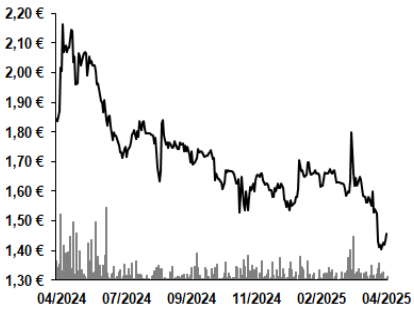
16.04.2025 **3U HOLDING AG**

Akt. Kurs *(16.04.2025, 11:37, Xetra)*: 1,45 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **2,90 (2,90) EUR**

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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	2,22 €	1,31 €
Aktueller Kurs:	1,45 €	
Aktienzahl ges.:	36.816.014	
Streubesitz:	64,5%	
Marktkapitalis.:	53,2 Mio. €	



Kennzahlen

	2023	2024	2025e	2026e
Umsatz	52,4	55,7	63,0	72,0
bisher	---	*55,3*	*57,5*	*66,0*
EBIT	1,6	0,1	-2,6	-0,8
bisher	---	*-1,6*	*-0,3*	*2,7*
Jahresüb.	2,6	0,7	-3,2	-3,1
bisher	---	*-1,0*	*-0,8*	*0,3*
Erg./Aktie	0,07	0,02	-0,10	-0,09
bisher	---	*-0,03*	*-0,02*	*0,01*
Dividende	0,05	0,00	0,00	0,00
bisher	---	---	---	---
Div.-Rend.	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%
KGV	20,5	66,2	neg.	neg.

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

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 aktuell rund 250 Beschäftigten primär in Deutschland sowie auch in Österreich präsent.

Angepasste Guidance für 2024 (über-)erfüllt

Aufgrund der unter den ursprünglichen Erwartungen verlaufenen Entwicklung in den Segmenten Erneuerbare Energien und SHK hatte der 3U-Vorstand seinen Ausblick für das insgesamt durch schwierige Rahmenbedingungen geprägte Geschäftsjahr 2024 im Herbst angepasst (nähere Einzelheiten siehe unser letztes Research vom 10.12.2024). Schlussendlich konnten die Marburger die aktualisierte Guidance wie auch unsere letzten Schätzungen nun beim Umsatz leicht und auf der Ertragsseite deutlich übertreffen.

Konkret wuchs der mit mindestens 55,0 Mio. Euro avisierte Konzernumsatz um 6,5 Prozent von 52,35 auf 55,75 Mio. Euro. Hiervon entfielen 4,96 (Vj. 1,95) Mio. Euro auf die erst seit dem 1. September 2023 konsolidierte cs-Gruppe. Auf Segmentebene steuerten vor Überleitungseffekten ITK 34,4 (29,3) Prozent, Erneuerbare Energien 8,6 (15,4) Prozent und SHK 58,3 (56,6) Prozent zu den Konzernerlösen bei.

Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen kam es fast zu einer Verdoppelung von 2,43 auf 4,50 Mio. Euro. Ursächlich dafür war zum einen ein auf technisch bedingte Ausfälle im Segment Erneuerbare Energien zurückzuführender Anstieg der Versicherungsentschädigungen auf 1,03 (0,08) Mio. Euro. Zum anderen konnte 3U mit der Veräußerung eines Goldbestands auf Holdingebene einen Gewinn von 0,96 Mio. Euro realisieren, dies entsprach knapp einem Drittel des 2020 gezahlten Kaufpreises. Im Zusammenhang mit laufenden Windparkprojektentwicklungen erhöhte sich der Saldo aus Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen ebenfalls auf 0,76 (0,46) Mio. Euro.

Infolge der deutlichen Verschiebung im Umsatzmix vom margenstärksten Segment Erneuerbare Energien zu ITK und SHK bei insgesamt gewachsenen Aufwendungen erhöhten sich sämtliche Kostenquoten im Konzern. So kletterte der Materialaufwand um 13,5 Prozent von 33,19 auf 37,68 Mio. Euro, womit ein Anstieg der Materialaufwandsquote von 63,4 auf 67,6 Prozent einherging. Die auch akquisitionsbedingte Ausweitung der Mitarbeiterzahl um 16,4 Prozent auf durchschnittlich 185 (159) Beschäftigte schlug sich bei den Personalaufwendungen in einem deutlichen Zuwachs um 18,5 Prozent auf 10,93 (9,22) Mio. Euro nieder, woraus eine von 17,6 auf 19,6 Prozent gesteigerte Personalaufwandsquote resultierte. Und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen legten vor allem infolge höherer Marketingausgaben um 13,6 Prozent auf 8,63 (7,59) Mio. Euro bzw. im Verhältnis zum Umsatz auf 15,5 (14,5) Prozent zu.

In Summe resultierte daraus ein EBITDA von 3,77 (5,23) Mio. Euro. Dies entsprach einer EBITDA-Marge von 6,8 (10,0) Prozent, womit der Zielkorridor von 4 bis 5 Prozent deutlich überschritten wurde. Ursächlich dafür waren vor allem höhere Winderträge und Zuflüsse aus Versicherungsentschädigungen als zum Zeitpunkt der Prognoseanpassung von 3U erwartet.

Die Abschreibungen bewegten sich mit 3,64 Mio. Euro nur minimal über dem Vorjahresniveau von 3,59 Mio. Euro. So verblieb ein leicht positives EBIT von 0,14 (1,64) Mio. Euro. Das gesunkene Zinsniveau führte in Verbindung mit einem geringeren Volumen verzinslich angelegter Liquidität zu einem Rückgang des Finanzergebnisses von 2,05 auf 0,53 Mio. Euro. So belief sich das Vorsteuerergebnis auf 0,66 (3,69) Mio. Euro.

Aufgrund latenter Steuern kam es zu einem Steuerertrag von 0,18 Mio. Euro, während im Vorjahr eine Belastung von 0,59 Mio. Euro angefallen war. Die Anteile Dritter reduzierten sich merklich auf 0,11 (0,55) Mio. Euro. In Summe resultierte daraus unter dem Strich ein Jahresüberschuss von 0,73 (2,55) Mio. Euro bzw. 0,02 (0,07) Euro je Aktie, der deutlich oberhalb der ursprünglichen Prognosebandbreite von minus 1,0 bis 0,0 Mio. Euro lag.

Angesichts der mit den ambitionierten Wachstumsplänen verbundenen Investitionserfordernisse (nähere Details siehe Seiten 5 bis 7) schlägt das Management der für den 28. Mai 2025 geplanten Hauptversammlung vor, für das Geschäftsjahr 2024 auf die Ausschüttung einer Dividende zu verzichten und den Gewinn stattdessen zur Stärkung der Innenfinanzierung zu thesaurieren.

ITK: Wachstum deutlich über der Branche

Der Markt für Informationstechnik und Telekommunikation in Deutschland verzeichnete 2024 ein moderates Wachstum von 3,3 Prozent. Demgegenüber konnte das 3U-Segment ITK den Umsatz im vergangenen Geschäftsjahr einschließlich Intersegmenterlösen von 0,78 (Vj. 0,68) Mio. Euro kräftig um 25,1 Prozent von 15,34 auf 19,18 Mio. Euro ausweiten. Unter Ausklammerung des anteiligen Effekts aus der Erstkonsolidierung der cs-Gruppe, die 4,96 (1,95) Mio. Euro beisteuerte, belief sich der organische Zuwachs auf 6,3 Prozent. Dabei profitierte das Segment auch von einem guten Bestandskundengeschäft.

Der Bereich Managed Services, der Systemhausaktivitäten, Rechenzentrumsdienstleistungen und Software-Lizenzhandel umfasst, entwickelte sich einschließlich des Beitrags der cs-Gruppe mit einem Umsatzwachstum von 25,4 Prozent auf 5,27 (4,20) Mio. Euro weiterhin sehr positiv. Dabei entfielen auf dieses Digitalisierungsgeschäft mit mittelständischen Kunden insgesamt 27,5 (27,4) Prozent der Segmenterlöse.

Der Bereich Voice Business (Netzinfrastruktur, Terminierung, weitere Mehrwertdienste für Geschäftskunden) legte ebenfalls deutlich um 9,4 Prozent von 8,25 auf 9,03 Mio. Euro zu. Dabei steuert er mit 47,0 (53,8) Prozent weiterhin den Löwenanteil zum Segmentumsatz bei. Im Bereich Voice Retail (Call-by-Call, Preselection für Endkunden) schrumpften die Erlöse hingegen erwartungsgemäß weiter um 16,3 Prozent auf 1,14 (1,36) Mio. Euro. Dies entsprach einem Anteil am ITK-Umsatz von 6,0 (8,8) Prozent.

Im Bereich Sonstiges, der den Verkauf von Hard- und Software nebst Montage- und Installationsdienstleistungen beinhaltet, sprangen die Erlöse hingegen kräftig um knapp 150 Prozent von 1,53 auf 3,75 Mio. Euro. Damit verbunden war auch fast eine Verdoppelung des Anteils am Segmentumsatz auf 19,5 (10,0) Prozent.

Insgesamt führte der günstigere Produktmix auf Segmentebene zu einer leichten Erhöhung der Rohertragsmage. Da Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen jedoch stärker als der Umsatz zulegten, stieg das Segment-EBITDA nur unterproportional um 11,6 Prozent auf 4,37 (3,91) Mio. Euro. Dadurch gab die EBITDA-Marge von 25,5 auf 22,8 Prozent nach, womit sie sich aber immer noch auf einem hohen Niveau bewegte.

Erneuerbare Energien: Erwartungsgemäßer Umsatz- und Ertragsrückgang

In dem mit Abstand margenstärksten Segment Erneuerbare Energien wirkten sich 2024 eine ganze Reihe von Effekten negativ aus: Infolge einer im Vorjahresvergleich um 5,3 Prozent geringeren Sonnenscheindauer in Deutschland ging die Stromproduktion beim niedersächsischen Solarpark Adelebsen, der bis 2032 der EEG-Einspeisevergütung unterliegt, um 4,9 Prozent zurück.

Das Windaufkommen blieb 2024 sowohl in Deutschland insgesamt als auch an den Standorten der 3U-Windparks Langendorf (Sachsen-Anhalt), Roge (Mecklenburg-Vorpommern) und Klostermoor (Niedersachsen) deutlich unter dem extrem hohen Vorjahresniveau. Zudem führte ein technischer Defekt im Umspannwerk von Langendorf dazu, dass von den dortigen Windenergieanlagen (WEA) mit einer seinerzeitigen Nennleistung von 22,5 MW im Januar nahezu kein Strom eingespeist werden konnte. Darüber hinaus wurden hier im Zuge eines Repowering-Projekts im dritten Quartal planmäßig 7 WEA mit einer Nennleistung von 10,5 MW zurückgebaut. Ferner fiel in Roge eine bereits 2023 temporär defekte WEA mit einer Nennleistung von 1,8 MW bis Anfang August erneut aus. In Summe resultierte daraus eine Verringerung der Stromproduktion aller drei Windparks um 28,8 Prozent. Dabei lagen die Monatsmarktwerte für Windenergie an Land, zu denen dort 2024 die Stromvermarktung erfolgte, mit durchschnittlich 6,21 (Vj. 7,81) Cent/kWh gut 20 Prozent unter dem Vorjahresniveau.

Insgesamt führte dies zu einem erheblichen Rückgang des Segmentumsatzes um 40,4 Prozent von 8,06 auf 4,81 Mio. Euro. Davon entfielen 1,84 (1,95) Mio. Euro auf den Solarpark und 2,96 (6,11) Mio. Euro auf die drei Windparks. Immerhin erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Erträge infolge von Versicherungsentschädigungen für die technischen Defekte signifikant von 0,26 auf 1,23 Mio. Euro. Dennoch gab das sowohl im Berichts- als auch im Vorjahr durch außerplanmäßige Reparaturkosten belastete Segment-EBITDA ebenfalls deutlich um 39,2 Prozent auf 3,55 (5,83) Mio. Euro nach. Dabei verbesserte sich die EBITDA-Marge allerdings leicht auf 73,8 (72,4) Prozent.

SHK: Deutliches Wachstum in schwachem Gesamtmarkt

Das Geschäft in dem auf Onlinehandel, Do-it-yourself und klimafreundliche Technologien ausgerichteten Segment SHK ist maßgeblich in den Konzerngesellschaften Selfio SE (B2C) und PELIA Gebäudesysteme GmbH (B2B) gebündelt. Dabei betreibt die zudem für Supply-Chain-Management und Einkauf verantwortliche PELIA ein rund 14.000 qm großes Fertigungs- und Logistikzentrum in Koblenz, in dem Produkte hergestellt, gelagert, konfektioniert und versendet werden.

Im vergangenen Jahr litt die gesamte SHK-Branche weiterhin unter der durch das hohe Zinsniveau und insbesondere die politisch bedingten anhaltenden Verunsicherungen verursachten Investitionszurückhaltung. So vermeldete der Bundesverband der Deutschen Heizungsindustrie (BDH) für 2024 sowohl bei Wärmeerzeugern über alle Heizungstechnologien insgesamt als auch speziell bei Wärmepumpen jeweils einen Absatzrückgang von 46 Prozent.

Dabei profitierte das 3U-Segment SHK jedoch von der im Frühjahr 2024 vorgenommenen Ausweitung des Produkt- und Leistungsangebots auf den Photovoltaik-Bereich. Neben einer guten Nachfrage nach PV-Technik setzte in den letzten Monaten des Jahres auch eine leichte Belebung beim Geschäft mit Fußbodenheizungs- und Lüftungstechnik ein. Zudem wirkten sich die hohe Beratungsqualität im Onlinehandel, intensivierte Marketingaktivitäten sowie Optimierungen bei Liefersituation und Produktverfügbarkeiten positiv aus.

So wuchs der Segmentumsatz entgegen dem schwachen Branchenumfeld um 9,8 Prozent auf 32,52 (Vj. 29,63) Mio. Euro. Allerdings herrschte aufgrund von Überkapazitäten im Markt in Teilbereichen Preisdruck, der auch durch den Einsatz von Eigenmarken und kontinuierliche Effizienzsteigerungsmaßnahmen nicht vollständig kompensiert werden konnte. Daher legte die Materialaufwandsquote leicht auf 83,4 (82,8) Prozent zu. Demgegenüber konnte die Personalaufwandsquote trotz einer Ausweitung der Beschäftigtenzahl leicht von 11,2 auf 11,0 Prozent reduziert werden. Vor allem infolge höherer Marketingausgaben kletterte der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen am Umsatz jedoch merklich auf 13,2 (11,8) Prozent.

Letztlich führten die teilweise nicht durch Preisüberwälzungen kompensierbaren gestiegenen Beschaffungskosten in Verbindung mit aufgrund der Expansionsbestrebungen gewachsenen Ausgaben für Personal, Infrastruktur und Marketing dazu, dass das Segment-EBITDA trotz der höheren Umsatzbasis auf minus 1,95 (-1,18) Mio. Euro nachgab.

Sonstige Aktivitäten: Leicht positives Ergebnis

Im Bereich Sonstige Aktivitäten/Überleitung bildet 3U die Aktivitäten auf Holdingebene sowie die Überleitungseffekte aus der Konzernkonsolidierung ab. Vor Überleitungseffekten wurden hier Umsätze von 2,07 (Vj. 1,91) Mio. Euro ausgewiesen, die im Wesentlichen auf Managementleistungen im Konzern basierten. Zudem fielen deutlich von 0,58 auf 1,49 Mio. Euro gestiegene sonstige betriebliche Erträge an. Diese resultierten vor allem aus der eingangs erwähnten Gewinnrealisierung von 0,96 Mio. Euro aus dem Goldverkauf. Zudem führte die Mitte 2024 erfolgte Vermietung der im Eigentum der Holding stehenden Büroflächen im InnoHubs Würzburg zu höheren Mieteinnahmen. So verbesserte sich das EBITDA der sonstigen Aktivitäten deutlich auf minus 1,71 (-2,85) Mio. Euro. Einschließlich der Überleitungseffekte zeigte sich das Ergebnis des Bereichs indes mit 75 (92) TEUR insgesamt wenig verändert.

SHK-Segment durch Übernahme der EMPUR-Gruppe gestärkt

Mit Wirkung zum 1. Januar 2025 hat 3U aus vorhandener Liquidität mit der EMPUR-Gruppe einen der größten Hersteller wassergeführter Flächenheizungen in Deutschland übernommen. Die aus der EMPUR Produktionsgesellschaft mbH, der GKS GmbH & Co. KG und der EM-plan GmbH bestehende Unternehmensgruppe mit 65 Beschäftigten wurde 1997 gegründet.

Als Systemanbieter für Fußbodenheizungen für Neubau- und Sanierungsprojekte sowie industrielle Anwendungen produziert EMPUR für den Großhandel beispielsweise Kunststoffrohre für Fußbodenheizungen, Dämmstoffe, Spritzguss- und Verteilersysteme sowie Zubehör. Darüber hinaus werden Planungs- und Projektierungsdienstleistungen im Bereich Gebäudetechnik offeriert.

Angesichts dieser sehr ähnlichen Ausrichtung wurde die EMPUR-Gruppe mit Hauptsitz im rheinland-pfälzischen Buchholz-Mendt, rund eine Autostunde von der PELIA und dem von dieser betriebenen Distributionszentrum in Koblenz entfernt, innerhalb des 3U-Konzerns organisatorisch der PELIA zugeordnet.

Durch die mit der Akquisition verbundene Verbreiterung des Leistungsspektrums und die Integration der Marke EMPUR baut 3U die Positionierung als führender Anbieter in der wichtigen SHK-Produktkategorie Flächenheizungen deutlich aus. Zudem erhöht sich durch den Zukauf der Eigenmarkenanteil und damit die Wertschöpfungstiefe. Mittels Hebung von Synergien zwischen den Unternehmen im SHK-Segment auf der Einkaufs-, Vertriebs- und Produktseite will 3U hier künftig weiteres Wachstum und steigende Deckungsbeiträge generieren.

2025 als Übergangsjahr im Rahmen der 3U MISSION 2026+

Im Rahmen der Strategie 3U MISSION 2026+ soll in den kommenden Jahren in der Gruppe ein Wertpotenzial von 510 bis 620 Mio. Euro realisiert werden. Erreicht werden soll dies neben organischem Wachstum vor allem durch Investitionen im Gesamtvolumen von über 220 Mio. Euro in Unternehmenszukäufe und den signifikanten Ausbau der Nennleistung im Bereich Erneuerbare Energien. Aufgrund unterschiedlicher Einflussfaktoren in den einzelnen Segmenten betrachtet der Vorstand 2025 als Übergangsjahr auf dem Weg dorthin.

ITK: Temporärer Umsatzrückgang
Im Segment ITK, das im Herbst 2023 bereits durch die Übernahme der cs-Gruppe deutlich gestärkt wurde, liegt der Fokus im Rahmen der 3U MISSION 2026+ auf weiterem organischen Wachstum der Managed Services, das durch zusätzliche eigenfinanzierte Akquisitionen beschleunigt werden soll. Dabei wird mittelfristig ein Umsatzvolumen von über 25 Mio. Euro und eine nachhaltige EBITDA-Marge von 25 bis 30 Prozent angestrebt. In Summe resultiert daraus aus 3U-Sicht ein realisierbares Wertpotenzial von 60 bis 70 Mio. Euro.

Dabei entfallen ab diesem Jahr aufgrund der zum 31. Dezember 2024 ausgelaufenen Vereinbarung zur Netzbetreiberauswahl (Call-by-Call, Preselection) zwischen der Telekom Deutschland GmbH und dem Branchenverband VATM (Verband der Anbieter von Telekommunikations- und Mehrwertdiensten e.V.) die entsprechenden Umsätze und Erträge im Bereich Voice Retail. Zudem nimmt der Wettbewerb im Bereich Voice Business zu. Im Rahmen einer Fokussierung auf renditestarke Produktbereiche wird daher für 2025 auch hier mit rückläufigen Erlösen gerechnet.

Mittelfristig will 3U diese Umsatzeinbußen durch die Gewinnung von Neukunden in den übrigen Geschäftsfeldern und insbesondere den forcierten Ausbau der Managed Services kompensieren. Im Zuge dessen soll das Margenniveau dann auch wieder den publizierten Zielkorridor erreichen. Für 2025 wird als Übergangsjahr jedoch – ohne mögliche Zukäufe – ein Rückgang der Segmenterlöse im mittleren einstelligen Millionen-Euro-Bereich erwartet. Bei einem prognostizierten Segment-EBITDA von 2,5 bis 3,5 Mio. Euro soll sich die EBITDA-Marge dabei auf dem Vorjahreslevel bewegen.

Erneuerbare Energien: Kapazitätsausbau im Fokus
Im Segment Erneuerbare Energien soll die Nennleistung der Energieparks im Rahmen der 3U MISSION 2026+ von ursprünglich 53 MW sukzessive massiv auf 150 bis 200 MW ausgebaut werden. Insgesamt soll hierbei bei einem Finanzierungsvolumen von über 150 Mio. Euro und einem Eigenmitteleinsatz von bis zu 10 Prozent ein Wertpotenzial von 150 bis 200 Mio. Euro realisiert werden.

Wie bereits erwähnt, läuft im Zuge dessen aktuell beim Windpark Langendorf ein Repowering-Projekt. Bei einem Investitionsvolumen von rund 70 Mio. Euro und einem Eigenmittelanteil unter 10 Prozent werden hier sieben WEA mit einer Nennleistung von je 1,5 MW durch fünf deutlich leistungsfähigere neue WEA mit einer Nennleistung von je 6,2 MW ersetzt. Einschließlich der derzeit noch bestehen bleibenden acht Altanlagen wird sich die Nennleistung des Windparks mit dem für Anfang 2026 erwarteten Abschluss der Maßnahme von 22,5 auf 43,0 MW nahezu verdoppeln. Bauartbedingt soll sich die durchschnittliche jährliche Stromproduktion dabei in etwa verdreifachen.

Die neuen WEA unterliegen dann über einen Zeitraum von 20 Jahren der EEG-Einspeisevergütung. Diese beläuft sich gemäß dem bei der Ausschreibung der Bundenetzagentur für Windenergie an Land erhaltenen Zuschlag auf 7,34 Cent/kWh, einschließlich des standortbezogenen Gütefaktors ergibt sich insgesamt eine Vergütung in Höhe von 9,2 Cent/kWh.

Da aktuell noch bis zum 30. Juni 2025 gesetzliche Erleichterungen im Genehmigungsverfahren für die Errichtung von WEA an Land gelten, arbeitet 3U darüber hinaus momentan mit Hochdruck an der Beantragung dreier weiterer Projekte bis zu diesem Datum. Dies betrifft erstens ein Repowering auch der verbleibenden acht Altanlagen in Langendorf, wobei die Gesamtnennleistung der neuen WEA in etwa mit der aus dem aktuell laufenden Projekt vergleichbar sein soll. Zweitens ist in Klostermoor ebenfalls ein Repowering geplant, in dessen Rahmen die dortigen sechs WEA mit einer Nennleistung von je 1,0 MW durch bis zu fünf moderne WEA ersetzt werden sollen, wodurch sich die Nennleistung dort von 6 auf mindestens 21 MW vervielfachen würde. Bei der dritten Maßnahme handelt es sich um ein Projekt zum Neubau von zwei WEA.

Zudem werden weiterhin auch bestehende Windparkprojekte in Brandenburg verfolgt, in deren Rahmen die Errichtung von mindestens 15 WEA mit einer Nennleistung von jeweils etwa 7 bis 8 MW vorgesehen ist. Ferner besteht ein im August 2024 geschlossenes Joint Venture mit der im Marburger Umfeld ansässigen Wiso Energie GmbH, das eine gemeinsame Windpark-Projektrealisierung mit einer Nennleistung von mindestens 50 MW beinhaltet.

Im Rahmen der angestrebten Generierung neuer Projekte wird darüber hinaus unverändert auch ein Einstieg in den Bereich Agri-Photovoltaik geprüft. Agri-PV-Anlagen ermöglichen den Nutzpflanzenanbau zwischen und unter den PV-Modulen und werden meist schneller als klassische Freiflächen-PV-Anlagen und WEA genehmigt.

Infolge der laufenden Repowering-Maßnahme in Langendorf ist die Nennleistung aller 3U-Energieparks in diesem Jahr vorübergehend um 10,5 MW von 53,0 auf 42,5 MW reduziert, bevor sie sich dann mit der für Anfang 2026 erwarteten Fertigstellung deutlich auf 73,5 MW erhöhen wird. Dabei erfolgt die Stromvermarktung bei den bestehenden WEA in Langendorf und Klostermoor 2025 über Stromlieferverträge mit Festpreisen, die oberhalb der im letzten Jahr erzielten durchschnittlichen Monatsmarktwerte von 6,21 Cent/kWh liegen. In Roge wird der produzierte Strom weiterhin zu Monatsmarktwerten vermarktet. Diese bewegten sich in den ersten drei Monaten 2025 mit durchschnittlich 9,20 Cent/kWh deutlich über dem Vorjahresniveau von 5,79 Cent/kWh. Allerdings fiel das erste Quartal extrem windschwach aus.

Insgesamt erwartet der Vorstand auf dieser Basis im Segment Erneuerbare Energien für 2025 einen stabilen Umsatz sowie nach Wegfall der letztjährigen Versicherungsentschädigungen ein auf 2,0 bis 3,0 Mio. Euro verringertes EBITDA. Mit dem Abschluss der Repowering-Maßnahme in Langendorf soll dann ab 2026 ein Umsatz- und Ergebnisschub einsetzen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es bei Realisierung der angestrebten weiteren Repowering-Projekte erneut zu temporären Reduktionen der Windpark-Nennleistung und damit der Stromproduktion kommen kann.

SHK: EMPUR-Übernahme als wichtiger Schritt zur Börsenreife der Selfio SE

Im Segment SHK wird im Rahmen der 3U MISSION 2026+ in einem ersten Schritt eine Ausweitung des Umsatzvolumens auf 100 Mio. Euro angestrebt. Dabei soll zum einen eine durch Optimierung und Erweiterung des Angebotsspektrums gestärkte Wettbewerbsfähigkeit das organische Wachstum forcieren. Zum anderen bilden Akquisitionen wie die jüngst vollzogene Übernahme der EMPUR-Gruppe einen festen Bestandteil der Expansionsstrategie. Mit Erreichen der Umsatzgröße von 100 Mio. Euro wäre dann die Voraussetzung für das beabsichtigte IPO der Selfio SE gegeben. Auf dieser Basis sollen dann in einem zweiten Schritt durch weitere Zukäufe Erlöse von über 150 Mio. Euro und eine EBITDA-Marge von bis zu 8 Prozent erreicht werden. Das so – auch im Rahmen eines möglichen Exits – insgesamt realisierbare Wertpotenzial beziffert der Vorstand auf 300 bis 350 Mio. Euro.

Auch 2025 bleiben die branchenspezifischen Rahmenbedingungen für das SHK-Segment angesichts eines vom Verband des Deutschen Baugewerbes prognostizierten realen Umsatzrückgangs von 2,5 Prozent trübe. Insbesondere aufgrund der Übernahme der EMPUR-Gruppe, die Erlöse von gut 10 Mio. Euro beisteuern soll, erwartet der Vorstand jedoch für 2025 eine spürbare Umsatzausweitung. Auf der Ertragsseite werden dabei ersten positiven Effekten aus dem Zukauf weiterhin hohe Aufwendungen für die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und die geplante Expansion gegenüberstehen. Daher soll sich die EBITDA-Marge zwar gegenüber minus 6,0 Prozent im Vorjahr verbessern, aber mit minus 4 bis minus 5 Prozent noch deutlich negativ bleiben. Nicht berücksichtigt sind hierbei angestrebte weitere Akquisitionen, mittels derer die Börsenreife der Selfio SE weiter vorangetrieben werden soll.

Auf organischer Basis verhaltener Ausblick für 2025

Insgesamt prognostiziert der Vorstand für den 3U-Konzern ohne Berücksichtigung der in den Segmenten ITK und insbesondere SHK explizit angestrebten weiteren Akquisitionen, aber einschließlich des Beitrags der EMPUR-Gruppe von gut 10 Mio. Euro, für das laufende Geschäftsjahr einen Anstieg des Umsatzvolumens um rund 11 bis 18 Prozent auf 62 bis 66 Mio. Euro. Beim EBITDA wird für das Übergangsjahr 2025 ein ausgeglichener Wert und dementsprechend eine EBITDA-Marge um 0 Prozent avisiert.

Neben den geschilderten Faktoren in den operativen Segmenten ist dabei auch zu berücksichtigen, dass auf Holding-Ebene der letztjährige Ertrag aus dem Goldverkauf von knapp 1 Mio. Euro entfällt. Zudem dürften im Zusammenhang mit dem im Februar 2025 erfolgten Umzug in die nach neuesten Energie- und Umweltstandards errichtete neue Konzernzentrale erhöhte Aufwendungen angefallen sein. Demgegenüber entfällt seitdem der Mietaufwand für die bislang genutzte Immobilie. Außerdem fließen die Einnahmen aus der Vermietung der im Holding-Eigentum stehenden Büroflächen im InnoHubs Würzburg von monatlich 20 TEUR nun erstmals ganzjährig.

Darüber hinaus verfügt die Holding über eine im letzten Jahr als langfristige Wertreserve aufgebaute Position von 200 Bitcoin. Bei einem durchschnittlichen Erwerbskurs von 60,6 TEUR ergibt sich hier aktuell auf Basis einer Notierung von rund 73,6 TEUR ein Wertzuwachs von über 21 Prozent. Anfallende Wertsteigerungen werden dabei jedoch erst zum Zeitpunkt der Realisation, also des Verkaufs, buchhalterisch erfasst, bis dahin sind sie somit nur als stille Reserven vorhanden. Zudem hält die Gesellschaft 3.240.665 eigene Aktien mit einem derzeitigen Kurswert von 4,7 Mio. Euro, die auch als Akquisitionswährung eingesetzt werden können.

GSC-Schätzungen aktualisiert

Auf Grundlage des Zahlenwerks für das vergangene Geschäftsjahr und der Guidance für 2025 sowie unter Berücksichtigung der aus den diversen Aktivitäten auf Segment- und Holdingebene resultierenden Veränderungen haben wir unsere Schätzungen überarbeitet. Angesichts der kürzlich deutlich gesenkten Konjunkturprognosen für Deutschland haben wir unsere Umsatzerwartung für 2025 dabei im unteren Bereich der Guidance angesetzt.

Konkret veranschlagen wir die Konzernerlöse im aktuellen Geschäftsjahr auf 63,0 Mio. Euro. Bei den sonstigen betrieblichen Erträgen sehen wir gegenüber dem Vorjahreswert mehr als eine Halbierung auf 2,2 Mio. Euro. Ursächlich dafür ist zum einen der Wegfall des letztjährigen Gewinns aus dem Goldverkauf.

Zum anderen gehen wir angesichts der avisierten Umsatzeinbußen im Telefoniebereich von deutlich niedrigen Aufwandsentschädigungen zu Auskünften gemäß TKÜV (Telekommunikations-Überwachungsverordnung) aus. Und schließlich erwarten wir unter der Annahme des Ausbleibens größerer Störungen im Segment Erneuerbare Energien eine Normalisierung der Versicherungsentschädigungen. Auf dieser Basis verorten wir das EBITDA entsprechend der Guidance bei einer „schwarzen Null“. Darauf aufbauend schätzen wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter auf minus 3,2 Mio. Euro bzw. minus 0,10 Euro je Aktie.

Im Geschäftsjahr 2026 sollten dann die neuen WEA in Langendorf ans Netz gehen und zu einem deutlichen Umsatzwachstum von gut 14 Prozent auf 72,0 Mio. Euro beitragen. Dabei erwarten wir wieder ein klar positives EBITDA von 6,1 Mio. Euro. Aufgrund der beginnenden Abschreibungen der neuen WEA und der Zinsen für die über 90-prozentige Finanzierung der mit 70 Mio. Euro budgetierten Repowering-Maßnahme sehen wir das Konzernergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter dennoch mit minus 3,1 Mio. Euro bzw. minus 0,09 Euro je Aktie erneut im roten Bereich.

Bei unseren Schätzungen ist jedoch zum einen zu beachten, dass wir keine potenziellen An- und Verkäufe von Vermögensgegenständen berücksichtigen können, die jedoch einen festen Bestandteil des 3U-Geschäftsmodells bilden. Dies betrifft insbesondere die explizit geplanten weiteren Akquisitionen in den Segmenten ITK und SHK. Zum anderen können wir auch die aktuell in Planung befindlichen diversen weiteren Projekte im Segment Erneuerbare Energien (Repowering Langendorf 2 und Klostermoor, neue Windparkentwicklungen, Agri-PV) derzeit noch nicht einfließen lassen.

Insgesamt bilden unsere Prognosen somit die Potenziale, die sich aus den im Rahmen der 3U MISSION 2026+ definierten und in Arbeit befindlichen Unternehmenszielen ergeben, nicht ab. Künftige Transaktionen sowie die schrittweise Umsetzung der weiteren geplanten Maßnahmen und sukzessive Erreichung der Zielsetzungen können daher zu unter Umständen erheblich von unseren Schätzungen abweichenden Umsatz- und Ergebniskennzahlen führen.

Bewertung

Da neben dem operativen Geschäft auch der An- und Verkauf von Beteiligungen, Energieparks, 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 weiterhin auf den durch ein Sachverständigengutachten Mitte 2024 ermittelten Wert der Selfio von rund 30 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags von 30 Prozent ergibt sich hier 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 unverändert indikative Unternehmenswerte von rund 10 Mio. Euro ermittelt.

Hinsichtlich der Wind- und Solarparks, deren installierte Leistung infolge der laufenden Repowering-Maßnahme in Langendorf in diesem Jahr temporär auf 42,5 MW reduziert ist, setzen wir gemäß Erfahrungswerten aus der Branche weiterhin 1 MW mit einem Substanzwert von 1 Mio. Euro an, wobei wir die jeweiligen Beteiligungsquoten sowie einen Sicherheitsabschlag von 10 Prozent berücksichtigen. Auf dieser Basis ergibt sich hier insgesamt ein Wertansatz von 31,5 Mio. Euro.

Darüber hinaus berücksichtigen wir die neue Firmenimmobilie in Marburg sowie die vermieteten Büroflächen im InnoHubs Würzburg jeweils mit den aktuellen Bilanzansätzen, auf die wir einen bei Gewerbeimmobilien banküblichen 40-prozentigen Sicherheitsabschlag vornehmen. Insgesamt resultiert daraus hier ein Wertansatz von rund 5 Mio. Euro.

Bei der Bewertung der Bitcoin-Position nehmen wir aufgrund der sehr hohen Volatilität der Kryptowährung unverändert einen 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf den aktuellen Kurs vor. Daraus resultiert hier derzeit ein Wertansatz von 7,4 Mio. Euro. Hinsichtlich der 3.240.665 gehaltenen eigenen Aktien ergibt sich auf Basis des aktuellen Börsenkurses ein Wertansatz von 4,7 Mio. Euro. Zudem beziehen wir die zum Bilanzstichtag ausgewiesene Netto-Cash-Position des 3U-Konzerns von 16,4 Mio. Euro in unsere Bewertung ein.

Auf dieser Basis haben wir insgesamt einen SOTP-Wert von rund 96 Mio. Euro für die 3U HOLDING AG ermittelt. Auf Basis der Anzahl im Umlauf befindlicher Anteilsscheine errechnet sich daraus ein Wert von 2,86 Euro je Aktie. Dementsprechend verorten wir den fairen Wert des Papiers in diesem Bereich und belassen unser gerundetes Kursziel daher unverändert bei 2,90 Euro.

Fazit

Die 3U HOLDING AG befindet sich momentan in einer Übergangsphase, in der der Vorstand die Gesellschaft durch umfangreiche strategische Maßnahmen und Investitionen auf die nächste profitable Wachstumsstufe führen und dabei mittelfristig erhebliche Wertpotenziale realisieren will. Zwar bremsen derzeit die anhaltend schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die operative Entwicklung. Gleichwohl kommen die Marburger auf ihrem Weg zur Erreichung der im Rahmen der 3U MISSION 2026+ definierten Ziele Schritt für Schritt voran.

Im Segment ITK stehen dabei für 2025 die Fokussierung auf renditestarke Produktbereiche und der forcierte weitere Ausbau der Managed Services – auch durch weitere Zukäufe – auf der Agenda. Im Segment Erneuerbare Energien wird sich die Nennleistung der Energieparks mit dem Anfang 2026 erwarteten Abschluss der laufenden Repowering-Maßnahme beim Windpark Langendorf massiv von derzeit 42,5 auf 73,5 MW erhöhen. Darüber hinaus befinden sich diverse weitere Projekte zum Kapazitätsausbau in Planung. Und im Segment SHK ist 3U mit der Akquisition der EMPUR-Gruppe Anfang des Jahres einen wichtigen Schritt auf dem Weg zur Börsenreife der Selfio SE vorangekommen. Zudem steht man dort hinsichtlich weiterer, teils auch größerer Übernahmekandidaten in Verhandlungen.

Dabei bleibt der 3U-Konzern zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2024 mit einer Eigenkapitalquote von 69,2 Prozent, einer Barliquidität von 42,6 Mio. Euro und einer Netto-Cash-Position von 16,4 Mio. Euro für die Realisierung der weiteren Wachstumsvorhaben sehr gut aufgestellt. Darüber hinaus hält die Gesellschaft 200 Bitcoin und 8,8 Prozent eigene Aktien, die auch als Akquisitionswährung eingesetzt werden können.

Dass der letztjährige Gewinn nicht für eine Dividendenzahlung verwendet, sondern zur Stärkung der Innenfinanzierung thesauriert werden soll, erachten wir angesichts der mit den ambitionierten Wachstumszielen verbundenen erheblichen weiteren Investitionserfordernisse als äußerst sinnvoll. Und mit einer sukzessiven Realisierung der angestrebten hohen Wertpotenziale sollten hiervon mittel- bis langfristig auch die Anteilseigner profitieren. Dabei hat die kommunizierte Dividendenpolitik, grundsätzlich rund 50 Prozent des Jahresergebnisses auszuschütten, explizit weiterhin Bestand.

Zwar fallen unsere Ergebnisschätzungen für die 3U HOLDING AG derzeit sehr schwach aus. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass unsere Prognosen weder potenzielle An- und Verkäufe von Vermögensgegenständen, also insbesondere auch die in den Segmenten ITK und SHK konkret angestrebten weiteren Akquisitionen, noch die aktuell in Planung befindlichen diversen weiteren Projekte vor allem im Segment Erneuerbare Energien beinhalten. Daher bilden unsere Schätzungen die Potenziale, die sich bei sukzessiver Realisierung der im Rahmen der 3U MISSION 2026+ definierten Maßnahmen und Ziele ergeben, nicht ab. Auch aus diesem Grund stellen wir unsere Anlageempfehlung für die 3U-Aktie auf eine Sum-of-the-Parts-Bewertung ab.

Auf Basis des aktuellen Börsenkurses von 1,45 Euro beläuft sich die Marktkapitalisierung der 3U HOLDING AG momentan lediglich auf 53,2 Mio. Euro. Dabei entspricht das bilanzielle Eigenkapital ohne Anteile Dritter zum Jahresultimo 2024 mit 87,1 Mio. Euro einem Betrag von 2,59 Euro je Aktie im Umlauf.

Insgesamt empfehlen wir daher unverändert, den unserer Ansicht nach derzeit eklatant unterbewerteten 3U-Anteilsschein bei einem Kursziel von 2,90 Euro zu „Kaufen“. Dabei erachten wir die Aktie der Marburger Beteiligungsgesellschaft mit Ausrichtung auf die drei Megatrends Digitalisierung, Erneuerbare Energien und Onlinehandel insbesondere für mittel- bis langfristig orientierte Anleger und Investoren mit Fokus auf Substanzwerten als attraktiv.

Gewinn- und Verlustrechnung

3U HOLDING AG

in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2022		2023		2024		2025e		2026e	
Umsatzerlöse	**50,3**	**100,0%**	**52,4**	**100,0%**	**55,7**	**100,0%**	**63,0**	**100,0%**	**72,0**	**100,0%**
Veränderung zum Vorjahr			4,0%		6,5%		13,0%		14,3%	
Sonstige betriebliche Erträge	13,2	26,3%	2,4	4,6%	4,5	8,1%	2,2	3,5%	2,3	3,2%
Veränderung zum Vorjahr			-81,6%		85,5%		-51,1%		4,5%	
Bestandsveränd. / Akt. Eigenleistungen	0,4	0,8%	0,5	0,9%	0,8	1,4%	2,0	3,2%	2,0	2,8%
Veränderung zum Vorjahr			19,2%		64,3%		164,6%		0,0%	
Materialaufwand	32,6	64,8%	33,2	63,4%	37,7	67,6%	43,8	69,5%	46,8	65,0%
Veränderung zum Vorjahr			1,8%		13,5%		16,2%		6,9%	
Rohergebnis	**31,3**	**62,3%**	**22,0**	**42,1%**	**23,3**	**41,8%**	**23,4**	**37,2%**	**29,5**	**41,0%**
Veränderung zum Vorjahr			-29,6%		5,8%		0,4%		26,0%	
Personalaufwand	8,3	16,4%	9,2	17,6%	10,9	19,6%	13,0	20,7%	13,3	18,5%
Veränderung zum Vorjahr			11,7%		18,5%		19,3%		2,1%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,6	29,0%	7,6	14,5%	8,6	15,5%	10,4	16,5%	10,1	14,0%
Veränderung zum Vorjahr			-48,0%		13,6%		20,5%		-3,0%	
EBITDA	**8,5**	**16,9%**	**5,2**	**10,0%**	**3,8**	**6,8%**	**0,0**	**0,0%**	**6,1**	**8,5%**
Veränderung zum Vorjahr			-38,3%		-28,0%		-100,6%		>100,0%	
Abschreibungen	3,4	6,7%	3,6	6,9%	3,6	6,5%	2,6	4,1%	6,9	9,6%
Veränderung zum Vorjahr			5,9%		1,1%		-28,5%		165,4%	
EBIT	**5,1**	**10,1%**	**1,6**	**3,1%**	**0,1**	**0,2%**	**-2,6**	**-4,2%**	**-0,8**	**-1,1%**
Veränderung zum Vorjahr			-67,8%		-91,8%		-2041,5%		69,5%	
Finanzergebnis / At-Equity-Beteiligungen	0,1	0,1%	2,0	3,9%	0,5	0,9%	-0,5	-0,8%	-2,2	-3,1%
Veränderung zum Vorjahr			3694,4%		-74,4%		-195,2%		-340,0%	
Ergebnis vor Steuern	**5,1**	**10,2%**	**3,7**	**7,0%**	**0,7**	**1,2%**	**-3,1**	**-5,0%**	**-3,0**	**-4,2%**
Steuerquote	27,0%		16,0%		-27,9%		0,0%		0,0%	
Ertragssteuern	1,4	2,8%	0,6	1,1%	-0,2	-0,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ergebnis fortgef. Geschäftsbereiche	**3,8**	**7,5%**	**3,1**	**5,9%**	**0,8**	**1,5%**	**-3,1**	**-5,0%**	**-3,0**	**-4,2%**
Veränderung zum Vorjahr			-17,5%		-72,8%		-469,8%		3,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis nicht fortgef. Geschäftsbereiche	155,6		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,4		0,5		0,1		0,1		0,1	
Bereinigter Jahresüberschuss	**159,0**	**316,0%**	**2,6**	**4,9%**	**0,7**	**1,3%**	**-3,2**	**-5,1%**	**-3,1**	**-4,3%**
Veränderung zum Vorjahr			-98,4%		-71,3%		-540,0%		3,8%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	35,339		36,220		33,547		33,575		33,575	
Gewinn je Aktie	**4,50**		**0,07**		**0,02**		**-0,10**		**-0,09**	

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

13.05.2025	Zahlen erstes Quartal 2025
28.05.2025	Ordentliche Hauptversammlung
14.08.2025	Halbjahreszahlen 2025
11.11.2025	Zahlen drittes Quartal 2025

Kontaktadresse

3U HOLDING AG
Zu den Sandbeeten 1b
D-35043 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
10.12.2024	1,58 €	Kaufen	2,90 €
27.08.2024	1,74 €	Kaufen	3,30 €
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 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2025):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	88,5%	91,7%
Halten	11,5%	8,3%
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.