

GBC Research Anno

STINAG Stuttgart Invest AG



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 38.

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

STINAG Stuttgart Invest AG ^{*5a,11}

Substanz trifft Strategie: Ergebnis über Erwartungen, Fundament für wachstumsstarke Jahre gelegt

Branche: Immobilien
Fokus: Ausbau des Immobilienbestands, Eigenentwicklungen, Bestandskäufe, Revitalisierungen
Gegründet: 1872
Mitarbeiter: 20
Hauptsitz: Stuttgart
Vorstand: Heike Barth

Die STINAG Stuttgart Invest AG wurde 1872 als Stuttgarter Hofbräu AG gegründet und wandelte sich nach dem Verkauf des Brauereigeschäfts im Jahr 2004 zu einer Immobilienholding. Heute bündelt sie ihre Aktivitäten in rechtlich eigenständigen Tochter- und Beteiligungsgesellschaften, die zentral gesteuert werden. Die STINAG-Gruppe investiert breit diversifiziert in Geschäftshäuser, Büro-, Hotel-, Pflege-, Gesundheits- und Wohnimmobilien sowie in Light Industrial und temporäres Wohnen. Das Unternehmen setzt auf eigene Projektentwicklungen, Bestandsankäufe und Forward-Deals für das eigene Portfolio. Der Fokus liegt dabei auf wirtschaftsstarke Standorten im süddeutschen Raum – insbesondere Stuttgart und Baden-Württemberg – mit dem Ziel, eine nachhaltige Ertrags- und Substanzkraft langfristig zu sichern.

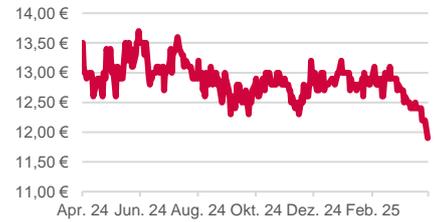
in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	28,08	28,71	29,50	30,40	33,30
EBITDA	20,36	18,93	19,90	20,40	23,90
EBIT	11,28	10,18	10,60	10,90	13,70
Nettoergebnis	6,31	5,27	4,60	4,60	6,50
EPS	0,42	0,35	0,31	0,31	0,44
Dividenden	0,48	0,48	0,48	0,52	0,75
EV/Umsatz	11,79	11,53	11,22	10,89	9,94
EV/EBITDA	16,26	17,49	16,63	16,23	13,85
EV/EBIT	29,36	32,52	31,23	30,37	24,16
KGV	30,65	36,72	42,07	42,07	29,77
KBV		0,42			

Investment Case

- **Stabiles Geschäftsmodell mit hochwertigem Portfolio:** STINAG verfügt über ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio mit Fokus auf zentrale Lagen in Stuttgart und Baden-Württemberg. Die Assetklassen umfassen Geschäftshäuser, Büro-, Hotel-, Pflege-, Gesundheits- und Wohnimmobilien sowie Light Industrial und temporäres Wohnen – mit nachhaltiger Mieterstruktur und niedriger Leerstandsquote.
- **Operative Stärke trotz Marktherausforderungen:** 2024 lag das Ergebnis über den Erwartungen. Mieterlöse blieben stabil, Projektentwicklungen wurden weiter vorangetrieben und der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit stieg erneut.
- **Attraktive Pipeline mit klarer Wachstumsstrategie:** Für 2025–2027 sind Investitionen von bis 80 Mio. € geplant. Projekte wie Tübinger Straße 17b und 6 bieten hohes Wertsteigerungspotenzial.
- **Signifikante Unterbewertung am Kapitalmarkt:** Die Marktkapitalisierung (ca. 190 Mio. €) liegt deutlich unter dem Immobilienwert (ca. 600 Mio. €). Zusätzliche stille Reserven und ein LTV von rund 25 % schaffen Spielraum für Kurssteigerungen.
- **Attraktive Dividende und XETRA-Listing:** Zuverlässige Ausschüttung und höhere Sichtbarkeit durch XETRA-Notierung stärken Anlegerinteresse.

Bewertung: Kaufen
Kursziel: 26,50 € (bisher: 26,00 €)

Aktie und Stammdaten



Xetra-Kurs 28.04.25 11:41	13,00 EUR
Börse	STG
ISIN	DE0007318008
WKN	731800
Anzahl der Aktien (in Mio.):	14,89
MCap (in Mio. €)	193,53
Enterprise Value (in Mio. €)	331,03
Marktsegment	Freiverkehr
Geschäftsjahr	31. Dezember
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Brasserie-Holding SA	65,9%
Eigene Anteile	0,8%
Streubesitz	33,4%

Finanztermine

20.05.2025	Hauptversammlung
18.08.2025	Halbjahresbericht 2025
12.11.2025	Münchener Kapitalmarktkonferenz

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

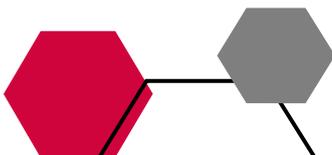
Letzter GBC-Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Bewertung
21.05.2024: RS / 26,00 / KAUFEN
03.09.2024: RS / 26,00 / KAUFEN
18.02.2025: RS / 26,00 / KAUFEN
** Die oben genannten Researchberichte können unter www.gbc-ag.de** abgerufen werden.

Fertigstellung: 07.05.2025 (13:00 Uhr)
Erste Weitergabe: 08.05.2025 (10:00 Uhr)

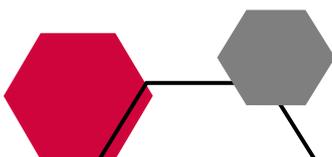
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

*Katalog der möglichen Interessenkonflikte auf S.38



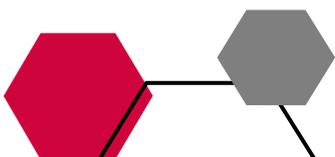
EXECUTIVE SUMMARY

- Die STINAG Stuttgart Invest AG hat sich im Geschäftsjahr 2024 in einem anspruchsvollen makroökonomischen Umfeld durch operative Stabilität, eine hohe Substanzkraft und strategische Weichenstellungen für künftiges Wachstum ausgezeichnet.
- Die Umsatzerlöse lagen mit 28,71 Mio. € leicht über dem Vorjahreswert (28,08 Mio. €) und übertrafen unsere Prognose von 27,91 Mio. €. Auch das Konzernergebnis lag mit 5,27 Mio. € zwar unter dem Vorjahreswert (6,31 Mio. €), jedoch klar über unserer Schätzung von 4,94 Mio. €. Die Abweichung gegenüber unseren Erwartungen reflektiert eine konsequente Kostenkontrolle, indexbasierte Mietanpassungen sowie die Stabilität der Mieterträge auch in einem herausfordernden wirtschaftlichen Umfeld. Mit Blick auf den avisierten Investitionshochlauf ab 2025 sehen wir weiteres Potenzial für eine spürbare Ergebnissteigerung in den kommenden Jahren.
- Das diversifizierte Immobilienportfolio der STINAG mit einem Marktwert von knapp 600 Mio. € umfasst Büro-, Geschäfts-, Wohn-, Hotel- sowie Pflegeimmobilien mit Fokus auf zentrale Lagen in Süddeutschland. Die Leerstandsquote ist niedrig, die Mieterstruktur unseres Erachtens äußerst nachhaltig.
- Das kleinere Bestandsobjekt Rotebühlplatz 18 wurde 2024 erfolgreich revitalisiert und vollvermietet. Die zentralen Projektentwicklungen in der Stuttgarter Innenstadt, Tübinger Straße 17b und Tübinger Straße 6, bieten mittelfristig signifikantes Wertsteigerungspotenzial. Für die Tübinger Straße 17b liegt die Baugenehmigung vor, der Baustart soll in Kürze erfolgen. Bei der Königstraße 51 wurde aufgrund unzureichender Renditeaussicht eine strategische Neubewertung eingeleitet. Ein geplanter Erwerb der Wohnimmobilie „Neue Mitte Bickenbach“ wurde infolge schwerwiegender Baumängel zurückgezogen, ein Beispiel für konsequentes Risikomanagement.
- Die STINAG verfolgt eine langfristige Wachstumsstrategie mit Fokus auf renditestarke, ESG-konforme Bestandsobjekte. Ab 2025 sollen Investitionen von bis zu 80 Mio. € erfolgen, u.a. in die Assetklassen Senior Living, Gesundheitsimmobilien und Mikroapartments. Erste Akquisitionen befinden sich in der Due-Diligence-Phase.
- Zudem wurde mit der XETRA-Notierung der Aktie im Februar 2025 die Kapitalmarktpräsenz verbessert.
- **Basierend auf unserem DCF Model erhöhen wir das Kursziel auf 26,50 € je Aktie (bisher: 26,00 €) und vergeben das Rating Kaufen. Die Anhebung des Kursziels spiegelt die fortgeschrittene Prognoseperiode wider, innerhalb derer wir auf Basis der bisherigen Geschäftsentwicklung nun für das kommende Jahr ein höheres Ergebnisniveau erwarten. Zudem eröffnet der Dividendenausblick attraktive Chancen für eine Neubewertung. Für 2027 rechnen wir mit einer Dividende von 0,75 €, was auf Basis des aktuellen Kurses von 13,00 € einer sehr attraktiven Dividendenrendite von 5,8 % entspricht.**



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Markt und Marktumfeld.....	5
Büroimmobilien	5
Geschäftshäuser in Innenstadtlagen.....	5
Hotelimmobilien	5
Wohnimmobilien / Temporäres Wohnen	5
Gesundheits-, Pflege- und Sozialimmobilien	6
Light Industrial / Gewerbliches Mischsegment.....	6
Ausblick 2025: Erholung in Sicht, aber segmentabhängig	6
Portfolioübersicht.....	7
Historische Entwicklung.....	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	11
PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN	13
Umsatzprognose.....	13
Ergebnisprognose.....	14
Bewertung.....	16
DCF-Modell	17
Anhang	18



MARKT UND MARKTUMFELD

Die STINAG Stuttgart Invest AG ist breit diversifiziert in mehreren Assetklassen des Immobilienmarktes aktiv – darunter Büro-, Geschäftshaus-, Hotel-, Wohn-, Gesundheits-, Pflege- und Light-Industrial-Immobilien. Diese Segmentvielfalt dient nicht nur der Risikostreuung sondern positioniert das Unternehmen strategisch in besonders resilienten, langfristig gefragten Märkten. Im aktuellen makroökonomischen Umfeld zeigt sich, dass gerade diese Submärkte differenziert zu betrachten sind, denn sie entwickeln sich in ihrer Dynamik sehr unterschiedlich.

Büroimmobilien

Nach einer herausfordernden Phase in den Jahren 2022 bis 2024 kehrt im deutschen Büroimmobilienmarkt 2025 wieder mehr Zuversicht zurück. Der bundesweite Flächenumsatz ist zu Jahresbeginn gestiegen, insbesondere in den Top-7-Städten. Die Nachfrage konzentriert sich jedoch fast ausschließlich auf moderne, ESG-konforme Flächen in zentralen Lagen. Der Leerstand bleibt aufgrund struktureller Anpassungsprozesse hoch, entwickelt sich jedoch zunehmend differenziert. In Stuttgart, dem Kernmarkt der STINAG, zeigen Büroimmobilien weiterhin eine stabile Spitzenrendite von 4,40%, bei gleichzeitig begrenztem Neubauangebot. STINAG profitiert hierbei von einer sehr guten Lagequalität der eigenen Büroobjekte, wie etwa an der Tübinger Straße, Königstraße und an der Hirschstraße, kombiniert mit langfristigen Mietverträgen.

Geschäftshäuser in Innenstadtlagen

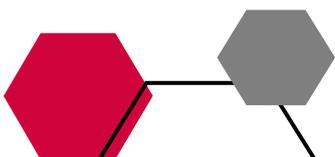
Der Markt für innerstädtische Geschäftshäuser hat sich stabilisiert. Hochwertige Lagen in wirtschaftsstarken Städten wie Stuttgart bleiben gefragt, wenngleich die Renditeerwartungen auf höherem Niveau verharren. Die Spitzenrendite liegt stabil bei 3,85%, während die Käufer sich selektiv zeigen. STINAG ist in diesem Segment durch etablierte Objekte in 1A-Lagen sehr gut positioniert. Ein aktuelles Beispiel hierfür ist die erfolgreiche Revitalisierung und Neuausrichtung der Mieterstruktur - hochwertiges Gastronomiekonzept sowie hochwertige City-Wohnungen - des Geschäftshauses Rotebühlplatz 18 das im Dezember 2024 fertiggestellt wurde und zur weiteren Stabilisierung des Portfolios beiträgt. Der Mieter „Block House“ in der Königstraße 45 ist ein weiteres Beispiel für nachhaltig tragfähige Gastronomiekonzepte in zentraler Lage.

Hotelimmobilien

Nach einem massiven Rückgang in den Pandemie Jahren hat sich der Hotelmarkt in Stuttgart und bundesweit stabilisiert. Die Übernachtungszahlen nähern sich wieder dem Vorkrisenniveau, wobei Business-Hotels in zentralen Lagen besonders gefragt sind. Die Transaktionsaktivität ist in der zweiten Jahreshälfte 2024 wieder angestiegen. In Stuttgart wurde Ende 2024 mit dem Verkauf des Le Méridien ein erstes hochklassiges Signal-Asset gehandelt. STINAG Stuttgart Invest AG profitiert von zwei erstklassigen Hotelimmobilien am Flughafen Stuttgart, die als stabile und ertragsstarke Bestandteile des Portfolios eine verlässliche Einnahmequelle sichern.

Wohnimmobilien / Temporäres Wohnen

Der Wohnungsmarkt im süddeutschen Raum bleibt aufgrund struktureller Angebotsengpässe unter Druck. Stuttgart ist hiervon besonders betroffen: Die Angebotsknappheit in Kombination mit stabiler Nachfrage sorgt für kontinuierlich



steigende Mieten – sowohl im klassischen Wohnbereich als auch im Mikroapartment-Segment. STINAG hat diesen Trend früh erkannt und mit dem Projekt „Mikrowohnen + Kita“ bereits erfolgreich umgesetzt. Realisierte Investments, etwa das voll vermietete Wohnhaus De la Paz in München-Nymphenburg mit 79 hochwertigen Wohnungen, unterstreichen den selektiven, qualitätsgetriebenen Akquisitionsansatz.

Gesundheits-, Pflege- und Sozialimmobilien

Diese Assetklasse sollte zu den strukturellen Gewinnern der kommenden Jahre zählen. Der demografische Wandel führt zu einem stetig steigenden Bedarf an betreutem Wohnen, Pflegeeinrichtungen und Gesundheitszentren. Für Investoren stellen diese Objekte eine renditestarke, cashflow-orientierte und langfristig stabile Anlagemöglichkeit dar. STINAG plant, dieses Segment ab 2025 gezielt auszubauen – entsprechende Prüfungen für neue Projektstandorte laufen bereits. Die hohe Standortqualität und Erfahrung mit regulatorisch komplexen Objekttypen bieten dabei strategische Vorteile. Langfristige Betreiberverträge und ESG-Konformität sind zentrale Auswahlkriterien in der Umsetzung.

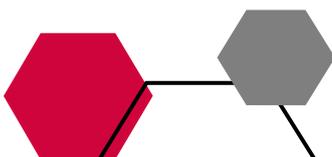
Light Industrial / Gewerbliches Mischsegment

Auch im Bereich Light Industrial – meist kleinteilige, stadtnahe Gewerbeobjekte mit flexibler Nutzung – zeigen sich 2025 stabile Renditen und eine weiterhin solide Nachfrage. Gerade in Regionen wie Baden-Württemberg, die von einem starken industriellen Mittelstand geprägt sind, bleibt dieses Segment attraktiv. STINAG ist hier bislang selektiv aktiv, prüft aber im Rahmen der angekündigten Investitionsoffensive, ob sich hier zusätzliche Engagements realisieren lassen. Stadtnahe Gewerbelösungen mit nachhaltiger Nutzung (z. B. Logistik, urbane Produktion, Forschung) bieten Potenzial zur weiteren Diversifikation.

Ausblick 2025: Erholung in Sicht, aber segmentabhängig

Die Erholung der Immobilienmärkte wird sich unseres Erachtens im Laufe des Jahres 2025 fortsetzen, jedoch nicht linear und differenziert nach Assetklasse. Core-Objekte mit ESG-Konformität und stabiler Ertragsperspektive stehen im Fokus der Investoren. Der erwartete Zinssenkungspfad der EZB sowie die wirtschaftliche Erholung durch konjunkturstützende Maßnahmen (z. B. Sondervermögen) schaffen ein zunehmend investorenfreundliches Umfeld.

STINAG ist für dieses Umfeld hervorragend aufgestellt: Das Unternehmen verfügt über ein solides, substanzstarkes Portfolio, kombiniert mit einer klaren Strategie für wertorientiertes Wachstum. Die angekündigte Investitionsoffensive von bis zu 80 Mio. € über die kommenden zwei bis drei Jahre, fokussiert auf zukunftsfähige Segmente wie Gesundheit, Wohnen, Büro und urbane Gewerbelösungen, positioniert das Unternehmen optimal für die nächste Marktphase. Die diversifizierte Aufstellung über mehrere Assetklassen erlaubt zudem Flexibilität bei der Kapitalallokation, je nach Marktdynamik.



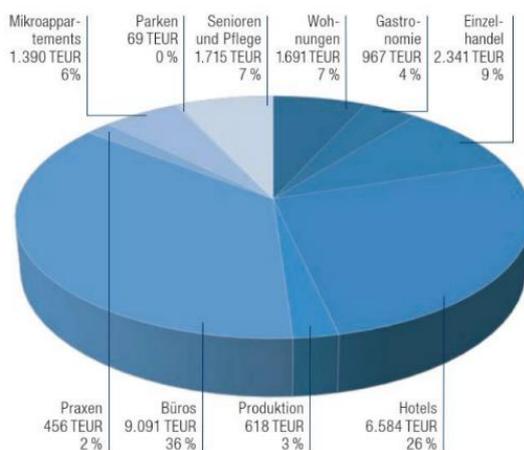
PORTFOLIOÜBERSICHT

Bestandsobjekte, voll vermietet			
Objektname	Typ	Adresse	Ort
CarlsCube	Büro	Am Großmarkt 10	Karlsruhe
Pariser Platz 7	Büro	Pariser Platz 7	Stuttgart
Marktstraße 6	Büro, Geschäftshaus	Marktstraße 6	Stuttgart
Königstraße 45	Büro, Geschäftshaus	Königstraße 45	Stuttgart
Mövenpick Hotel Stuttgart Messe	Hotel	Flughafenstraße 43	Stuttgart
Mövenpick Hotel Stuttgart Flughafen	Hotel	Flughafenstraße 50	Stuttgart
Geschäftshaus Hirschstraße	Büro, Geschäftshaus	Hirschstraße 31	Stuttgart
Rotebühlplatz 18	Gastronomie, Wohnen	Rotebühlplatz 18	Stuttgart
Calwer Straße 13	Büro, Geschäftshaus	Calwer Straße 13	Stuttgart
Calwer Straße 25	Büro, Geschäftshaus	Calwer Straße 25	Stuttgart
Calwer Straße 32	Büro, Geschäftshaus	Calwer Straße 32	Stuttgart
Calwer Straße 41	Büro, Geschäftshaus	Calwer Straße 41	Stuttgart
Gymnasiumstraße 1	Büro, Geschäftshaus	Gymnasiumstraße 1	Stuttgart
Böblinger Straße 253	Geschäftshaus	Böblinger Straße 253	Stuttgart
Mikroappartements mit KiTa	Temporäres Wohnen	Konrad-Zuse-Straße 16	Böblingen
Seniorenresidenz Böblingen	Pflegeimmobilie	Konrad-Zuse-Straße 22	Böblingen
Seniorenresidenz Freiburg	Pflegeimmobilie	Ellen-Gottlieb-Straße 14	Freiburg
DeLaPaz	Wohnen	De-La-Paz-Straße 8	München
Light-Industrial-Gebäude	Light-Industrial	Daimlerstraße 8	Göppingen

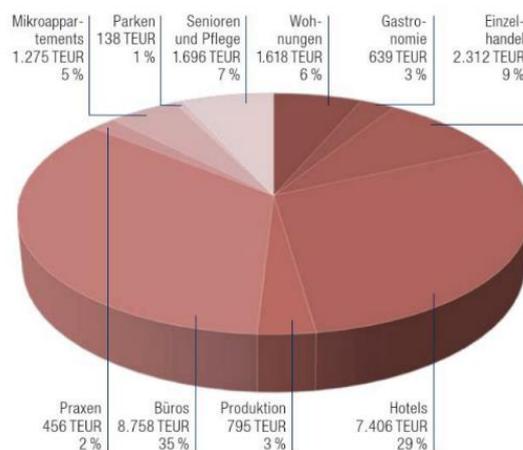
Projektierungen			
Objektname	Typ	Adresse	Ort
Tübinger Straße 6	Büro, Einzelhandel	Tübinger Straße 6	Stuttgart
Tübinger Straße 17b	Wohnen, Geschäftshaus	Tübinger Straße 17b	Stuttgart
Königstraße 51	Geschäftshaus	Königstraße 51	Stuttgart
Neue Mitte Bickenbach*	Wohnimmobilie	Darmstädter Straße 6	Bickenbach

Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG; *Rücktrittsrecht wegen erheblicher Baumängeln ausgeübt

Immobilienbestand 2024 der STINAG-Gruppe
(Nettomietelerlöse 2024: 24,9 Millionen EUR)



Immobilienbestand 2023 der STINAG-Gruppe
(Nettomietelerlöse 2023: 25,1 Millionen EUR)



Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

HISTORISCHE ENTWICKLUNG

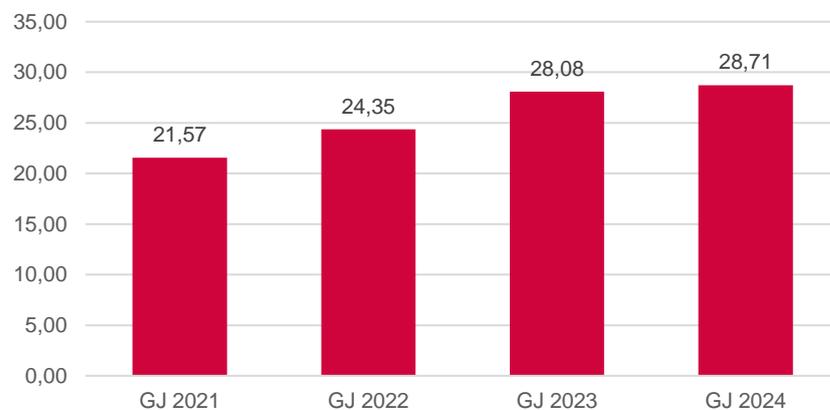
GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	19,25	21,57	24,35	28,08	28,71
EBITDA	13,71	16,11	17,16	20,36	18,93
EBITDA-Marge	71,2%	74,7%	70,4%	72,5%	65,9%
EBIT	6,53	7,98	8,26	11,28	10,18
EBIT-Marge	33,9%	37,0%	33,9%	40,2%	35,5%
Jahresüberschuss	2,74	4,56	5,14	6,31	5,27
EPS in €	0,18	0,31	0,35	0,42	0,35

Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2024 hat die STINAG Stuttgart Invest AG die eigene Rolle als konservativ positionierter, substanzstarker Immobilienbestandshalter mit strategischem Entwicklungsfokus weiter unter Beweis gestellt. Die Unternehmensentwicklung war – im Gegensatz zu zahlreichen Marktbegleitern, die mit bilanziellen Herausforderungen, Wertkorrekturen und Finanzierungsschwierigkeiten zu kämpfen hatten – von operativer Stabilität und einem klaren strategischen Fokus auf langfristige Portfoliostärkung geprägt. Im Zentrum der operativen Tätigkeit standen drei Kernbereiche: die werterhaltende Bewirtschaftung des Bestandsportfolios, die gezielte Entwicklung von innerstädtischen Projektimmobilien mit hohem Wertsteigerungspotenzial sowie die vorausschauende Neupositionierung für künftige Akquisitionen in einem sich stabilisierenden Transaktionsumfeld.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

Die STINAG Stuttgart Invest AG konnte ihre Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2024 auf 28,71 Mio. € steigern, nach 28,08 Mio. € im Vorjahr. Der leichte Anstieg um rund 0,6% reflektiert ein stabiles und resilient strukturiertes Immobilienportfolio, das trotz projektbedingter Leerstände Ertragspotenziale entfalten konnte. Die Mieterlöse stiegen um 0,7 Mio. €, vor allem durch Indexanpassungen bestehender Verträge sowie den kontinuierlichen Beitrag neu vermieteter Flächen.

Die Qualität des bestehenden Portfolios wurde im Verlauf des Jahres durch gezielte Maßnahmen im Asset Management gestärkt. STINAG legt dabei einen hohen Wert auf langfristige Mieterbindungen, ESG-konforme Flächennutzung sowie die laufende Optimierung der Flächenstruktur. Die Vollvermietung des revitalisierten Objekts **Rotebühlplatz 18**, das im Dezember 2024 planmäßig fertiggestellt

wurde, unterstreicht die Fähigkeit des Unternehmens, komplexe Baumaßnahmen in Innenstadtlagen erfolgreich umzusetzen. Die Immobilie umfasst eine hochwertige Mischnutzung aus Gastronomie und Wohnen – ein Nutzungskonzept, das exakt den aktuellen Nachfragetrends im urbanen Raum entspricht.

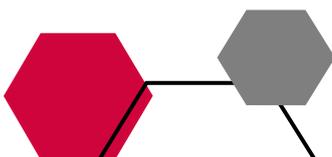
Neben dem aktiven Management des Bestands lag ein wesentlicher Fokus auf der weiteren Entwicklung der drei laufenden Projektstandorte Tübinger Straße 17b, Tübinger Straße 6 sowie Königstraße 51, alle im Herzen von Stuttgart. Für die **Tübinger Straße 17b** konnte im Februar 2025 nach intensiven Abstimmungen mit den Behörden die lang erwartete Baugenehmigung erreicht werden. Die Ausschreibung der Baugewerke läuft, die Fertigstellung des Geschäfts- und Wohnhauses wird für Ende 2026 erwartet. Auch für das Objekt **Tübinger Straße 6** liegt inzwischen eine weit fortgeschrittene baurechtliche Beurteilung vor; die Ausschreibungen für die Gewerke laufen parallel. In beiden Fällen handelt es sich um klassische Innenstadtlagen mit hohem Entwicklungspotenzial, wobei STINAG sowohl auf Substanz als auch auf nachhaltige Nutzungskonzepte setzt.

Etwas komplexer gestaltet sich die Entwicklung des Projekts **Königstraße 51**, das weiterhin unter baurechtlicher Beobachtung steht. Die ursprünglich geplante Aufstockung des Gebäudes zur Optimierung der Flächeneffizienz wurde durch die derzeit geltenden Bebauungsplanvorgaben nicht genehmigt. Dies hat zur Folge, dass die Zielrendite im aktuellen Rahmen nicht erreichbar ist. STINAG reagierte darauf mit einer strategischen Re-Evaluierung des Projekts. Die städtebauliche Neuordnung der gegenüberliegenden ehemaligen Kaufhof-Immobilie durch die Stadt Stuttgart bietet mittelfristig die Chance, im Zuge eines neuen Bebauungsplans eine ökonomisch tragfähigere Projektstruktur zu realisieren. Das Management hat klar kommuniziert, dass bei diesem Projekt ein langfristiger Betrachtungshorizont zugrunde gelegt wird – eine Haltung, die zur Vermeidung von Fehlinvestitionen in ein aktuell nicht renditetragfähiges Vorhaben beiträgt.

Ein strategisch bedeutsamer Schritt war der **Rücktritt vom geplanten Forward-Deal in Bickenbach**. Die dort ursprünglich für Ende 2024 geplante Übernahme einer Wohnimmobilie konnte aufgrund erheblicher Baumängel nicht erfolgen. STINAG nutzte das vertraglich verankerte Rücktrittsrecht und leitete ein Schiedsgutachterverfahren ein. Diese Entscheidung war aus Sicht des Risikomanagements richtig und zeigt erneut die Fähigkeit des Unternehmens, unternehmerische Weichen auch in komplexen und rechtlich anspruchsvollen Situationen im Sinne der Werterhaltung zu stellen. Aus operativer Sicht hat dieses Vorgehen weder auf Ergebnis- noch auf Cashflow-Ebene im Geschäftsjahr 2024 negative Auswirkungen gehabt.

Die zweite Jahreshälfte 2024 war zudem von der Wiederaufnahme konkreter Investitionsvorbereitungen geprägt. Mit dem sich abzeichnenden Ende der Preiskorrekturphase im deutschen Immobilienmarkt sowie der zunehmenden Planbarkeit auf der Zinsseite, infolge der geldpolitischen Lockerung der EZB, hat STINAG begonnen, neue Opportunitäten insbesondere in den Segmenten Senior Living, Gesundheitsimmobilien, Mikroapartments und urbane Geschäftshäuser zu analysieren. Erste Ankaufsprüfungen laufen, wobei der Fokus klar auf unmittelbare Ertragswirksamkeit und Cashflow-Stabilität gelegt wird.

Insgesamt bewerten wir die Unternehmensentwicklung im Geschäftsjahr 2024 als strategisch sehr erfolgreich. Während viele Marktteilnehmer mit massiven Abwertungen und Einbrüchen bei Mieteinnahmen oder Refinanzierungskosten zu kämpfen hatten, agierte STINAG diszipliniert, projektbezogen und mit klarem Fokus auf die mittel- bis langfristige Stärkung der Ertragsbasis.



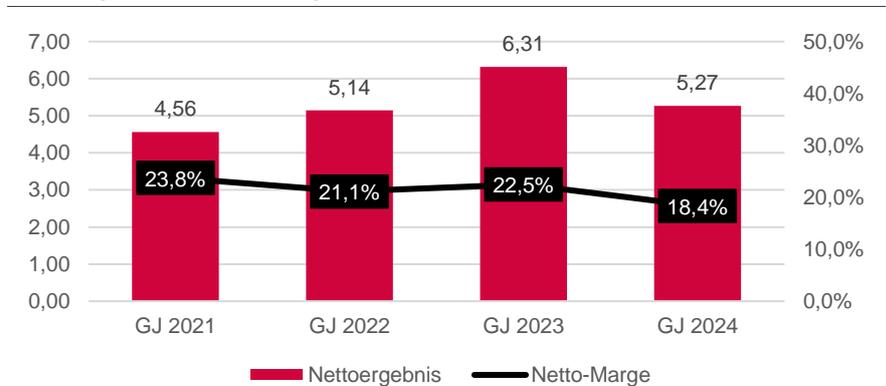
Ergebnisentwicklung

Im Geschäftsjahr 2024 zeigte die STINAG Stuttgart Invest AG eine insgesamt robuste und operative Entwicklung, auch wenn sich das Ergebnis gegenüber dem Vorjahr erwartungsgemäß leicht rückläufig entwickelte. Diese Entwicklung ist nicht Ausdruck struktureller Schwächen, sondern Folge geplanter Projektvorbereitungskosten und des Ausbleibens einmaliger positiver Sondereffekte, die das Vorjahresergebnis gestützt hatten. Die Ergebnisstruktur bleibt solide und von einem kontinuierlich starken operativen Geschäft geprägt.

Das EBITDA lag bei 18,93 Mio. € und damit unter dem Vorjahreswert von 20,36 Mio. €. Dieser Rückgang resultierte im Wesentlichen aus dem Wegfall eines außerordentlichen Ertrags aus einem Immobilienverkauf im Vorjahr (Der Verkauf im Vorjahr führte zu einem Buchgewinn von 1,2 Mio. €, wodurch die sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,6 Mio. € anstiegen.) sowie aus höheren Kosten im Zusammenhang mit laufenden Projektentwicklungen. Die EBITDA-Marge lag dennoch auf einem weiterhin starken Niveau von rund 66%, ein Beleg für die nach wie vor hohe Effizienz in der Bewirtschaftung des Bestandsportfolios.

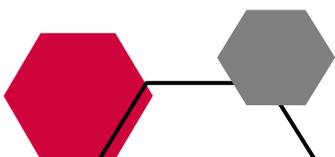
Das EBIT belief sich auf 10,18 Mio. €, nach 11,28 Mio. € im Vorjahr. Auf Jahressicht ergab sich daraus ein Konzernjahresüberschuss von 5,27 Mio. € (VJ: 6,31 Mio. €). Ursächlich waren u. a. höhere Abschreibungen auf neu aktivierte Projektkosten sowie gestiegene Vorleistungen in den Bereichen Planung, Ausschreibung und bauliche Vorbereitung. Die Ergebnisqualität ist dennoch hoch: Es handelt sich durchweg um betriebsbedingte Aufwendungen im Rahmen langfristig geplanter Wertsteigerungsmaßnahmen, nicht um operative Schwächen im Bestand.

Nettoergebnis-Entwicklung (in Mio. €)



Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

Der Vorschlag zur Dividendenausschüttung in Höhe von 0,48 EUR je Aktie bestätigt dieses Bild: Die Gesellschaft bleibt ihrer verlässlichen Ausschüttungspolitik treu, während sie gleichzeitig die operative und projektbezogene Substanz weiter stärkt. Perspektivisch eröffnet sich mit dem erwarteten Abschluss mehrerer Projektentwicklungen ab 2026 ein erhebliches Ergebnissteigerungspotenzial, das sich in den kommenden Jahren zunehmend auch in höheren Jahresüberschüssen widerspiegeln dürfte.



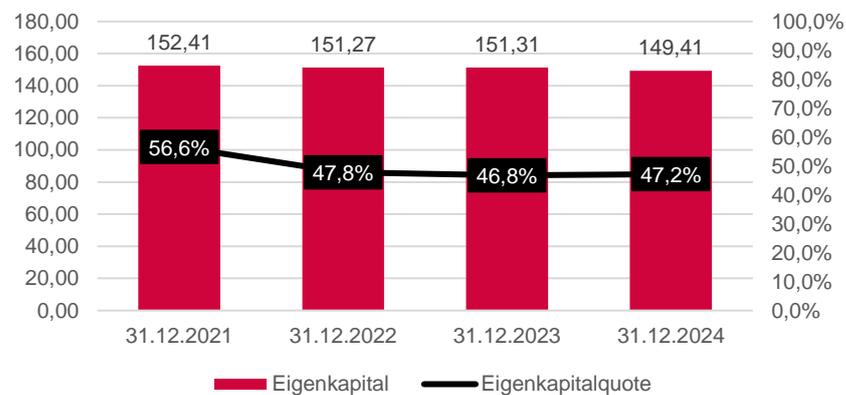
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	152,41	151,27	151,31	149,41
EK-Quote (in%)	56,6%	47,8%	46,8%	47,2%
Operatives Anlagevermögen	239,18	286,54	294,11	289,83
Working Capital	9,27	13,72	14,00	13,12
Net Debt	82,51	134,79	140,60	137,51
Liquide Mittel	16,60	13,92	13,45	11,96
Operativer Cashflow	10,42	11,06	16,58	17,33
Investitions-Cashflow	-19,92	-55,09	-13,34	-4,11
Finanzierungs-Cashflow	9,31	41,36	-4,01	-14,73

Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

Die Bilanzstruktur der STINAG Stuttgart Invest AG bestätigt auch im Geschäftsjahr 2024 das konservative, langfristig orientierte Geschäftsmodell des Unternehmens. In einem weiterhin volatilen Kapitalmarktumfeld mit anhaltenden Zinssorgen und sinkender Bewertungssicherheit vieler Marktakteure sticht STINAG mit einer hochsoliden Vermögens- und Finanzstruktur hervor. Die Gesellschaft bleibt schuldenarm, substanzstark und strategisch liquide. Die STINAG Stuttgart Invest AG weist zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2024 ein außergewöhnlich hohes Maß an stillen Reserven aus, die im Rahmen eines Substanzwertansatzes eine zentrale Rolle für die Bewertung des Unternehmens einnehmen. Der aktuelle Marktwert des Immobilienportfolios beträgt 596,0 Mio. €, während der korrespondierende Buchwert bei lediglich 279,9 Mio. € liegt. Diese Differenz reflektiert stille Reserven in Höhe von 316,6 Mio. € (31.12.2023: 274,9 Mio. €), die bislang nicht ergebniswirksam erfasst wurden. Unter Berücksichtigung der bilanzierten Bankverbindlichkeiten belaufen sich die stillen Reserven auf netto 167,1 Mio. €.

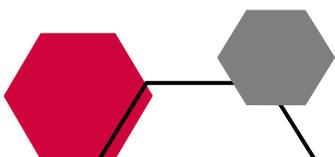
Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quellen: STINAG Stuttgart Invest AG; GBC AG

Auf der Passivseite dominiert eine ausgesprochen solide Eigenkapitalausstattung. Auch unter HGB-Rechnungslegung, die im Gegensatz zu IFRS konservativer bilanziert, liegt die ausgewiesene Eigenkapitalquote im Konzern bei 47,2%, ein sehr guter Wert, der unter Einbeziehung stiller Reserven deutlich über 60% ansteigen würde.

Die Finanzierung der Bestandsimmobilien erfolgt nahezu ausschließlich über langfristige Darlehen mit festem Zinssatz und Laufzeiten zwischen 8 und 12 Jahren. Der durchschnittliche Finanzierungssatz liegt bei nur 2,30% (VJ: 2,16), was der

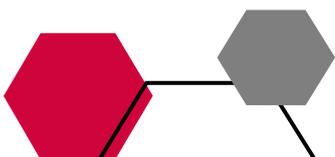


Gesellschaft auch mittelfristig eine äußerst wettbewerbsfähige Kostenstruktur sichert. Refinanzierungsrisiken bestehen unseres Erachtens somit nicht. Diese konservative Verschuldungspolitik erlaubt es STINAG, auch bei steigenden Marktvolatilitäten und möglichen Zinsschocks handlungsfähig zu bleiben. Zugleich bietet sie in Zeiten sinkender Zinsen erheblichen strategischen Spielraum, um gegebenenfalls gezielt neues Kapital für opportunistische Ankäufe zu heben.

Die liquiden Mittel beliefen sich zum Bilanzstichtag auf 11,96 Mio. € (31.12.2023: 13,45 Mio. €), wobei keine wesentlichen kurzfristigen Rückzahlungsverpflichtungen bestanden. Das Working Capital wurde effizient gesteuert, kurzfristige Forderungen aus Mietverhältnissen befinden sich auf einem unkritischen Niveau, und es bestehen keine erkennbaren Risiken aus Mietausfällen oder Projektverzögerungen. Die gesamte Zahlungsfähigkeit ist auf absehbare Zeit gesichert.

XETRA-Handel

Ein weiterer Meilenstein im Geschäftsjahr war die Aufnahme der STINAG-Aktie in den XETRA-Handel ab Februar 2025. Die Maßnahme wurde strategisch im Sinne einer besseren Handelbarkeit, einer gesteigerten Kapitalmarktsichtbarkeit sowie als Signal an institutionelle Investoren umgesetzt. Die Notierung an einem liquiden Handelsplatz dürfte mittelfristig zur Schließung der erheblichen Bewertungslücke zwischen innerem Portfoliowert und Marktkapitalisierung beitragen. Aktuell liegt die Differenz zwischen bilanziertem Immobilienwert (rd. 600 Mio. €) und Börsenwert (rd. 190 Mio. €) bei über 65%.



PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

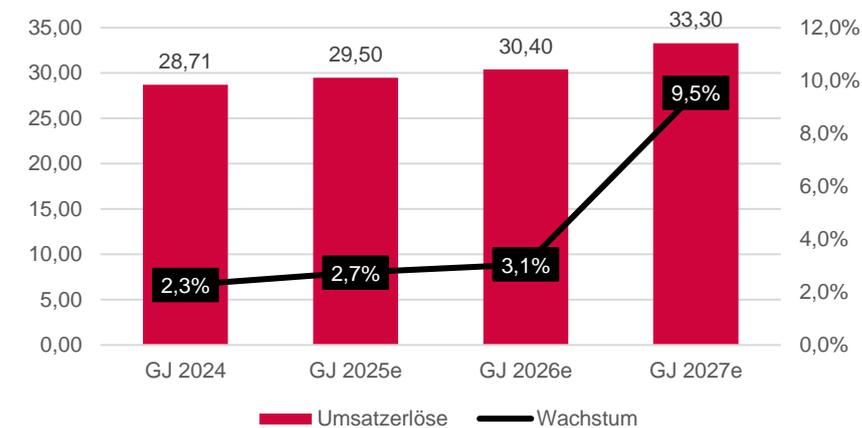
GuV (in Mio. €)	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	28,71	29,50	30,40	33,30
EBITDA	18,93	19,90	20,40	23,90
EBITDA-Marge	65,9%	67,5%	67,1%	71,8%
EBIT	10,18	10,60	10,90	13,70
EBIT-Marge	35,5%	35,9%	35,9%	41,1%
Jahresüberschuss	5,27	4,60	4,60	6,50

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose

Die STINAG Stuttgart Invest AG ist in den kommenden drei Jahren strategisch klar auf weiteres Wachstum ausgerichtet. Wir erwarten für das Unternehmen ein sukzessives Umsatzwachstum auf 29,50 Mio. € (2025), gefolgt von 30,40 Mio. € (2026) und einem deutlichen Anstieg auf 33,30 Mio. € im Jahr 2027.

Umsatzprognose in Mio. €



Quelle: GBC AG

Die kurzfristigen Umsatztreiber bis 2025 resultieren insbesondere aus der Vollvermietung und erstmaligen ganzjährigen Ertragswirksamkeit des revitalisierten Objekts Rotebühlplatz 18 in Stuttgart. Darüber hinaus werden positive Impulse durch höhere Umsatzpachten der Mövenpick Hotels am Flughafen Stuttgart, insbesondere des Kongresshotels, erwartet.

Ein Wachstumsschub ist ab 2026 mit der geplanten Fertigstellung der Tübinger Straße 17b in Stuttgart zu erwarten. Das denkmalgeschützte Objekt mit rund 2.600 m² Mietfläche, darunter 14 hochwertig ausgestattete Wohneinheiten sowie Büro- und Einzelhandelsflächen, befindet sich derzeit in einer fortgeschrittenen Planungsphase. Laut Management liegen erste Mietanfragen vor und die Fertigstellung ist für Ende 2026 geplant. Die prognostizierten jährlichen Mieteinnahmen liegen bei ca. 0,9 Mio. € bei einem Revitalisierungsvolumen von ca. 9,1 Mio. €.

Noch deutlicher wird der prognostizierte Umsatzeffekt im Jahr 2027, wenn das Projekt Tübinger Straße 6 voll ertragswirksam wird. Das 2023 erworbene Objekt in bester Innenstadtlage wird derzeit mit einer Mischnutzung von ca. 2.450 m² Büro und ca. 400 m² Einzelhandel umfassend neu geplant. Bei einem Investitionsvolumen von 11,3 Mio. € rechnet die STINAG mit einer Jahresmiete von rund 1,1 Mio. €.

€. Die Fertigstellung ist für Ende 2027 geplant, der volle Mietzufluss wird ab 2028 erwartet.

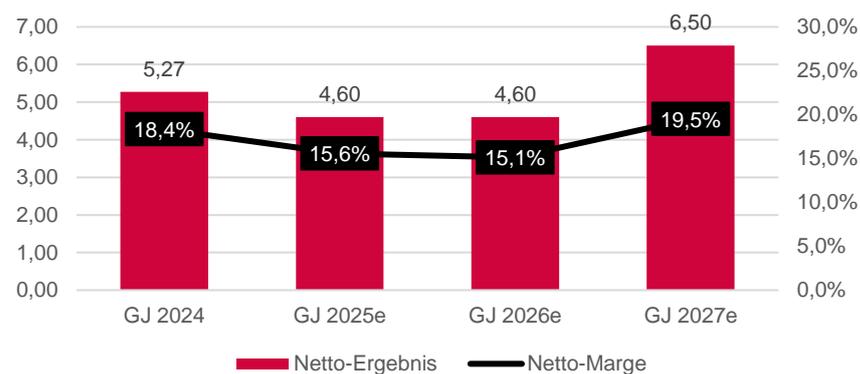
Ergänzt wird dieses projektbezogene Umsatzwachstum durch die strategische Entscheidung, in den Jahren 2025 bis 2026 gezielt bis zu 80 Mio. € in Bestandsimmobilien zu investieren, die keinen Revitalisierungsbedarf aufweisen und sofort zum operativen Ergebnis beitragen. Die Zielobjekte sollen vor allem in den Assetklassen Pflegeimmobilien, betreutes Wohnen, Gesundheitszentren, Ärztehäuser und gemischt genutzte Objekte liegen. Erste Transaktionsprozesse befinden sich bereits in der Phase der Due Diligence bzw. der Vertragsverhandlungen. Dazu zählen ein Objekt für betreutes Wohnen im Großraum Stuttgart, ein Senior-Living-Konzept im Süden Baden-Württembergs sowie Geschäftshäuser in A-Lagen wirtschaftsstarker Städte des Bundeslands.

Ergebnisprognose

Parallel zur Umsatzentwicklung zeigt auch die Ergebnisprognose ein strukturiertes Bild: Das operative Geschäft ist stabil und liefert verlässliche Beiträge. Ab dem Jahr 2027 rechnen wir mit einem deutlichen Umsatz- und Ergebnisschub, sobald die laufenden Projektentwicklungen sukzessive in den Bestand übergehen und vollständig zur Mietertragsbasis beitragen. Sowie die weiteren Investitionen getätigt wurden.

In der Übergangsphase kommt es jedoch zu einem typischen Timing-Effekt: Die Zinsaufwendungen steigen infolge der fortschreitenden Projektfinanzierung, während die Ertragsbeiträge aus diesen Investitionen erst zeitversetzt realisiert werden. Dies führt vorübergehend zu einem Rückgang des Jahresüberschusses – von 6,31 Mio. € in 2023 auf 5,27 Mio. € in 2024, mit einer weiteren Normalisierung auf 4,60 Mio. € in den Jahren 2025 und 2026. Ab 2027 erwarten wir eine deutliche Trendwende mit einem Anstieg des Ergebnisses auf 6,50 Mio. €. Unsere Ergebnisprognose berücksichtigt noch nicht die möglichen Ergebnisbeiträge aus potenziellen Investitionen von bis zu 80 Mio. €, die das Ergebnis deutlich steigern könnten.

Nettoergebnisprognose (in Mio. €)

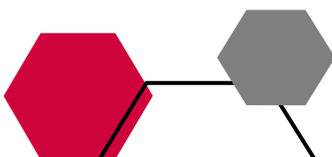


Quelle: GBC AG

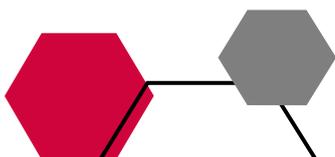
Auf Basis unserer Ergebnisprognosen gehen wir davon aus, dass die Dividende im Jahr 2025 stabil bei 0,48 € je Aktie bleiben wird, bevor sie 2026 auf 0,52 € ansteigt und im Jahr 2027 voraussichtlich wieder das frühere hohe Niveau von 0,75 € je Aktie erreicht.

Fazit

Die STINAG Stuttgart Invest AG befindet sich operativ auf einem stabilen



Fundament und verfolgt eine klar strukturierte Wachstumsstrategie. Kurzfristige Umsatztreiber sowie gezielte Investitionen in ertragsstarke Bestandsobjekte schaffen zusätzliche Ertragspotenziale, während ab 2027 mit dem Vollertrag aus mehreren Projektentwicklungen ein signifikanter Ergebnissprung erwartet wird. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass es im Rahmen des aktiven Portfoliomanagements perspektivisch auch zu einer teilweisen Portfolioverjüngung kommen könnte, was die Qualität des Immobilienbestands weiter erhöhen dürfte. In Verbindung mit einer sukzessiv steigenden Dividende ergibt sich aus unserer Sicht ein attraktives Chancen-Risiko-Profil für langfristig orientierte Investoren.



Bewertung

Modellannahmen

Die STINAG Stuttgart Invest AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 - 2027 in Phase 1 erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,8%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 75,2% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 26,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der STINAG Stuttgart Invest AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode.

Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,5%.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

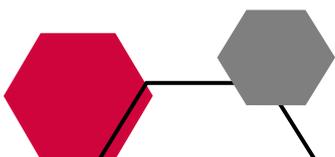
Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,70.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,35% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,41%.

Bewertungsergebnis

Da das Unternehmen nach HGB bilanziert, werden die Immobilien nicht zum aktuellen Marktwert in der Bilanz erfasst. Jährlich werden jedoch neue Marktwerte des Immobilienportfolios ermittelt, um den tatsächlichen Wert darzustellen. Aktuell beträgt der Marktwert des Immobilienportfolios des Unternehmens etwa 600 Mio. €, was stillen Reserven von rund 316 Mio. € entspricht. Diese stillen Reserven werden dem Eigenkapital im DCF-Modell zugerechnet.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 26,50 € (bisher: 26,00 €) ermittelt. Die Anhebung des Kursziels spiegelt die fortgeschrittene Prognoseperiode wider, innerhalb derer wir auf Basis der bisherigen Geschäftsentwicklung nun für das kommende Jahr ein höheres Ergebnisniveau erwarten.



DCF-MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	29,50	30,40	33,30	34,57	35,88	37,24	38,66	40,13	
Umsatzwachstum	2,7%	3,1%	9,5%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	2,0%
EBITDA	19,90	20,40	23,90	26,00	26,99	28,01	29,08	30,18	
EBITDA-Marge	67,5%	67,1%	71,8%	75,2%	75,2%	75,2%	75,2%	75,2%	
EBITA	10,60	10,90	13,70	15,33	16,31	17,34	18,40	19,51	
EBITA-Marge	35,9%	35,9%	41,1%	44,3%	45,5%	46,6%	47,6%	48,6%	48,6%
NOPLAT	7,22	7,41	10,14	11,34	12,07	12,83	13,62	14,44	
Working Capital (WC)	13,25	13,39	13,52	16,59	17,22	17,88	18,56	19,26	
Anlagevermögen (OAV)	335,83	346,83	355,83	355,83	355,83	355,83	355,83	355,83	
Investiertes Kapital	349,08	360,21	369,35	372,42	373,05	373,70	374,38	375,09	
Kapitalrendite	2,4%	2,1%	2,8%	3,1%	3,2%	3,4%	3,6%	3,9%	3,9%
EBITDA	19,90	20,40	23,90	26,00	26,99	28,01	29,08	30,18	
Steuern auf EBITA	-3,38	-3,49	-3,56	-3,98	-4,24	-4,51	-4,78	-5,07	
Veränderung OAV	-55,30	-20,50	-19,20	-10,67	-10,67	-10,67	-10,67	-10,67	
Veränderung WC	-0,13	-0,13	-0,13	-3,07	-0,63	-0,65	-0,68	-0,71	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-38,91	-3,72	1,00	8,27	11,44	12,18	12,94	13,73	299,79

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,70
Eigenkapitalkosten	6,35%
Zielgewichtung	60,00%
Fremdkapitalkosten	2,64%
Zielgewichtung	40,00%
Taxshield	43,13%
WACC	4,41%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	265,83	281,28
Barwert expliziter FCFs	44,20	49,87
Barwert Continuing Value	221,63	231,41
Nettoschulden	187,41	202,41
Wert des Eigenkapitals	78,42	78,87
Stille Reserven	316,00	316,00
Wert des Aktienkapitals	394,42	394,87
Ausstehende Aktien in Mio.	14,89	14,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,50	26,52

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,4%
Kapitalrendite	3,4%	31,76	25,99	22,63	20,43	18,89
	3,7%	35,30	28,51	24,56	21,98	20,17
	3,9%	38,83	31,04	26,50	23,53	21,45
	4,2%	42,37	33,56	28,43	25,08	22,73
	4,4%	45,90	36,08	30,36	26,63	24,00

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

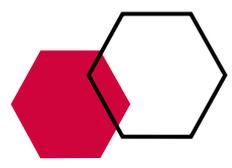
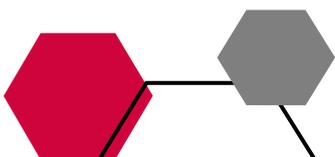
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

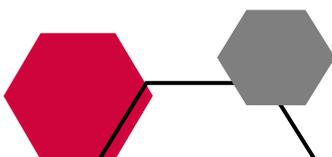
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

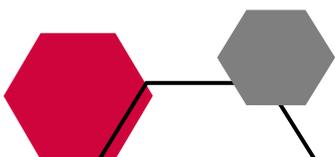
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de