

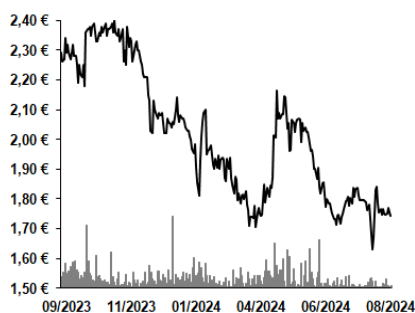
Akt. Kurs (26.08.2024, 17:36, Xetra): 1,74 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,30 (3,50) EUR**

Branche: Beteiligungsgesellschaften
Land: Deutschland
ISIN: DE0005167902
Reuters: UUG.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.:	2,43 €	1,59 €
Aktueller Kurs:	1,74 €	
Aktienzahl ges.:	36.816.014	
Streubesitz:	64,5%	
Marktkapitalis.:	64,1 Mio. €	



ITK mit starkem Umsatz- und Ergebniszuwachs

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2024 konnte die margenstarke 3U-Sparte ITK den Umsatz einschließlich Intersegmenterlösen von 0,37 (Vj. 0,32) Mio. Euro kräftig um 55,4 Prozent auf 9,84 (6,33) Mio. Euro ausweiten. Auch bereinigt um den Erstkonsolidierungseffekt aus der zum 1. September 2023 erfolgten Übernahme der cs-Gruppe (zu näheren Einzelheiten siehe unser Research vom 30.08.2023) in Höhe von 2,5 Mio. Euro verblieb immer noch ein deutliches organisches Wachstum von 16,1 Prozent.

Während sich dabei der Bereich Voice Retail (B2C) erwartungsgemäß weiterhin rückläufig entwickelte, konnten die Bereiche Voice Business (B2B) und Managed Services vor allem auch durch Neugeschäft deutliche Zuwächse verbuchen. Eine hauptsächlich akquisitionsbedingt auf 20,1 (16,8) Prozent erhöhte Personalaufwandsquote führte zwar dazu, dass das Segment-EBITDA nur unterproportional um 27,5 Prozent zulegte. Dies bedeutete mit einem Wert von 2,30 (1,80) Mio. Euro aber immer noch eine ansprechende EBITDA-Marge von 23,3 (28,4) Prozent. Aufgrund im Vorjahresvergleich verbesserter Werte bei Abschreibungen, Finanzergebnis und Steuern erhöhte sich das Segmentergebnis merklich stärker als das EBITDA um 34,8 Prozent auf 2,19 (1,63) Mio. Euro.

Kennzahlen

	2022	2023	2024e	2025e
Umsatz	50,3	52,4	58,5	64,0
<i>bisher</i>	---	---	58,0	---
EBIT	5,1	1,6	-1,4	1,7
<i>bisher</i>	---	---	---	2,3
Jahresüb.	159,0	2,6	-0,7	1,2
<i>bisher</i>	---	---	-0,8	1,6
Erg./Aktie	4,50	0,07	-0,02	0,04
<i>bisher</i>	---	---	---	0,05
Dividende	3,20	0,05	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Div.-Rend.	>100%	2,9%	0,0%	2,9%
KGV	0,4	24,7	neg.	49,1

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Erneuerbare Energien durch mehrere Effekte belastet

Im Segment Erneuerbare Energien wirkten sich im ersten Halbjahr gleich mehrere Faktoren sehr negativ aus: Beim Solarpark Adelebsen, der bis 2032 der EEG-Einspeisevergütung unterliegt, blieb die Stromproduktion witterungsbedingt 11,3 Prozent unter dem Vorjahresniveau. Noch deutlich stärker ging allerdings die Stromproduktion der drei Windparks um 21,2 Prozent zurück. Dies resultierte vor allem daraus, dass bei dem mit einer Nennleistung von 22,5 MW mit Abstand größten Windpark Langendorf ein technischer Defekt im Umspannwerk dazu führte, dass dort im Januar nahezu kein Strom eingespeist werden konnte. Zudem fiel im Windpark Roge eine bereits im ersten Quartal 2023 vorübergehend defekte Windenergieanlage mit einer Nennleistung von 1,8 MW erneut aus.

So sank die Stromproduktion aller vier Energieparks insgesamt um knapp 20 Prozent. Zusätzlich lagen die Monatsmarktwerte für Windenergie an Land, zu denen derzeit die Stromvermarktung bei sämtlichen Windparks erfolgt, im ersten Halbjahr 2024 mit durchschnittlich 5,69 (Vj. 9,02) Cent/kWh knapp 37 Prozent unter dem Vorjahresniveau. In Summe führte dies zu einem massiven Umsatzrückgang um 44,7 Prozent auf 2,40 (4,34) Mio. Euro. Auch infolge der Reparaturaufwendungen bei den Windparks wuchs die Kostenbasis dabei gleichzeitig insgesamt um gut 37 Prozent auf 1,84 (1,34) Mio. Euro an.

Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

j.nielsen@gsc-research.de

Dem standen immerhin auf 0,27 (0,02) Mio. Euro gestiegene sonstige betriebliche Erträge sowie auf 0,58 (0,19) Mio. Euro erhöhte Bestandsveränderungen gegenüber. Dabei resultierten die sonstigen Erträge unter anderem aus Entschädigungen aufgrund der technischen Defekte bei den Windparks und die Bestandsveränderungen primär aus laufenden Windparkprojekten.

Trotzdem kam es beim Segment-EBITDA zu mehr als einer Halbierung auf nur noch 1,41 (3,21) Mio. Euro. Dies entsprach einer auf 58,6 (74,0) Prozent reduzierten EBITDA-Marge. Bei einem schwächeren Finanzergebnis drehte das Segmentergebnis trotz niedrigerer Belastungen bei Steuern und Anteilen Dritter mit minus 0,43 (0,97) Mio. Euro in den negativen Bereich.

SHK mit positiver Entwicklung

Nach dem leichten Wachstum im Auftaktquartal entwickelte sich das Segment SHK im zweiten Quartal 2024 mit einem Umsatzplus von knapp 31 Prozent und einem wieder leicht positiven EBITDA erfreulich. So stand nach sechs Monaten im Vergleich zu dem branchenbedingt schwachen Vorjahr ein Erlöszuwachs von 16,2 Prozent auf 17,11 (Vj. 14,72) Mio. Euro in den Büchern.

Auch wenn das neue Gebäudeenergiegesetz Anfang 2024 in Kraft getreten ist, litt das Geschäft mit Heizsystemen und Wärmepumpen dabei allerdings unverändert unter einer deutlichen Investitionszurückhaltung. Diese resultiert neben dem höheren Zinsniveau vor allem aus einer weiterhin starken Verunsicherung der Verbraucher angesichts der Unklarheiten im Zusammenhang mit der kommunalen Wärmeplanung. So vermeldete der Bundesverband der Deutschen Heizungsindustrie (BDH) für das erste Halbjahr 2024 denn auch Absatzrückgänge bei Wärmeerzeugern von 43 Prozent und bei Wärmepumpen gar von 54 Prozent. Dagegen profitierte das SHK-Segment jedoch deutlich von einer weiterhin lebhaften Nachfrage in dem um Balkonkraftwerke, Solarpanels, Stromspeicher und Wechselrichter ausgeweiteten Photovoltaik-Produktsortiment.

Während es zu leichten Verbesserungen bei der Materialaufwandsquote auf 80,1 (82,8) Prozent und bei der Personalaufwandsquote auf 10,0 (11,4) Prozent kam, erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Verhältnis zum Umsatz auf 11,7 (10,7) Prozent. So blieb das Segment-EBITDA im Sechsmonatszeitraum mit minus 0,11 (-0,44) Mio. Euro leicht negativ. Bei schwächeren Werten bei Finanzergebnis und Steuern belief sich das Segmentergebnis auf minus 1,05 (-1,12) Mio. Euro.

Sonstige Aktivitäten durch Goldverkauf geprägt

Im Bereich sonstige Aktivitäten/Überleitung werden die Aktivitäten auf Holding-Ebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung abgebildet. Vor Überleitungseffekten fielen hier im Halbjahreszeitraum auf 1,03 (Vj. 0,94) Mio. Euro gestiegene Umsätze an, die im Wesentlichen auf Managementleistungen im Konzern zurückzuführen waren.

Zudem wurden deutlich auf 1,10 (0,15) Mio. Euro erhöhte sonstige betriebliche Erträge ausgewiesen. Dabei resultierte der Anstieg maßgeblich aus einer signifikanten Gewinnrealisierung durch den Verkauf des im zweiten Quartal 2020 erworbenen, zuletzt mit 3,0 Mio. Euro bilanzierten Goldbestands.

In der Folge verbesserte sich auch das EBITDA der sonstigen Aktivitäten merklich auf minus 0,70 (-1,75) Mio. Euro. Bei einem niedrigeren, aber weiterhin deutlich positiven Finanzergebnis belief sich das Ergebnis des Bereichs nach Überleitungseffekten auf 0,05 (0,12) Mio. Euro.

Halbjahresergebnis profitiert von Gewinnrealisierung aus Goldverkauf

Auf Konzernebene konnte 3U die Erlöse im ersten Halbjahr 2024 in Summe um 15,5 Prozent auf 28,98 (Vj. 25,09) Mio. Euro ausweiten. Unter Ausklammerung des auf die cs-Gruppe entfallenden Umsatzbeitrags von 2,5 Mio. Euro belief sich das organische Wachstum auf rund 5,5 Prozent. Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Sparten sowie des Erstkonsolidierungseffekts aus der cs-Übernahme kam es dabei auf Segmentebene zu teils deutlichen Verschiebungen. So entfielen vor Überleitungseffekten nunmehr 34,0 (25,2) Prozent der Konzern Erlöse auf ITK, 8,3 (17,3) Prozent auf Erneuerbare Energien und 59,0 (58,7) Prozent auf SHK.

Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen massiv von 0,84 auf 2,05 Mio. Euro. Dies resultierte neben den aufgrund der technischen Defekte im Segment Erneuerbare Energien erhaltenen Entschädigungen vor allem aus der auf Holding-Ebene mit dem Goldverkauf realisierten erheblichen Wertsteigerung. Die Bestandsveränderungen erhöhten sich im Zusammenhang mit den laufenden Windparkprojektentwicklungen ebenfalls deutlich auf 0,57 (0,21) Mio. Euro.

Infolge des Akquisitionseffekts im ITK-Bereich sowie des Umsatzeinbruchs im Segment Erneuerbare Energien bei gleichzeitiger signifikanter Erhöhung der dortigen Kostenbasis stiegen die Aufwandsquoten im Konzern insgesamt teils deutlich an. Konkret wuchs die Materialaufwandsquote auf 67,0 (62,8) Prozent, die Personalaufwandsquote auf 18,5 (16,8) Prozent und der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz auf 14,6 (14,4) Prozent.

Aufgrund der erheblich gesteigerten sonstigen betrieblichen Erträge legte das EBITDA aber trotzdem leicht von 2,59 auf 2,65 Mio. Euro zu. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 9,1 (10,3) Prozent. Bei merklich auf 2,11 (1,69) Mio. Euro erhöhten Abschreibungen gab das EBIT jedoch auf 0,53 (0,89) Mio. Euro nach. Deutlich niedrigere Zinserträge infolge des geringeren Volumens verzinslich angelegter Liquidität ließen das Finanzergebnis von 1,44 auf 0,44 Mio. Euro zurückgehen. So verblieb nach Steuern von 0,17 (0,45) Mio. Euro und Anteilen Dritter von 0,04 (0,28) Mio. Euro ein Halbjahresergebnis von 0,76 (1,60) Mio. Euro bzw. 0,02 (0,04) Euro je Aktie.

Guidance für 2024 weiterhin bestätigt, Mittelfristziele konkretisiert

Insgesamt zeigte sich der 3U-Vorstand mit dem Geschäftsverlauf in den ersten sechs Monaten 2024 zufrieden. Daher hat er seine Prognose für das Gesamtjahr erneut bestätigt. Somit wird beim Konzernumsatz unverändert ein Volumen von 58 bis 62 Mio. Euro in Aussicht gestellt. Bei der EBITDA-Marge wird aufgrund des Anlaufens des Repowering-Projekts beim Windpark Langendorf (nähere Einzelheiten siehe Seite 4) sowie weiterer Zukunftsinvestitionen wie bisher ein temporärer Rückgang auf 7 bis 8 Prozent erwartet. Dabei erachtet der Vorstand das Margenziel allerdings als ambitioniert, aber abhängig von der Entwicklung der Monatsmarktwerte für Windenergie an Land und der Nachfrage im SHK-Segment noch als erreichbar.

Zudem wurden die mittelfristigen Zielsetzungen der im Juli 2023 vorgestellten MISSION 2026 (zu näheren Details siehe unsere Researches vom 18.04.2024 und 30.08.2023), in deren Rahmen insgesamt Wertpotenziale von 510 bis 620 Mio. Euro gehoben werden sollen, in einzelnen Punkten konkretisiert. Insbesondere rechnet 3U vor dem Hintergrund der anhaltend schwierigen Rahmenbedingungen jetzt für die Zielerreichung der unter dem Titel MISSION 2026+ fortgeschriebenen Wachstums- und Wertestrategie mit einem längeren Zeitraum als ursprünglich.

ITK: Weiterer Zukauf geplant

Für das Segment ITK wird bei erstmals ganzjähriger Konsolidierung der cs-Gruppe für 2024 weiterhin ein positiver Geschäftsverlauf mit profitablen Wachstum prognostiziert. Der Fokus liegt hier unverändert auf der Neukundengewinnung in den Bereichen Voice Business und Managed Services sowie dem weiteren Ausbau der Managed Services. Nachdem die EBITDA-Marge im ersten Halbjahr infolge mehrerer relativ kleiner Voice-Business-Neukunden mit 23,3 Prozent unter den mittelfristigen Zielkorridor von 25 bis 30 Prozent rutschte, wird für den weiteren Jahresverlauf auch vor dem Hintergrund der voranschreitenden Integration der cs-Gruppe wieder eine leichte Verbesserung in Richtung 25 Prozent avisiert. Zudem ist zur Beschleunigung des Wachstums und zur Realisierung des im Rahmen der MISSION 2026+ angepeilten Wertpotenzials von 60 bis 70 Mio. Euro eine weitere Akquisition in Form eines Asset-Deals konkret geplant.

Erneuerbare Energien: Weitere Weichen für Kapazitätsausbau gestellt

Im Segment Erneuerbare Energien ist für 2024 von einem rückläufigen Umsatz und Ergebnis auszugehen. Zum einen wird sich der Anfang Februar behobene Defekt im Umspannwerk Langendorf auch auf Gesamtjahressicht noch negativ auswirken. Derzeit prüft die Betriebsunterbrechungsversicherung hier weiterhin eventuelle Ansprüche auf eine Teilerstattung. Zudem konnte die bereits seit längerem ausgefallene Windenergieanlage in Roge nach Austausch des defekten Generators erst Anfang August wieder in Betrieb genommen werden. Da es sich um einen Folgeschaden aus der letztjährigen Reparatur handelte, konnten dabei aber immerhin 150 TEUR aus der Gewährleistung vereinnahmt werden. Zum anderen dürfte die Entwicklung der Monatsmarktwerte für Windenergie an Land, die auch im Juli mit 4,99 (Vj. 5,45) Cent/kWh unter dem Vorjahresniveau lagen, weiterhin dämpfend wirken.

Bei dem im Rahmen der MISSION 2026+ angestrebten Ausbau der Nennleistung der Energieparks von aktuell 53 MW auf 150 bis 200 MW mit einem daraus resultierenden Wertpotenzial von 150 bis 200 Mio. Euro konnte 3U jedoch inzwischen weitere wichtige Meilensteine erreichen:

Bekanntlich wurde Ende März 2024 die Genehmigung für das Repowering-Projekt beim Windpark Langendorf erteilt. Anfang Juli hat eine 3U-Tochter nun in einer Ausschreibung der Bundesnetzagentur für Windenergie an Land, bei der die künftige EEG-Einspeisevergütung für den produzierten Strom ermittelt wird, den Zuschlag erhalten. Dabei bewegte sich dieser mit 7,34 Cent/kWh am oberen Rand der Zuschlagswerte von 7,20 bis 7,35 Cent/kWh. Einschließlich des standortbezogenen Gütefaktors liegt die zugesagte Einspeisevergütung bei 9,2 Cent/kWh. Die 5 neuen Turbinen, die 7 der 15 vorhandenen Windenergieanlagen ersetzen, damit die Nennleistung des Parks von 22,5 auf 43,0 MW erhöhen und die Stromproduktion mehr als verdreifachen sollen, sind bereits bestellt. Die Baugrundvorbereitungen und der Rückbau der Altanlagen sollen im Herbst beginnen. Die Errichtung der neuen Windräder und eines neuen Umspannwerks ist für das zweite Halbjahr 2025 geplant, so dass die neuen Anlagen dann bis Ende nächsten Jahres ans Netz gehen könnten.

Zudem hat sich nach positiven Vorgesprächen mit den Behörden auch das Repowering-Vorhaben beim Windpark Klostermoor weiter konkretisiert. Hier ist nach Freigabe der technischen Planung die Beantragung des Austauschs der 6 vorhandenen Windenergieanlagen vorgesehen, wodurch die Nennleistung von 6 auf mindestens 21 MW ausgebaut werden soll. Vorbehaltlich der Genehmigungsfähigkeit sind auch weitere Repowering-Maßnahmen beim Windpark Roge sowie den übrigen Flächen in Langendorf denkbar.

Darüber hinaus werden weiterhin auch 4 neue Windparkprojekte in Brandenburg verfolgt, in deren Rahmen die Errichtung von mindestens 15 Windenergieanlagen mit einer Nennleistung von jeweils etwa 7 bis 8 MW vorgesehen ist. Im Rahmen der angestrebten Generierung neuer Projekte steht daneben auch unverändert das Thema Agri-Photovoltaik auf der Agenda. Außerdem wurde in diesem Monat ein Joint Venture mit der im Umfeld von Marburg ansässigen Wiso Energie GmbH abgeschlossen, das die gemeinsame Realisierung von Windparkprojekten mit einer Nennleistung von rund 50 MW beinhaltet.

SHK: Selfio GmbH auf Selfio SE verschmolzen

Im Segment SHK hatte der Vorstand ursprünglich für die zweite Jahreshälfte 2024 eine Nachfragebelebung erwartet. Hiervon ist angesichts des anhaltend schwachen Branchenumfelds und der verhaltenen Marktprognosen im Bereich der Wärmeerzeuger inzwischen nicht mehr auszugehen. So rechnet der BDH nach dem vorherigen Rekordjahr für 2024 mit einem Rückgang des Wärmepumpenabsatzes von 356.000 auf maximal 200.000 Stück – die Bundesregierung hatte als Ziel 500.000 Geräte formuliert. Unter Berücksichtigung einer erwarteten gewissen Belebung zum Beginn der Heizperiode sowie der ungebrochen starken Nachfrage im PV-Bereich geht 3U jetzt für das restliche Jahr von einer eher verhaltenen Entwicklung im SHK-Segment aus.

Operativ liegt der Fokus dabei im Rahmen der kontinuierlichen Maßnahmen zur Steigerung von Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit unverändert auf der Erschließung neuer Marktsegmente sowie dem Ausbau und der Optimierung des Vertriebskanal- und Produktmix mit einem steigenden Anteil margenstarker Eigenmarken. Im Zuge dessen wird unter anderem beim ThermCube, der industriell vormontierten Wärmepumpen-Heizzentrale im Schrank, eine kleinere, leichtere und preisgünstigere Version entwickelt. Zudem kann man vor allem auch angesichts der aktuellen starken Verunsicherung der Verbraucher mit dem breiten Beratungsangebot und der hohen Beratungsqualität punkten.

Im Rahmen der MISSION 2026+ soll der SHK-Umsatz perspektivisch massiv von zuletzt knapp 30 auf über 150 Mio. Euro ausgeweitet werden, wobei die EBITDA-Marge auch durch Skaleneffekte auf bis zu 8 Prozent steigen soll. Unter der Prämisse entsprechender Marktbedingungen wird zudem – analog der 2022 äußerst erfolgreich abgeschlossenen weclapp-Transaktion – ein IPO oder ein Verkauf der größten SHK-Einzelgesellschaft Selfio angestrebt. Insgesamt soll so ein Wertpotenzial von 300 bis 350 Mio. Euro realisiert werden.

Konkret will man zunächst primär durch Akquisitionen eine Umsatzgröße von 100 Mio. Euro als Voraussetzung für einen möglichen Börsengang der Selfio erreichen. Mit dem Emissionserlös sollen dann weitere Übernahmen finanziert werden, wodurch der Umsatz weiter auf die Zielgröße von mehr als 150 Mio. Euro ansteigen soll.

Vor dem Hintergrund des angestrebten IPO wurde die Selfio GmbH nun mit Wirkung zum 11. Juli 2024 auf die Selfio SE verschmolzen. Ein in diesem Zusammenhang beauftragtes Sachverständigengutachten bescheinigte der in die SE eingebrachten GmbH einen Unternehmenswert von über 30 Mio. Euro. Neben Uwe Knoke und Christian Harms-Ensink wurde jüngst Arne Henne als CEO zum dritten Selfio-Vorstand bestellt. Herr Henne verfügt über langjährige Erfahrungen im Online-Marketing und Vertrieb innovativer Technologien unter anderem in Führungspositionen bei Facebook, der im Bereich KI-gestütztes Online-Marketing aktiven US-amerikanischen Yext, Inc. und der weclapp SE. Mit einem Grundkapital von 30,12 Mio. Euro und einer neu ausgerichteten Organisations- und Managementstruktur ist die Selfio SE nun gut für die im Rahmen der MISSION 2026+ geplanten weiteren Schritte aufgestellt.

Sonstige Aktivitäten: In Bitcoin investiert

Im Rahmen der Aktivitäten auf Holding-Ebene schreitet die Errichtung der neuen Firmenzentrale in Marburg-Cappel planmäßig voran, so dass von einem Umzug in die neuen Räumlichkeiten zum Jahresbeginn 2025 ausgegangen wird. Hinsichtlich der Büroflächen im InnoHubs Würzburg konnte nunmehr ein langfristiger Mietvertrag abgeschlossen werden, woraus ab Oktober 2024 monatliche Mieteinnahmen in Höhe von 20 TEUR resultieren.

Darüber hinaus wurden als neue Komponente der MISSION 2026+ und zur Vermögensdiversifizierung im zweiten Quartal 2024 – unter anderem aus dem Mittelzufluss aus dem Goldverkauf – insgesamt 200 Bitcoin zu einem Durchschnittskurs von 60,6 TEUR entsprechend einem Volumen von 12,1 Mio. Euro als langfristige Wertreserve erworben.

GSC-Schätzungen adjustiert

Auf Basis der Halbjahreszahlen und der bestätigten, allerdings beim EBITDA-Margenziel jetzt als ambitioniert bezeichneten Guidance für 2024 haben wir unsere Schätzungen leicht angepasst. Dabei haben wir unsere Umsatzerwartung für das aktuelle Geschäftsjahr geringfügig auf 58,5 Mio. Euro erhöht. Die EBITDA-Marge haben wir hingegen unter Vorsichtsaspekten mit 6,9 Prozent entsprechend einem absoluten Wert von 4,0 Mio. Euro minimal unter dem Prognosekorridor angesetzt. Darauf basierend sehen wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter nun bei minus 0,7 Mio. Euro, woraus rundungsbedingt eine unveränderte EPS-Schätzung von minus 0,02 Euro resultiert. Daher erwarten wir wie bisher für das Übergangsjahr 2024 keine Dividendenausschüttung.

Im Geschäftsjahr 2025 veranschlagen wir bei einer unveränderten Umsatzprognose von 64,0 Mio. Euro das EBITDA jetzt auf 5,7 Mio. Euro, was eine EBITDA-Marge von 8,9 Prozent bedeuten würde. Darauf aufbauend verorten wir den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter nun bei 1,2 Mio. Euro bzw. 0,04 Euro je Aktie. Dabei gehen wir dann auch wieder von einer Zahlung der „Standarddividende“ in Höhe von 0,05 Euro je Anteilsschein aus.

Allerdings beinhalten unsere Schätzungen naturgemäß keine potenziellen An- und Verkäufe von Vermögensgegenständen, die jedoch einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells bilden. Insbesondere angesichts der explizit geplanten weiteren Akquisitionen in den Segmenten ITK und SHK können daher künftige Transaktionen zu unter Umständen deutlich von unseren Prognosen abweichenden Umsatz- und Ergebniskennzahlen führen.

Bewertung

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

Bei der Bewertung des SHK-Segments stützen wir uns dabei nunmehr auf den durch das aktuelle Sachverständigengutachten ermittelten Wert der Selfio von rund 30 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags von 30 Prozent ergibt sich hier jetzt ein Wertansatz von etwa 21 Mio. Euro. Im Rahmen der Aktualisierung unserer indikativen Bewertung der 3U-Beteiligungen im Segment ITK anhand unseres DCF-Modells haben wir dort insgesamt indikative Unternehmenswerte von rund 10 Mio. Euro ermittelt.

Während der Goldbestand nun veräußerungsbedingt entfallen ist, haben wir die Bitcoin-Position neu in unsere Bewertung aufgenommen. Aufgrund der sehr hohen Volatilität der Kryptowährung berücksichtigen wir diese allerdings nur mit einem 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf den aktuellen Kurs. Daraus resultiert hier derzeit ein Wertansatz von 5,6 Mio. Euro.

Hinsichtlich der 3.240.665 gehaltenen eigenen Aktien ergibt sich auf Basis des aktuellen Börsenkurses ebenfalls ein Wertansatz von 5,6 (bisher 6,6) Mio. Euro. Zudem berücksichtigen wir unverändert die Netto-Cash-Position des 3U-Konzerns, die sich zum 30. Juni 2024 gegenüber dem Ende des ersten Quartals von 35,9 auf 25,7 Mio. Euro reduziert hat.

Bezüglich unserer übrigen Wertansätze haben sich gegenüber unserem letzten Research vom 22. Mai 2024 keine Veränderungen ergeben. Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen SOTP-Wert von rund 112 (118) Mio. Euro für die 3U HOLDING AG ermittelt. Auf Basis der aktuellen Anzahl im Umlauf befindlicher Anteilsscheine errechnet sich daraus ein Wert von 3,33 (3,51) Euro je 3U-Aktie. Daher verorten wir den fairen Wert des Papiers nunmehr in diesem Bereich und passen unser gerundetes Kursziel auf 3,30 Euro an.

Fazit

Die operative Entwicklung bewegte sich bei der 3U HOLDING AG in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2024 insgesamt im Rahmen der Erwartungen. Dabei wirkte sich ergebnisseitig die Realisierung eines Veräußerungsgewinns von rund 1 Mio. Euro durch den Verkauf des vor gut 4 Jahren für 3 Mio. Euro erworbenen Goldbestands deutlich positiv aus.

Mit dieser Transaktion setzte das Management seinen eindrucksvollen Track-Record der Realisierung erheblicher Wertsteigerungen im Portfolio weiter fort. So konnte seit 2017 in Summe bei einem Investitionsvolumen von 98 Mio. Euro neben laufenden Ergebnisbeiträgen ein Wertvolumen von 325 Mio. Euro verbunden mit einem Nettozufluss von 208 Mio. Euro realisiert werden.

Soweit sich die Rahmenbedingungen nicht weiter verschlechtern, erwartet der Vorstand nach dem auch durch Vorlaufinvestitionen im Zusammenhang mit der konkretisierten Wachstums- und Wertestrategie MISSION 2026+ belasteten aktuellen Übergangsjahr ab 2025 auch wieder eine positivere operative Entwicklung.

Insgesamt bleiben wir daher zuversichtlich, dass die Marburger Beteiligungsgesellschaft mit ihrem Fokus auf die drei Megatrends Digitalisierung im Mittelstand, Erneuerbare Energien und Onlinehandel mit Schwerpunkt klimafreundliche Technologien ihre im Rahmen der MISSION 2026+ definierten Ziele mittelfristig umsetzen kann.

Hierfür ist der Konzern zum 30. Juni mit einer Eigenkapitalquote von 74,4 Prozent, einer Barliquidität von 43,3 Mio. Euro und einer Netto-Cash-Position von 25,7 Mio. Euro bilanziell sehr komfortabel aufgestellt. Zudem hält die Gesellschaft 8,8 Prozent eigene Aktien, die auch als Akquisitionswährung eingesetzt werden können.

Beim derzeitigen Börsenkurs von 1,74 Euro liegt die Marktkapitalisierung der 3U HOLDING AG lediglich bei 64,1 Mio. Euro. Dabei entspricht das bilanzielle Eigenkapital ohne Anteile Dritter zum Halbjahresende mit 87,2 Mio. Euro einem Betrag von 2,60 Euro je im Umlauf befindlicher Aktie. Auf Basis unserer aktualisierten Sum-of-the-Parts-Bewertung sehen wir den fairen Wert des Papiers bei 3,30 Euro. Daher erachten wir den 3U-Anteilschein als signifikant unterbewertet und stufen ihn unverändert als klaren „Kauf“ ein.

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%	58,5	100,0%	64,0	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			-10,1%		4,0%		11,7%		9,4%	
Sonstige betriebliche Erträge	17,7	31,6%	13,2	26,3%	2,4	4,6%	4,0	6,8%	3,2	5,0%
Veränderung zum Vorjahr			-25,2%		-81,6%		63,2%		-19,2%	
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%		8,1%		9,4%	
Materialaufwand	29,3	52,3%	32,6	64,8%	33,2	63,4%	38,6	66,0%	41,0	64,0%
Veränderung zum Vorjahr			11,3%		1,8%		16,3%		6,1%	
Rohergebnis	45,4	81,1%	31,3	62,3%	22,0	42,1%	24,3	41,6%	26,8	41,9%
Veränderung zum Vorjahr			-31,0%		-29,6%		10,4%		10,0%	
Personalaufwand	15,0	26,8%	8,3	16,4%	9,2	17,6%	11,0	18,7%	11,5	18,0%
Veränderung zum Vorjahr			-44,9%		11,7%		18,8%		4,9%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	19,1	34,2%	14,6	29,0%	7,6	14,5%	9,4	16,0%	9,6	15,0%
Veränderung zum Vorjahr			-23,7%		-48,0%		23,3%		2,6%	
EBITDA	11,3	20,1%	8,5	16,9%	5,2	10,0%	4,0	6,9%	5,7	8,9%
Veränderung zum Vorjahr			-24,7%		-38,3%		-22,9%		41,1%	
Abschreibungen	4,5	8,1%	3,4	6,7%	3,6	6,9%	5,5	9,3%	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%	-1,4	-2,4%	1,7	2,7%
Veränderung zum Vorjahr			-24,7%		-67,8%		-186,3%		219,9%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	-0,5	-0,8%	0,1	0,1%	2,0	3,9%	0,8	1,4%	0,5	0,8%
Veränderung zum Vorjahr			111,4%		3694,4%		-61,0%		-37,5%	
Ergebnis vor Steuern	6,3	11,2%	5,1	10,2%	3,7	7,0%	-0,6	-1,0%	2,2	3,4%
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%	0,6	0,9%
Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche	4,0	7,2%	3,8	7,5%	3,1	5,9%	-0,6	-1,0%	1,6	2,5%
Veränderung zum Vorjahr			-7,1%		-17,5%		-119,8%		359,3%	
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		0,1		0,4	
Bereinigter Jahresüberschuss	2,9	5,2%	159,0	316,0%	2,6	4,9%	-0,7	-1,2%	1,2	1,9%
Veränderung zum Vorjahr			5350,4%		-98,4%		-128,0%		267,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	35,314		35,339		36,220		33,574		33,575	
Gewinn je Aktie	0,08		4,50		0,07		-0,02		0,04	

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

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
22.05.2024	2,04 €	Kaufen	3,50 €
18.04.2024	1,84 €	Kaufen	3,60 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2024):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	82,8%	80,0%
Halten	17,2%	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.