

15. August 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# 3U Holding AG

## Solide Zahlen im schwierigen Umfeld

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 1,766 € | Kursziel: 3,30 € (zuvor: 3,50 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Marburg
<b>Branche:</b>	Beteiligungen
<b>Mitarbeiter:</b>	164
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0005167902
<b>Ticker:</b>	UUU:GR
<b>Kurs:</b>	1,80 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	36,8 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	65,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	42,5 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	65,6 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	2,54 / 1,594 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra,12M):</b>	37,5 Tsd. Euro / Tag

## Deutlicher Umsatzsprung in Q2

Nach dem nur moderaten Umsatzanstieg im ersten Quartal (+3,4 Prozent) konnte 3U in den Monaten April bis Juni die Dynamik deutlich erhöhen und die Quartalerlöse um 29,1 Prozent steigern. In Summe des ersten Halbjahrs konnte damit ein Umsatzwachstum um 15,5 Prozent auf 29,0 Mio. Euro erzielt werden.

## Beschleunigung im SHK-Segment

Ursächlich für die Entwicklung war eine deutliche Wachstumsbeschleunigung im SHK-Segment, das nach einem Umsatzrückgang im Jahr 2023 und einem nur moderaten Wachstum um 3 Prozent im ersten Quartal mit nun 31 Prozent auf 9,1 Mio. Euro wieder in den Expansionsmodus zurückgekehrt ist. Allerdings wird die Dynamik etwas durch den außergewöhnlich schwachen Vergleichswert aus Q2 2023 überzeichnet, in dem der SHK-Umsatz angesichts der Baukrise einen mehrjährigen Tiefpunkt erreichte. Doch auch geglättet über die vollen sechs Monate konnte 3U im SHK-Segment ein signifikantes Wachstum um 16 Prozent auf 17,1 Mio. Euro erzielen. Ermöglicht wurde dies durch die erfolgreiche Sortimentserweiterung um PV-Module, Wechselrichter

GJ-Ende: 31.12.	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz (Mio. Euro)	55,9	62,7	52,4	58,6	69,3	81,1
EBIT (Mio. Euro)	6,8	161,1	1,6	-0,3	0,3	5,3
Jahresüberschuss	2,9	159,0	2,6	0,0	0,2	2,0
EpS	0,08	4,33	0,08	0,00	0,01	0,06
Dividende je Aktie	0,05	3,20	0,05	0,05	0,06	0,05
Umsatzwachstum	-8,4%	12,0%	-16,4%	12,0%	18,1%	17,2%
Gewinnwachstum	-10,7%	5350,4%	-98,4%	-98,2%	352,1%	883,7%
KUV	1,06	0,95	1,13	1,01	0,86	0,73
KGV	20,3	0,4	23,2	1.295,8	286,6	29,1
KCF	-	3,6	127,5	8,9	9,7	7,5
EV / EBIT	5,5	0,2	22,5	-	117,1	6,9
Dividendenrendite	2,6%	181,2%	2,8%	2,8%	3,4%	2,6%

und Heimspeicher, während das klassische Kerngeschäft mit Fußbodenheizungen wie auch der Absatz von Wärmepumpen noch sehr verhalten blieben.

### ITK-Segment mit stärkstem Zuwachs

Noch stärker gewachsen ist aber das ITK-Segment, das die hohe Dynamik des ersten Quartals (53 Prozent) in den folgenden drei Monaten noch einmal auf 58 Prozent erhöhen konnte und damit im ersten Halbjahr um 55 Prozent auf 9,8 Mio. Euro zugelegt hat. Größtenteils war dies auf die letztjährige Übernahme der Unternehmen der cs-Gruppe zurückzuführen, doch auch das organische Wachstum, das 3U auf 16 Prozent beziffert und das u.a. durch die Gewinnung eines weiteren Großkunden im Bereich Voice Business getrieben wurde, war beträchtlich.

### Weniger Stromproduktion und Preisrückgang

Fortgesetzt hat sich im zweiten Quartal – leider – auch die schwache Entwicklung des Segments Erneuerbare Energien, das in den Monaten April bis Juni 1,2 Mio. Euro und damit 31 Prozent weniger als vor einem Jahr umgesetzt hat. Auf Halbjahressicht betrug der Umsatzrückgang somit 45 Prozent auf 2,4 Mio. Euro. Ursächlich dafür war einerseits die im Vorjahresvergleich um 20 Prozent gesunkene Produktion von Wind- und Solarstrom. Diese war eine Folge der ungünstigeren Witterungsverhältnisse, im Windbereich aber auch einer mehrwöchigen Störung des Umspannwerks des größten Windparks Langendorf sowie einem mehrmonatigen Ausfall einer Windkraftanlage des Windparks Roge, der erst Anfang August behoben wurde, geschuldet. Andererseits wurde der Segmentumsatz durch den niedrigen Strompreis belastet, zu dem 3U den Windstrom verkaufen konnte. Der durchschnittliche Monatsmarktwert für Onshore-Windstrom lag im ersten Halbjahr bei 5,69 Cent/kWh, nach 9,02 Cent/kWh im Vorjahr.

### Hoher Ertrag aus Goldverkauf

Zusätzlich zum steigenden Umsatz konnte 3U im ersten Halbjahr einen hohen Ertrag in Höhe von ca. 1 Mio. Euro aus dem Verkauf der vor vier Jahren erworbenen Goldbestände erzielen, was maßgeblich zum

Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge um 143 Prozent auf 2,1 Mio. Euro beigetragen hat. Inklusive der SBE und der positiven Bestandsveränderungen von 0,6 Mio. Euro (Vorjahr: 0,2 Mio. Euro), die vor allem die wieder aufgenommene Projektentwicklung im Windparkbereich widerspiegeln, und abzüglich des um 23 Prozent erhöhten Materialaufwands hat sich der Rohertrag überproportional zum Umsatz um 18 Prozent auf 12,2 Mio. Euro erhöht. Bezogen ausschließlich auf die drei operativen Bereiche betrug das Rohertragswachstum hingegen 9 Prozent und war damit etwas schwächer als der Umsatzanstieg. Dafür war der Umsatzrückgang in dem besonders rohertragsstarken Segment Erneuerbare Energien verantwortlich, darüber hinaus ist wegen der diesmal besonders stark gewachsenen Voice-Business-Erlöse und der hier zu zahlenden Durchleitungsgebühren die Rohmarge des ITK-Segments von 56,2 auf 53,4 Prozent gesunken. Demgegenüber konnte erfreulicherweise die Rohmarge der SHK-Sparte, die noch im ersten Quartal auf 19,1 Prozent gesunken war, im zweiten Vierteljahr und auch im ersten Halbjahr auf 22,7 resp. 21,0 Prozent gesteigert werden, womit sowohl auf Quartals- als auch auf Halbjahresebene mehrjährige Höchstwerte erreicht wurden. Das Unternehmen begründet diese Trendwende mit sehr günstigen Einkaufskonditionen im PV-Bereich.

### Personalaufwandsquote stark erhöht

Vor allem durch die Übernahme der cs-Unternehmen im letzten September hat sich die Mitarbeiterzahl (FTE) binnen Jahresfrist von 127 auf 164 Ende Juni 2024 erhöht, was zusammen mit steigenden Gehältern für eine in Relation zum Rohertragswachstum deutlich überproportionale Zunahme des Personalaufwands um 28 Prozent auf 5,4 Mio. Euro verantwortlich war. Nur geringfügig schwächer als der Rohertrag sind mit +17 Prozent auf 4,2 Mio. Euro die sonstigen betrieblichen Aufwendungen gestiegen, deren Zunahme u.a. auf die Defekte im Windparkbereich und die damit verbundenen Reparaturkosten zurückzuführen sind. Einen starken Anstieg gab es schließlich bei den Abschreibungen, die im ersten Halbjahr mit 2,1 Mio. Euro rund ein Viertel über dem Niveau der ersten sechs Monate 2023 lagen.

Geschäftszahlen	HJ 23	HJ 24	Änderung
Umsatz	25,09	28,98	+15,5%
ITK	6,33	9,84	+55,4%
Erneuerbare Energien	4,34	2,40	-44,7%
SHK	14,72	17,11	+16,2%
EBITDA	2,59	2,65	+2,3%
ITK	1,80	2,30	+27,4%
Erneuerbare Energien	3,21	1,41	-56,2%
SHK	-0,44	-0,11	-
EBITDA-Marge	10,3%	9,1%	
ITK	28,5%	23,3%	
Erneuerbare Energien	73,9%	58,6%	
SHK	-3,0%	-0,6%	
EBIT	0,89	0,53	-40,4%
ITK	1,58	2,00	25,9%
Erneuerbare Energien	2,19	0,39	-82,3%
SHK	-0,80	-0,48	-
EBIT-Marge	3,6%	1,8%	
Vorsteuerergebnis	2,33	0,97	-58,5%
Vorsteueremarge	9,3%	3,3%	
Nettoergebnis	1,60	0,76	-52,4%
Netto-Marge	6,4%	2,6%	
Free-Cashflow	-3,71	-11,79	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen;

## Konzern-EBITDA leicht verbessert

Anders als im ersten Quartal, in dem das EBITDA deutlich gesunken war, konnte es in den Monaten April bis Juni wegen der höheren Umsatzdynamik und der Erträge aus dem Goldverkauf im Jahresvergleich um 162 Prozent auf 1,9 Mio. Euro gesteigert werden, so dass auch im gesamten Zeitraum Januar bis Juni ein leichter Anstieg um 2 Prozent auf 2,7 Mio. Euro erreicht wurde. Bezogen auf den Halbjahresumsatz entspricht das einer Marge von 9,1 Prozent, die sich somit im Jahresvergleich um 1,2 Prozentpunkte ermäßigt hat. Auf der Ebene der operativen Segmente ist das Bild hingegen deutlich differenzierter. Den größten Beitrag leistete nun das Segment ITK, dessen EBITDA um 27 Prozent auf 2,3 Mio. Euro gestiegen ist, während die Sparte Erneuerbare

Energien einen Rückgang um 56 auf 1,4 Mio. Euro hinnehmen musste. Eine Verbesserung gab es schließlich im SHK-Segment, dessen EBITDA-Verlust von -0,4 auf -0,1 Mio. Euro eingedämmt wurde. Separat betrachtet brachte das zweite Quartal hier sogar einen leichten EBITDA-Überschuss von 0,1 Mio. Euro, zum ersten Mal seit Ende 2022.

## EBIT und Nettogewinn rückläufig

Nach Abschreibungen verblieb ein EBIT von 0,5 Mio. Euro, das somit um 40 Prozent niedriger als im ersten Halbjahr 2023 ausgefallen ist. Da sich auch das positive Finanzergebnis wegen der gesunkenen Liquidität (im Sommer 2023 wurde die Rekorddividende von 118 Mio. Euro ausgezahlt) um 70 Prozent auf 0,4 Mio. Euro reduziert hat, betrug der Rückgang des Vorsteuerergebnisses 59 Prozent auf 1,0 Mio. Euro. Nach Ertragssteuern (0,2 Mio. Euro) und Minderheitsanteilen (0,04 Mio. Euro) wurde im ersten Halbjahr damit ein Gewinn von 0,8 Mio. Euro erzielt, rund 52 Prozent weniger als letztes Jahr.

## 200 Bitcoin erworben

Schwächer als im Vorjahr ist im ersten Halbjahr auch der operative Cashflow ausgefallen, der zum 30.06. einen negativen Saldo von -0,8 Mio. Euro aufweist (Vorjahr: +34 Tsd. Euro). Ursächlich dafür war vor allem der starke Forderungs- und Vorratsaufbau, dessen Cash-Effekt sich auf -4,1 Mio. Euro belaufen hat. Einen deutlichen Mittelabfluss gab es diesmal auch im Investitions-Cashflow, in dem die Baukosten der in Errichtung befindlichen neuen Konzernzentrale in Marburg, die Zuflüsse aus dem Verkauf des Goldbestandes und der Kauf von 200 Bitcoin zum Stückpreis von 66 Tsd. Euro für einen Saldo von -11,0 Mio. Euro sorgten (Vorjahr: -3,7 Mio. Euro). Kumuliert über die beiden Teilsalden betrug der Free-Cashflow der ersten sechs Monate somit -11,8 Mio. Euro, nach -3,7 Mio. Euro im Vorjahr.

## Weiter hohe Nettoliquidität ...

Einen leichten Mittelabfluss gab es auch im Finanzierungs-Cashflow, in dem sich die Zahlung der Dividende (-1,7 Mio. Euro) und die Tilgung der Leasingverbindlichkeiten (-0,6 Mio. Euro) einerseits und eine

Nettokreditaufnahme von 2,0 Mio. Euro andererseits zu -0,3 Mio. Euro addierten (im Vorjahr hatte die Ausschüttung der Rekorddividende von 3,20 Euro je Aktie, insgesamt 117,7 Mio. Euro, für einen Finanzierungs-Cashflow von -118,0 Mio. Euro geführt). Insgesamt hat sich die bilanzielle Liquidität dadurch im ersten Halbjahr von 55,4 auf 43,3 Mio. Euro reduziert, womit sie noch immer 37 Prozent der Bilanzsumme von 118,6 Mio. Euro darstellt. Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten von 20,3 Mio. Euro (einschl. der Leasing-Verbindlichkeiten) betrug die Nettoliquidität zur Jahresmitte 23,1 Mio. Euro.

### ...und Eigenkapitalquote

Ebenfalls sehr komfortabel stellt sich weiterhin die Eigenkapitalposition dar. Obwohl sich das Eigenkapital im ersten Halbjahr wegen der Dividendenzahlung leicht auf 88,2 Mio. Euro ermäßigt hat, lag die Eigenkapitalquote per Ende Juni bei 74,4 Prozent und damit nur unwesentlich unter dem Niveau vom Jahresanfang (75,1 Prozent).

### Prognose mit Einschränkung bestätigt

Für das laufende Jahr strebt 3U weiterhin ein Umsatzwachstum auf 58,0 bis 62,0 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge zwischen 7 und 8 Prozent an. Mit Verweis auf das anhaltend niedrige Preisniveau an der Strombörse und die noch ausbleibende Belegung des Bausektors, von der sich das Management mehr Rückenwind für das SHK-Geschäfts verspricht, nannte 3U das Margenziel nun ambitioniert, aber noch erreichbar.

### Strategie Mission 2026 modifiziert

Zugleich hat 3U die im letzten Jahr vorgestellte mittelfristige Strategie „Mission 2026“, in deren Rahmen der Unternehmenswert bis 2026 auf 510 bis 620 Mio. Euro gesteigert werden soll, etwas modifiziert. Die nun als „Mission 2026+“ genannte Strategie umfasst angesichts des derzeit anhaltend schwierigen Umfelds nun einen längeren Zeitraum und als zusätzliche Wertkomponente das Bitcoin-Investment. Hier hat sich 3U mit 12 Mio. Euro positioniert und erwartet eine langfristige Wertsteigerung. Schließlich wurde eine weitere Übernahme im ITK-Segment angekün-

digt, während sich die Akquisitionspläne zuvor – mit Ausnahme des bereits 2023 durchgeführten Zukaufs der cs-Gruppe – auf das SHK-Segment beschränkten. Und zwar sollen zeitnah im Rahmen eines Asset-Deals einige Kundenprojekte und die damit betrauten Teams im Bereich Managed IT-Services übernommen werden.

### Repowering-Projekt schreitet voran

Wichtige Fortschritte im Rahmen der Wachstumsstrategie konnte 3U in den letzten Monaten für das Segment Erneuerbare Energien erzielen. Und zwar hat das Repowering-Projekt in Langendorf im Rahmen der Ausschreibung der Bundesnetzagentur den Zuschlag erhalten, wobei eine garantierte Einspeisevergütung von 9,2 Cent je kWh (inkl. des sogenannten Gütefaktors, mit dem die Nachteile konkreter Standorte ausgeglichen werden) zugesagt wurde. Auf dieser Grundlage wurden bereits die 5 Windenergieanlagen bestellt, deren Inbetriebnahme bis Ende 2025 erfolgen soll.

### EBITDA-Schätzung niedriger

Wir haben unsere Schätzungen für 2024 bisher am unteren Ende der 3U-eigenen Zielkorridore platziert. Umsatzseitig halten wir dies weiterhin für gerechtfertigt, wobei wir unsere Schätzung gegenüber dem Mai-Update von 58,2 auf 58,6 Mio. Euro geringfügig angehoben haben. Diese leichte Anhebung ist der Saldo einer höheren Schätzung der SHK-Erlöse (32,3 Mio. Euro) bei einer aufgrund der anhaltend niedrigen Strompreise auf 5,1 Mio. Euro abgesenkten Erwartung bezüglich der Umsätze der Sparte Erneuerbare Energien (zuvor: 31,0 bzw. 6,0 Mio. Euro). Diese Änderung der Umsatzstruktur, in Verbindung mit der Aktualisierung der Aufwandsquoten und der Integration der Erträge aus dem Goldverkauf, hat in Summe eine Absenkung unserer EBITDA-Schätzung auf 3,9 Mio. Euro bewirkt, gleichbedeutend mit einer Marge von 6,6 Prozent (bisher: 4,1 Mio. Euro resp. 7,0 Prozent). Damit rechnen wir nun mit einer Profitabilität unterhalb des Prognosekorridors des 3U-Vorstands. Das korrespondiert mit einem minimal negativen EBIT von -0,3 Mio. Euro sowie mit einem Gewinn nach Steuern und Minderheitsanteilen von 0,2 Mio. Euro.



Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	58,6	69,3	81,1	88,4	96,1	104,6	114,1	124,7
Umsatzwachstum		18,1%	17,2%	8,9%	8,7%	8,9%	9,1%	9,3%
EBIT-Marge	-0,6%	0,5%	6,6%	7,9%	9,2%	10,6%	12,9%	13,4%
<b>EBIT</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>8,9</b>	<b>11,0</b>	<b>14,8</b>	<b>16,7</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,1	0,1	1,6	2,1	2,7	3,3	4,4	5,0
<b>NOPAT</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,9</b>	<b>6,2</b>	<b>7,7</b>	<b>10,3</b>	<b>11,7</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,5	5,6	5,7	5,7	5,9	6,0	5,0	5,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,8</b>	<b>15,4</b>	<b>17,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	2,1	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
- Investitionen AV	-18,4	-51,0	-1,2	10,7	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9
<b>Free Cashflow</b>	<b>-12,9</b>	<b>-45,8</b>	<b>7,6</b>	<b>20,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>

SMC Schätzmodell

## Zielumsatz höher

Aus den Änderungen haben sich auch Rückwirkungen auf die Folgejahre ergeben. Insbesondere hat sich dank der höheren Basis im SHK-Segment die gesamte Umsatzreihe der Sparte erhöht. Auf der anderen Seite haben wir die Stromerträge auch für 2025 noch etwas abgesenkt, weil wir davon ausgehen, dass die Preise an der Strombörse auch nächstes Jahr niedrig bleiben und zudem die Inbetriebnahme der neuen Anlagen in Langendorf etwas später erfolgt als von uns bisher angenommen. Ab 2026 wirkt sich aber die Kombination aus zusätzlicher Erzeugungskapazität und der hohen Einspeisevergütung für die neuen Anlagen positiv auf den Umsatz aus. Zusammen mit den höheren Schätzungen für die SHK-Erlöse führt dies zu einem leicht erhöhten Zielumsatz für das Jahr 2031 von nun 124,7 Mio. Euro (bisher: 122,7 Mio. Euro). Weitere Akquisitionen sind darin noch nicht eingerechnet, auch den relativ konkret angekündigten Asset-Deal im ITK-Segment haben wir in Ermangelung konkreter Daten noch unberücksichtigt gelassen. Um die Unsicherheit unserer Schätzungen nicht weiter zu erhöhen, haben wir auch darauf verzichtet, etwaige Erträge aus dem Bitcoin-Engagement zu modellieren. Wir haben lediglich für 2024 den Cash-Abfluss und für 2027 einen

Zufluss in selber Höhe angenommen. Durch die Verschiebung der unterstellten Umsatzstruktur sowie durch die Aktualisierung der Abschreibungsansätze hat sich auch die im Modell angenommene Ziel-EBIT-Marge für 2031 verändert und liegt nun bei 13,4 Prozent (bisher: 14,3 Prozent). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2024 bis 2031 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang.

## Rahmenparameter unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,1 berechnet und belaufen sich auf 8,9 Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins liegt bei 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 40 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 30,0 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 6,7 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value,

der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums, abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 25 Prozent, und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert.

### **Kursziel nun bei 3,30 Euro**

Auf der Grundlage dieser Annahmen resultiert aus dem Modell ein fairer Wert des Eigenkapitals von 110,5 Mio. Euro bzw. 3,29 Euro je Aktie, woraus wir

das neue Kursziel von 3,30 Euro ableiten (bisher: 3,50 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die leichte Reduktion ist der vorsichtigeren Einschätzung der diesjährigen Gewinnentwicklung geschuldet. Unverändert geblieben ist hingegen die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, welches wir weiterhin als leicht überdurchschnittlich bewerten, was in der Vergabe von vier Punkten (auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch)) zum Ausdruck kommt.

## Fazit

---

Für zwei der drei Segmente von 3U haben sich im zweiten Quartal die Trends vom Jahresanfang fortgesetzt: Während das ITK-Segment das starke Wachstum fortsetzen und sogar leicht beschleunigen konnte, sind die Erträge der Sparte Erneuerbare Energien, die mit einer ungünstigeren Witterung, sinkenden Strompreisen und technisch bedingten Produktionsausfällen zu kämpfen hatte, erneut deutlich rückläufig ausgefallen. Im dritten Segment, SHK, gab es hingegen in den Monaten April bis Juni eine deutliche Wachstumsbeschleunigung, die sich auch in einer Trendumkehr der Ergebnisentwicklung niederschlagen hat.

Dadurch konnte das SHK-Segment auch im gesamten ersten Halbjahr den Umsatz deutlich, um 16 Prozent auf 17,1 Mio. Euro, steigern und den Verlust eindämmen. Kombiniert mit dem Wachstum des ITK-Segments (+55 Prozent auf 9,8 Mio. Euro) und der Kontraktion im Geschäft mit Wind- und Solarstrom (-45 Prozent auf 2,4 Mio. Euro) ergab sich im ersten Halbjahr ein Umsatzanstieg um 16 Prozent auf 29,0 Mio. Euro.

Ergebnisseitig wog hierbei der Rückgang der sehr margenstarken Erlöse der Sparte Erneuerbare Energien besonders schwer, was 3U aber durch den Verkauf von Goldbeständen kompensieren konnte. Infolgedessen hat das EBITDA, das im ersten Quartal noch stark gesunken war, auf Halbjahressicht leicht auf 2,6 Mio. Euro (+2 Prozent) zugelegt. Das EBIT und das Nettoergebnis sind aber gesunken, um 40 resp. 52 Prozent.

Vor dem Hintergrund der Halbjahreszahlen hat 3U die eigene Ergebnisprognose für das Gesamtjahr

(EBITDA-Marge zwischen 7 und 8 Prozent) zwar bestätigt, aber nun als ambitioniert bezeichnet, während die Umsatzprognose (58,0 bis 62,0 Mio. Euro) bekräftigt wurde. Wie bereits zuvor kommuniziert, ist 2024 für 3U ein Übergangsjahr, in dem die Weichen für die nächste Wachstumsphase gestellt werden sollen. Dazu gehört insbesondere das Repowering-Projekt in Langendorf, das sich nach dem erfolgreichen Ausschreibungszuschlag nun in der Umsetzungsphase befindet. Aber auch die Sortimentsanpassung bei Selfio sowie die geplanten Akquisitionen im SHK- und ITK-Segment gehören zu diesen Maßnahmen, mit denen die Ziele des im letzten Jahr formulierten und nun unter der Bezeichnung „Mission 2026+“ aktualisierten Wachstumsprogramms erreicht werden sollen. Die Aktualisierungen betrafen u.a. die Streckung des zeitlichen Rahmens und die Erweiterung der Investitionsportfolios um eine signifikante Bitcoin-Position, mit der 3U auf weitere Kursgewinne der Kryptowährung setzt.

Aus Vorsicht haben wir darauf verzichtet, mögliche Erträge aus dem Bitcoin-Engagement zu modellieren. Auch die Effekte weiterer Akquisitionen lassen wir so lange unberücksichtigt, bis die Vorhaben ausreichend konkret und mit Daten unterlegt sind. Unsere Wertermittlung stellt somit, wie schon bisher, auf die Fortschreibung der organischen Entwicklung ab.

Doch schon auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert bei 3,30 Euro je Aktie und damit weit oberhalb des aktuellen Kurses. In Kombination mit der exzellenten Bilanzsituation, der überzeugenden Strategie und dem guten Track-Record des Managements rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Buy“.



# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Seit 2016 ist der 3U-Konzern durchgehend profitabel.
- Die Aufstellung in drei Segmenten bietet eine Diversifikation gegen kurzfristige Schwankungen und eine Flexibilität bezüglich der Terminierung der Wachstumsinitiativen.
- Darüber hinaus sorgen die Aktivitäten im Beteiligungs- und Immobilienbereich immer wieder für zusätzliche Erträge.
- Mit dem weclapp-Verkauf wurde ein großes Engagement mit einem sehr hohen Gewinn abgeschlossen und die lange Reihe erfolgreich beendeter Investments fortgeführt.
- Eine exzellente Bilanz mit einer sehr hohen Nettoliquidität und einer hohen EK-Quote.

## Chancen

- 3U adressiert attraktive Märkte mit absehbar hohem Wachstumspotenzial.
- Das Wachstum soll zusätzlich durch Akquisitionen beschleunigt werden, wofür ein sehr großes Kapitalpolster vorhanden ist.
- Die cs-Akquisition könnte vielfältige Synergiepotenziale bieten, ein weiterer Zukauf im ITK-Segment wurde bereits in Aussicht gestellt.
- Mit dem neuen Produkt ThermCube verfügt 3U über eine innovative Lösung für einige zentrale Hindernisse der angestrebten Wärmewende.
- Das Repowering der Windparks verspricht weiteres Ertragspotenzial.
- Die Fertigungsentwicklung einiger Windparkprojekte bietet Potenzial für eine hohe Wertschöpfung und für zusätzliche Erzeugungskapazitäten.
- Mit der großen Bitcoin-Position würde 3U von einer positiven Kursentwicklung stark profitieren.

## Schwächen

- Die Margen im E-Commerce-Bereich sind sehr niedrig. 2023 wurden hier ein deutlicher Umsatzrückgang und ein hoher Verlust verzeichnet. Beim EBIT war auch das erste Halbjahr 2024 defizitär.
- Stromerträge im ersten Halbjahr von technischen Problemen und dem niedrigen Strompreis belastet.
- Auch 2024 dürfte allenfalls ein moderates organisches Wachstum erzielt werden, der Gewinn könnte laut Prognose sogar zurückgehen.
- Nachteilige Witterungsverhältnisse können Erträge im Segment Erneuerbare Energien schmälern.
- Mit Ausnahme eines Windparks befinden sich sämtliche Vorhaben zum Kapazitätsausbau des Segments Erneuerbare Energien noch in einer frühen Planungsphase.

## Risiken

- Die Bemühungen um eine Verbesserung der Profitabilität im SHK-Segment könnten angesichts des intensiven Preiswettbewerbs im Online-Handel scheitern.
- Die schwache Entwicklung des Onlinehandels und des SHK-Marktes könnte weiter anhalten.
- Die Erwartungen an das Geschäft mit ThermCube könnten verfehlt werden.
- Anhaltende Tiefpreise an der Strombörse könnten die Rentabilität der Windparks außerhalb des EEG schmälern.
- Das geplante Wachstum im Bereich Managed Services könnte hinter den Erwartungen bleiben.
- Der geplante Akquisitionskurs birgt erfahrungsgemäß Risiken wie die Fehleinschätzung eines Targets oder Integrationsprobleme.
- Durch das Bitcoin-Engagement besteht ein Risiko hoher Kursverluste.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	39,6	54,3	99,1	94,0	76,9	71,7	66,6	62,6	58,6
1. Immat. VG	5,5	5,2	4,9	4,7	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9
2. Sachanlagen	33,4	35,9	81,0	76,1	71,2	66,2	61,3	57,4	53,5
II. UV Summe	79,7	67,2	74,3	79,8	94,3	100,1	104,8	108,9	111,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	89,5	88,5	88,7	90,4	92,2	94,9	96,6	99,5	101,1
II. Rückstellungen	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	17,5	20,2	66,6	65,1	60,1	57,7	54,9	51,7	48,2
2. Kurzfristiges FK	10,3	10,8	15,9	16,0	16,4	16,8	17,2	17,6	18,1
<b>BILANZSUMME</b>	<b>119,3</b>	<b>121,6</b>	<b>173,4</b>	<b>173,8</b>	<b>171,1</b>	<b>171,9</b>	<b>171,4</b>	<b>171,6</b>	<b>170,3</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	52,4	58,6	69,3	81,1	88,4	96,1	104,6	114,1	124,7
Rohertrag	19,6	21,3	26,6	33,3	36,7	40,4	44,6	49,3	53,7
EBITDA	5,2	3,9	6,6	11,7	13,4	15,4	17,7	20,4	22,6
EBIT	1,6	-0,3	0,3	5,3	7,0	8,9	11,0	14,8	16,7
EBT	3,7	0,3	0,5	3,1	4,9	7,4	9,8	13,8	16,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,1	0,2	0,4	2,2	3,5	5,2	6,9	9,6	11,2
JÜ	2,6	0,0	0,2	2,0	3,3	5,0	6,7	9,5	11,0
EPS	0,08	0,00	0,01	0,06	0,10	0,15	0,20	0,28	0,33

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	0,5	6,6	6,1	7,9	9,2	11,0	12,8	14,4	16,1
CF aus Investition	-7,7	-18,4	-51,0	-1,2	10,7	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9
CF Finanzierung	-127,0	1,3	51,1	-2,2	-6,6	-5,0	-7,9	-10,0	-13,1
Liquidität Jahresanfa.	189,7	55,4	44,9	51,1	55,5	68,9	73,5	76,8	79,5
Liquidität Jahresende	55,4	44,9	51,1	55,5	68,9	73,5	76,8	79,5	80,6

### Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	-16,4%	12,0%	18,1%	17,2%	8,9%	8,7%	8,9%	9,1%	9,3%
Rohertragsmarge	37,5%	36,4%	38,4%	41,1%	41,5%	42,0%	42,6%	43,2%	43,1%
EBITDA-Marge	10,0%	6,6%	9,5%	14,4%	15,2%	16,0%	17,0%	17,9%	18,1%
EBIT-Marge	3,1%	-0,6%	0,5%	6,6%	7,9%	9,2%	10,6%	12,9%	13,4%
EBT-Marge	7,0%	0,5%	0,7%	3,8%	5,6%	7,7%	9,4%	12,1%	12,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,9%	0,1%	0,3%	2,5%	3,7%	5,2%	6,4%	8,3%	8,8%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	5,12	4,58	4,17	3,83	3,55
6,2%	4,42	4,01	3,69	3,42	3,19
6,7%	3,87	3,55	3,29	3,07	2,89
7,2%	3,42	3,17	2,96	2,78	2,63
7,7%	3,06	2,85	2,68	2,53	2,40

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 15.08.2024 um 7:15 Uhr fertiggestellt und am 15.08.2024 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:  
<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>



In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.05.2024	Buy	3,50 Euro	1), 3)
10.04.2024	Buy	3,50 Euro	1), 3)
15.03.2024	Buy	3,30 Euro	1), 3)
13.11.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3)
18.08.2023	Buy	3,00 Euro	1), 3), 4)
01.06.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3), 4)
02.05.2023	Buy	6,20 Euro / 3,00* Euro	1), 3)
15.03.2023	Buy	5,70 Euro	1), 3)
02.03.2023	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
15.11.2022	Buy	5,60 Euro	1), 3), 4)
12.09.2022	Buy	5,50 Euro	1), 3), 4)
18.08.2022	Buy	3,60 Euro	1), 3), 4)

*\*ex-Dividende*

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, ein Update und zwei Research-Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

*Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.