück. Dagegen stieg die Personalaufwandsquote von 15,9 auf 16,7 Prozent. Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren im Vorjahr noch die Kosten im Zusammenhang mit der InnoHubs-Vermarktung verbucht worden. Daher reduzierte sich der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz nun im Berichtszeitraum signifikant auf 14,3 (33,2) Prozent.

In Summe kam es maßgeblich aufgrund des Wegfalls der InnoHubs-Effekte beim EBITDA zu mehr als einer Halbierung auf 2,59 (5,99) Mio. Euro. Dabei schrumpfte auch die EBITDA-Marge von 23,6 auf 10,3 Prozent. Unter Ausklammerung der sonstigen Aktivitäten und Überleitungseffekte lag das EBITDA der drei operativen Segmente jedoch mit 4,57 Mio. Euro nur leicht unter dem Vorjahresniveau von 4,79 Mio. Euro. Bei nahezu unveränderten Abschreibungen von 1,69 (1,67) Mio. Euro belief sich das EBIT auf 0,89 (4,32) Mio. Euro.

Das Finanzergebnis verbesserte sich infolge des hohen Cash-Bestands massiv von minus 0,14 auf plus 1,44 Mio. Euro. Bei einem geringeren Steueraufwand von 0,45 (1,19) Mio. Euro sowie Anteilen Dritter von 0,28 (0,52) Mio. Euro kam unter dem Strich schließlich ein Periodenergebnis von 1,60 (2,47) Mio. Euro bzw. 0,04 (0,07) Euro je Aktie zum Ausweis.

### **Differenzierte Entwicklung auf Segmentebene**

Das Segment ITK erzielte im ersten Halbjahr 2023 ein Umsatzwachstum von 4,2 Prozent auf 6,33 (Vj. 6,08) Mio. Euro. Innerhalb des Geschäftsbereichs Telekommunikation gingen die Erlöse dabei im Teilbereich Voice Retail (B2C) erwartungsgemäß auf 0,72 (0,89) Mio. Euro zurück, während sie im Teilbereich Voice Business (B2B) auf 3,77 (3,61) Mio. Euro zulegten. Weiterhin sehr dynamisch wuchs der Geschäftsbereich Data Center & Managed Services mit einer Umsatzsteigerung um 46,2 Prozent auf 1,06 (0,72) Mio. Euro. Zudem fielen Erlöse aus dem Handel mit Softwarelizenzen von 0,46 (0,45) Mio. Euro an. Aufgrund der höheren Umsatzbasis mit einem zunehmenden Anteil marginstarker wiederkehrender Dienstleistungserlöse bei gleichzeitigen Effizienzsteigerungen kletterte das Segment-EBITDA deutlich überproportional um 13,9 Prozent auf 1,80 (1,58) Mio. Euro. Damit einher ging auch eine Verbesserung der EBITDA-Marge von 26,1 auf 28,5 Prozent. Das Segmentergebnis erhöhte sich ebenfalls kräftig um 19,1 Prozent auf 1,63 (1,37) Mio. Euro.

Im Segment Erneuerbare Energien kletterte der Umsatz um 4,6 Prozent auf 4,34 (4,15) Mio. Euro. Dabei wirkten sich zwar um 15 Prozent unter dem Vorjahresniveau gebliebene Erträge aus Wind- und Sonnenkraft sowie der sechswöchige Ausfall einer Windenergieanlage im Windpark Roge im ersten Quartal belastend aus. Diese negativen Effekte konnten jedoch durch die verbesserten Konditionen insbesondere der für 2023 ausgehandelten Stromlieferverträge bei den Windparks Klostermoor und Roge überkompensiert werden. Beim Windpark Langendorf richtet sich die Vergütung dagegen nach aktuellen Spotmarktpreisen und der Solarpark Adelebsen unterliegt bis 2032 der EEG-Einspeisevergütung. Vor allem infolge der Reparaturkosten in Roge gab das Segment-EBITDA leicht auf 3,21 (3,27) Mio. Euro nach. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 73,9 (78,8) Prozent. Bei gestiegenen Belastungen bei Abschreibungen, Finanzergebnis und Steuern sowie höheren Anteilen Dritter verringerte sich das Segmentergebnis auf 0,97 (1,60) Mio. Euro.

Das Segment SHK konnte sich der massiven Schwäche in der Baubranche, die durch die Unsicherheiten infolge der politischen Diskussionen um das Heizungsgesetz noch verstärkt wurde, nicht vollständig entziehen. Dabei fiel das Minus bei den Erlösen mit 4,4 Prozent auf 14,72 (15,40) Mio. Euro jedoch im Vergleich zum Branchenumfeld noch moderat aus. Aufgrund der mit dem geringeren Umsatzniveau verbundenen niedrigeren Deckungsbeiträge verringerte sich das Segment-EBITDA ebenfalls auf minus 0,44 (-0,06) Mio. Euro. Infolge eines gesunkenen Finanzergebnisses reduzierte sich das Segmentergebnis noch etwas stärker auf minus 1,11 (-0,53) Mio. Euro.

Im Bereich sonstige Aktivitäten/Überleitung werden die Aktivitäten auf Holding-Ebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung abgebildet. Vor Überleitungseffekten fielen hier hauptsächlich aus Managementleistungen im Konzern resultierende Umsätze von 0,94 (0,96) Mio. Euro an. Der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen sank infolge des Wegfalls der InnoHubs-Effekte von plus 1,93 auf minus 1,31 Mio. Euro. So drehte auch das EBITDA der sonstigen Aktivitäten mit minus 1,75 (1,44) Mio. Euro deutlich ins negative Terrain. Einschließlich Überleitungseffekten führten der hohe Cash-Bestand und das gestiegene Zinsniveau jedoch zu einem massiven Anstieg des Finanzergebnisses auf 2,20 (0,26) Mio. Euro. So fiel auch das Ergebnis des Bereichs mit 0,12 (-0,04) Mio. Euro leicht positiv aus.

### **Unternehmensprognose weiterhin bestätigt**

In den Segmenten ITK und Erneuerbare Energien rechnet der Vorstand in der zweiten Jahreshälfte 2023 mit weiterem Wachstum. Im Segment SHK blieb die Entwicklung zwar im zweiten Quartal auch infolge der Debatten um das Heizungsgesetz hinter den Erwartungen zurück, was auch in den Halbjahreszahlen Spuren hinterließ. Angesichts der Ausrichtung auf die Megatrends Onlinehandel und klimafreundliche Technologien bewertet das Management die Aussichten im SHK-Bereich aber unverändert als sehr positiv. Dabei werden nach dem starken Einbruch in der Baubranche auch im weiteren Jahresverlauf gewisse Nachholeffekte erwartet.

Zusätzliche Impulse liefern soll dabei auch das selbst entwickelte und zum Patent angemeldete CO<sub>2</sub>-neutrale Heizsystem ThermCube ([www.thermcube.de](http://www.thermcube.de)), dessen Vermarktung am 16. August 2023 mit einem YouTube-Live-Event startete. Die aktuell in vier Varianten für Privatkunden (Selfio) und Geschäftskunden (PELIA) angebotene modulare „All-in-One-Wärmepumpen-Heizung im Schrank“ wird industriell vormontiert geliefert, so dass sich die Installationszeit vor Ort je nach Ausführung um bis zu 80 Prozent reduziert. Auch der Aufwand für Planung, Konfiguration und Beschaffung kann deutlich verringert werden. Zu weiteren Einzelheiten verweisen wir auf unseren ausführlichen HV-Bericht vom 7. Juni 2023.

Insgesamt hat der Vorstand daher unter der Prämisse, dass sich die gesamtwirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen nicht weiter verschlechtern, seine bisherige Guidance erneut bestätigt. Somit wird weiterhin bei einem Konzernumsatz im Bereich zwischen 55,0 und 60,0 Mio. Euro ein EBITDA von 6,0 bis 8,0 Mio. Euro sowie ein Konzernergebnis von 2,5 bis 3,5 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Dies würde nach unserer Berechnung unter Berücksichtigung der aktuellen gewichteten Aktienanzahl ein EPS von 7 bis 10 Cent bedeuten.

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

### **MISSION 2026 soll signifikante Wertpotenziale heben**

Nach der Veräußerung der weclapp-Beteiligung, mit der eine erhebliche Wertsteigerung im Portfolio realisiert werden konnte (zu näheren Details siehe unser Research vom 13.09.2022), hat der Vorstand nun Mitte Juli 2023 mit der MISSION 2026 die wesentlichen Eckpunkte seiner weiterentwickelten Wachstums- und Wertestrategie vorgestellt. In diesem Rahmen soll der 3U-Konzern unter dem Motto „wachstumsstark und wertvoll“ weiterhin auf dynamisches Wachstum bei gleichzeitiger nachhaltiger Ertrags- und Wertsteigerung ausgerichtet werden.

Dabei liegt der Fokus unverändert auf den drei Megatrends Onlinehandel mit dem Schwerpunkt klimafreundliche Technologien (SHK), Erneuerbare Energien sowie Digitalisierung im Mittelstand (ITK). Im Zuge dessen wurden in den drei operativen Segmenten Wachstumsinitiativen definiert, mittels derer bis Ende 2026 bei einem Gesamtinvestitionsvolumen von über 220 Mio. Euro und einem Eigenmittelanteil von gut 50 Prozent Wertpotenziale in einer Größenordnung von 510 bis 620 Mio. Euro gehoben werden sollen:

SHK:

Im Segment SHK mit den beiden größten Einzelgesellschaften Selfio GmbH (B2C, rd. 75 Prozent der Segmenterlöse) und PELIA Gebäudesysteme GmbH (B2B, rd. 25 Prozent) wird bis 2026 eine Ausweitung des Umsatzvolumens von derzeit etwa 30 auf über 150 Mio. Euro angestrebt. Dabei will man zum einen vom massiven Rückenwind durch die gesetzlich vorgeschriebene Wärmewende und den anhaltenden Fachkräftemangel profitieren. Zum anderen soll das organische Wachstum durch den kontinuierlichen Ausbau des Produktangebots und die Erschließung neuer Marktsegmente wie der Fertighausindustrie oder im Bereich CO<sub>2</sub>-neutrales Heizen vorangetrieben werden. Darüber hinaus bilden auch Akquisitionen mit einem budgetierten Volumen von 80 bis 100 Mio. Euro einen festen Bestandteil der Wachstumsstrategie.

Dabei soll die EBITDA-Marge durch Effizienzsteigerungen, Skaleneffekte und die sukzessive Erhöhung des Eigenmarkenanteils auf bis zu 8 Prozent gehievt werden. Unter der Prämisse entsprechender Marktbedingungen wird zudem bis 2025 – vergleichbar mit der äußerst erfolgreichen weclapp-Transaktion – ein Börsengang oder eine Veräußerung der Selfio GmbH angestrebt. Auf dieser Basis sieht der Vorstand im Segment SHK ein realisierbares Wertpotenzial im Bereich von 300 bis 350 Mio. Euro.

Erneuerbare Energien:

Im Segment Erneuerbare Energien soll die derzeitige Nennleistung der Wind- und Solarparks von 53 MW durch Repowering-Maßnahmen und Projektentwicklungen im Windpark-Portfolio ab 2025 sukzessive auf 150 bis 200 MW ausgebaut werden. In diesem Rahmen wurde beim Windpark Langendorf bereits Mitte 2022 ein teilweises Repowering beantragt, wodurch die dortige Nennleistung von 22,5 auf 43 MW gesteigert werden soll. Darüber hinaus ist nun auch beim Windpark Klostermoor ein Repowering geplant, um die Nennleistung hier von 6 auf 21 MW zu erweitern. Zudem ist bis 2026 die Errichtung von zwei neuen Windparks vorgesehen. Bei vollständiger Umsetzung der geplanten Vorhaben mit einem budgetierten Finanzierungsvolumen von über 150 Mio. Euro und einem Eigenmitteleinsatz von 10 bis 20 Prozent beziffert der Vorstand das realisierbare Wertpotenzial auf 150 bis 200 Mio. Euro.

ITK:

Im Segment ITK, wo sich die 3U zunehmend als Partner bei der Digitalisierung im Mittelstand positioniert, liegt der Fokus auf dem weiteren Ausbau des sehr gut angenommenen Geschäftsfelds Managed Services durch organisches Wachstum und eigenfinanzierte Akquisitionen. Im Zuge dessen sollen auch die wiederkehrenden Erlöse aus den zugrunde liegenden Dienstleistungsverträgen mit Laufzeiten von bis zu zehn Jahren weiter steigen. Darüber hinaus erwirtschaften auch die übrigen Geschäftsbereiche stabile Cashflows. Insgesamt soll sich die EBITDA-Marge des Segments weiterhin nachhaltig auf dem Niveau von 25 bis 30 Prozent bewegen. In Summe resultiert daraus aus Vorstandssicht ein realisierbares Wertpotenzial in einer Größenordnung von 60 bis 70 Mio. Euro.

**Erste Akquisition im Rahmen der MISSION 2026 vollzogen**

Heute konnte die 3U HOLDING AG nun bereits den ersten Zukauf im Rahmen der MISSION 2026 vermelden: Mit Wirkung zum heutigen Tage wird das Segment ITK durch die vollständige Übernahme der cs-Gruppe, bestehend aus der cs communication systems GmbH und der cs network GmbH, gestärkt. Das 1990 gegründete mittelständische Systemhaus mit knapp 50 Beschäftigten und Sitz in Pleidelsheim bei Stuttgart sowie Standorten in Nürnberg und Leipzig bietet unter der Marke „citrus“ Produkte, Lösungen und Dienstleistungen in der Kommunikations- und Datentechnik an.

Besondere Schwerpunkte der auf Telekommunikationsanlagen, Cloud-Lösungen sowie Netz- und Glasfasertechnik spezialisierten cs-Gruppe bilden dabei die Migration von Telekommunikationsanlagen in die Cloud sowie die Anbindung der internen und externen Kommunikation ihrer Kunden an Microsoft Teams. Zudem werden umfangreiche Dienstleistungen offeriert, die sich von Beratung und Projektierung über Verkauf, Vermietung und Vermittlung von Leasingverträgen für Telekommunikations-Hard- und -Software bis hin zu Installation, Wartung und Betreuung von Kommunikationslösungen und Netzwerken erstrecken.

Kundenseitig liegt der Fokus der cs-Gruppe auf mittelständischen Unternehmen und öffentlichen Verwaltungen mit 20 bis 300 Büroarbeitsplätzen. Das im Markt etablierte Systemhaus mit gut ausgebildeten Fachkräften und rund 400 Bestandskunden erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2022 einen profitablen Umsatz von 8,2 Mio. Euro.

Wie im Rahmen der MISSION 2026 definiert, baut die 3U HOLDING AG mit der eigenfinanzierten, im Zuge einer Nachfolgeregelung erfolgten Akquisition ihr ITK-Lösungsportfolio insbesondere im Geschäftsfeld Managed Services weiter aus. Dabei werden die cs-Marken fortgeführt. Zudem stärkt die Übernahme auch die regionale 3U-Präsenz im süddeutschen Raum.

### **GSC-Schätzungen berücksichtigen Zukauf**

Auf Grundlage der Halbjahreszahlen sowie der heute vermeldeten, ab September in das 3U-Zahlenwerk einfließenden Akquisition haben wir unsere Schätzungen aktualisiert. Angesichts der eingetrübten Aussichten hinsichtlich der konjunkturellen Entwicklung im Allgemeinen und der Baubranche im Besonderen haben wir dabei unsere Umsatz- und EBITDA-Erwartungen für 2023 jeweils in der unteren Hälfte der unternehmensseitigen Prognosekorridore angesetzt.

Konkret sehen wir nun im laufenden Geschäftsjahr bei Konzern Erlösen von 56,0 Mio. Euro das EBITDA bei 6,5 Mio. Euro. Dies würde einer EBITDA-Marge von 11,5 Prozent entsprechen. Darauf aufbauend schätzen wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter auf 3,1 Mio. Euro bzw. 0,09 Euro je Aktie.

Im Geschäftsjahr 2024, in dem die cs-Gruppe erstmals ganzjährig in den Konzernzahlen enthalten sein wird, erwarten wir jetzt bei Umsatzerlösen von 64,5 Mio. Euro eine merkliche Steigerung des EBITDA auf 7,5 Mio. Euro. Dies würde auch eine leichte Verbesserung der EBITDA-Marge auf 11,6 Prozent bedeuten. Da sich die Barliquidität im zweiten Quartal 2023 vor allem aufgrund der Dividendenzahlung erheblich reduziert hat und im Zusammenhang mit dem aktuellen Zukauf sowie den geplanten Investitionen von weiteren Mittelabflüssen auszugehen ist, veranschlagen wir das Finanzergebnis allerdings deutlich unter dem Vorjahresniveau. Daher verorten wir insgesamt den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter mit 3,1 Mio. Euro bzw. 0,09 Euro je Aktie auf dem letztjährigen Level.

Im Rahmen der MISSION 2026 hat die Gesellschaft ihre aktionärsfreundliche Dividendenpolitik, die eine Ausschüttung von rund 50 Prozent des Jahresergebnisses vorsieht, weiterhin bestätigt. Dabei kann die Dividende im Fall erfolgreicher Wertrealisierungen wie zuletzt bei der weclapp-Beteiligung, wo über 70 Prozent des EPS an die Anteilseigner ausgezahlt wurden, auch deutlich höher ausfallen. Daher und angesichts des Commitments des Vorstands, die 3U HOLDING AG auch zukünftig als starken Dividententitel positionieren zu wollen, gehen wir unverändert für 2023 und 2024 von stabilen Ausschüttungen in Höhe von 0,05 Euro je Aktie aus.

## 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 zwei im zweiten Quartal 2023 von der 3U HOLDING AG erworbene Immobilien neu in unsere SOTP-Bewertung aufgenommen: Zum einen das Marburger Grundstück, auf dem die neue Firmenzentrale errichtet werden soll (zu näheren Einzelheiten siehe unser letztes Research vom 13.06.2023), mit einem von uns geschätzten Kaufpreis von 0,4 Mio. Euro. Und zum anderen ursprünglich von der weclapp SE genutzte Büroflächen im InnoHubs Würzburg, die nun fremdvermietet werden sollen, mit einem Kaufpreis von schätzungsweise 3,5 Mio. Euro. Dabei haben wir auf die veranschlagten Kaufpreise jeweils einen bei Gewerbeimmobilien banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vorgenommen, woraus hier insgesamt ein Wertansatz von knapp 2,5 Mio. Euro resultiert.

Dagegen führte die Goldpreisentwicklung bei der Bewertung des zuletzt mit 3,0 Mio. Euro bilanzierten Goldbestands zu einer leichten Reduktion unseres Wertansatzes von 3,2 auf 3,1 Mio. Euro. Darüber hinaus beziehen wir die zum Halbjahresende ausgewiesene Netto-Cash-Position des 3U-Konzerns in Höhe von 52,1 Mio. Euro in unsere Bewertung ein. Hinsichtlich unserer übrigen Wertansätze haben sich gegenüber unserem letzten Research keine Veränderungen ergeben. Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen SOTP-Wert von rund 106 Mio. Euro bzw. 2,90 Euro je 3U-Aktie ermittelt. Somit sehen wir den fairen Wert der 3U-Aktie aktuell im Bereich um 2,90 Euro und setzen unser Kursziel dementsprechend leicht herauf.

Dabei sind unverändert die 3U-Beteiligungen in den Segmenten ITK und SHK mangels derzeit für eine Bewertung ausreichender Informationen nicht in unser SOTP-Modell eingeflossen. Bei Publikation entsprechender (Plan-)Daten ist jedoch eine künftige Berücksichtigung insbesondere der SHK-Gesellschaften Selfio GmbH und PELIA Gebäudesysteme GmbH denkbar.

## Fazit

In den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres 2023 entwickelten sich die fortgeführten Aktivitäten der 3U HOLDING AG in den margenstarken Segmenten ITK und Erneuerbare Energien unverändert positiv. Dagegen blieb das SHK-Segment infolge des massiven Einbruchs in der Baubranche hinter den Erwartungen zurück, schnitt dabei aber immer noch besser als die Branche ab, was auf Marktanteilsgewinne schließen lässt.

Für die zweite Jahreshälfte erwartet der Vorstand in den Segmenten ITK und Erneuerbare Energien weiteres organisches Wachstum sowie im Segment SHK Nachholeffekte. Impulse sollten zudem auch aus der Mitte August erfolgten Markteinführung des selbst entwickelten, zum Patent angemeldeten CO<sub>2</sub>-neutralen Heizsystems ThermCube resultieren. Daher hat die Gesellschaft ihre Guidance für das Gesamtjahr bestätigt.

Als Management- und Beteiligungsholding liegt der erklärte Unternehmenszweck der 3U HOLDING AG in der Generierung und Realisierung von Wertsteigerungen im Interesse aller Stakeholder. Hier kann das Management auf einen eindrucksvollen Track-Record zurückblicken, der mit der äußerst erfolgreichen Veräußerung der weclapp-Beteiligung im vergangenen Jahr seinen vorläufigen Höhepunkt erreichte.

So konnte die Gesellschaft in den letzten sechs Geschäftsjahren in Summe bei einem Investitionsvolumen von 95 Mio. Euro aus ihrem Wind- und Solarpark-, Immobilien- und Beteiligungsportfolio neben laufenden Ergebnisbeiträgen ein Wertvolumen von 321 Mio. Euro realisieren.

Basierend auf diesem Track-Record will der Vorstand den 3U-Konzern im Rahmen der MISSION 2026 auf die nächste profitable Wachstumsstufe führen und dabei signifikante Wertpotenziale heben. So sollen auf Grundlage der anhaltenden Ausrichtung auf die drei Megatrends Onlinehandel mit Schwerpunkt klimafreundliche Technologien (SHK), Erneuerbare Energien und Digitalisierung im Mittelstand (ITK) sowie definierter Wachstumsinitiativen in den drei Segmenten bis Ende 2026 insgesamt Wertpotenziale von bis zu 620 Mio. Euro realisiert werden.

Die Säulen für das angestrebte dynamische Wachstum bei gleichzeitiger nachhaltiger Ertrags- und Wertsteigerung bilden neben einem starken organischen Wachstum Akquisitionen in den Segmenten ITK und SHK sowie ein deutlicher Ausbau des Windparkportfolios durch Repowering und Projektentwicklungen im Segment Erneuerbare Energien. Dabei konnte die Gesellschaft heute mit der Übernahme eines etablierten, profitabel arbeitenden Systemhauses bereits den ersten Zukauf im Segment ITK vermeiden, wodurch sich das dortige Umsatzvolumen nun annualisiert um rund zwei Drittel erhöht.

Für die im Rahmen der MISSION 2026 geplanten Investitionen in einem Gesamtvolumen von über 220 Mio. Euro standen dem Konzern zum Halbjahresende bei einer komfortablen Eigenkapitalquote von knapp 77 Prozent und einer Netto-Cash-Position von gut 52 Mio. Euro Barmittel in Höhe von 68 Mio. Euro zur Verfügung. Zur Generierung zusätzlicher Liquidität wird bei der Selfio GmbH – vergleichbar mit der weclapp-Transaktion – mittelfristig ein Exit mittels IPO oder Verkauf anvisiert.

Insgesamt bleiben wir angesichts dieser vielversprechenden Perspektiven und Ziele des Unternehmens zuversichtlich, dass die 3U HOLDING AG ihre Erfolgsgeschichte fortsetzen und auch zukünftig „Erfolgreich in Megatrends“ agieren kann.

Auf Basis unserer aktualisierten Sum-of-the-Parts-Bewertung erhöhen wir unser Kursziel für die 3U-Aktie leicht auf 2,90 Euro. Dabei erachten wir das momentan gedrückte Kursniveau als eine gute Gelegenheit, sich bei der Marburger Beteiligungsgesellschaft zu engagieren, und stufen den Anteilsschein daher nun auch wieder als klaren „Kauf“ ein.

## 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>56,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>64,5</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,4%		12,0%		-10,6%		15,2%	
Andere Erträge	5,3	8,7%	17,7	31,6%	175,7	280,4%	2,0	3,6%	2,1	3,3%
Veränderung zum Vorjahr			231,1%		894,3%		-98,9%		5,0%	
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%	34,6	61,8%	38,5	59,7%
Veränderung zum Vorjahr			-11,8%		12,5%		5,0%		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>23,9</b>	<b>42,7%</b>	<b>28,6</b>	<b>44,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			37,6%		355,4%		-88,4%		19,7%	
Personalaufwand	13,1	21,5%	15,0	26,8%	19,6	31,3%	9,5	17,0%	11,8	18,3%
Veränderung zum Vorjahr			14,3%		30,8%		-51,4%		24,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,3	13,6%	19,1	34,2%	21,4	34,2%	7,9	14,2%	9,3	14,4%
Veränderung zum Vorjahr			129,9%		12,1%		-63,0%		17,2%	
<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>11,5%</b>	<b>7,5</b>	<b>11,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-2,5%		1370,0%		-96,1%		16,2%	
Abschreibungen	5,6	9,2%	4,5	8,1%	4,5	7,2%	3,4	6,1%	3,5	5,4%
Veränderung zum Vorjahr			-19,7%		0,0%		-24,5%		2,9%	
<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>3,1</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			13,8%		2282,6%		-98,1%		31,1%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,7	-1,1%	-0,5	-0,8%	-0,1	-0,2%	1,9	3,4%	1,0	1,6%
Veränderung zum Vorjahr			30,4%		75,8%		1766,7%		-47,4%	
<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>5,0</b>	<b>8,8%</b>	<b>5,0</b>	<b>7,8%</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%	1,4	2,4%	1,4	2,1%
<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>3,6</b>	<b>6,4%</b>	<b>3,6</b>	<b>5,6%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		3843,6%		-97,7%		1,0%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,7		1,1		0,4		0,5		0,5	
<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>3,1</b>	<b>5,6%</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-10,7%		5350,4%		-98,0%		-0,5%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	34,489		35,314		35,339		36,624		36,706	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,09</b>		<b>0,08</b>		<b>4,50</b>		<b>0,09</b>		<b>0,09</b>	

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



## **Aktionärsstruktur**

TOMPAT Invest GmbH / Herr Michael Schmidt (Aufsichtsrat)	25,16%
Übriger Aufsichtsrat	0,16%
Vorstand	0,83%
Streubesitz	73,85%

## **Termine**

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 Thomas Fritsche

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
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 €
26.11.2021	4,41 €	Halten	4,50 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2023):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	68,2%	76,5%
Halten	29,5%	23,5%
Verkaufen	2,3%	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.