Bericht

über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

LS INVEST AG,
Duisburg,

auf die

Lopesan Touristik S.A.U.,
Las Palmas de Gran Canaria/Spanien

IVA
VALUATION & ADVISORY AG

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

INHALTSVERZEICHNIS I

ANLAGEN IV

ABBILDUNGSVERZEICHNIS V

TABELLENVERZEICHNIS VI

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS IX

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG 1

I. Auftrag 1
II. Auftragsdurchführung 3

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG 12

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG 14

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung 14
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung 16
1. Vorbemerkung 16
2. Ertragswert und Discounted Cash Flow 18
3. Börsenkurs 20
4. Liquidationswert 24
5. Substanzwert 25
6. Vergleichende Marktbewertung 26
7. Vorerwerbe 26
8. Ergebnis 28
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung 29

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN 30

I. Bewertungsobjekt 30
1. Rechtliche Grundlagen 30
2. Wirtschaftliche Grundlagen 35
3. Geschäftsmodell und Geschäftstätigkeit 36

a) Überblick über die Geschäftstätigkeit 36
b) Hotelgeschäft 37
c) Timesharing und Anfi-Gruppe 42
d) Übrige Beteiligungen und Tätigkeiten 45
4. ESG-Rahmenbedingungen sowie Nachhaltigkeitsstrategie der LSI 46
a) Vorbemerkung 46
b) Environment 47
c) Social (S) 49
d) Governance (G) 50
e) Zusammenfassung und prüferische Einordnung 51
5. Markt und Wettbewerbssituation 52
a) Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen 52
b) Branchenspezifische Rahmenbedingungen 54
c) Wettbewerbsumfeld 72
II. Bewertungsstichtag 89
III. Analyse des Börsenkurses 90
1. Vorbemerkung 90
2. Entwicklung des Börsenkurses 93
3. Ermittlung des relevanten Börsenkurses 98
a) Börsenkursstichtag und Durchschnittsbildung 98
b) Hochrechnung des Börsenkurses 98
c) Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses 99
4. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze der Barabfindung 102
5. Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts nach IDW S 17 104
a) Vorbemerkung 104
b) Anteilseignerstruktur 105
c) Liquidität im Aktienhandel 109
d) Marktabdeckung durch Marktbeobachter 114
e) Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft 115
f) Stichtagsprinzip 117
g) Kursbeeinflussung 117
6. Zusammenfassendes Ergebnis 123
IV. Ermittlung des Unternehmenswertes 125
1. Vergangenheitsanalyse 125
a) Vorbemerkung 125
b) Ertragslage 126
c) Vermögens- und Finanzlage 130
2. Planungsprozess 133
3. Planungstreue 135
4. Analyse der Detailplanung und der ewigen Rente 138
a) Vorbemerkung 138
b) Synergien 140
c) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Detailplanungsphase 144
d) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der ewigen Rente 169
e) Finanzergebnis 171
f) Ertragsteuern des Unternehmens 172
g) Minderheiten 174

h) Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung 175
5. Ableitung der Nettoausschüttungen 177
a) Ausschüttungsverhalten 177
b) Ertragsteuern der Anteilseigner 179
c) Darstellung der Nettoausschüttungen 181
6. Kapitalisierungszinssatz 182
a) Vorbemerkung 182
b) Basiszinssatz 182
c) Risikozuschlag 183
d) Wachstumsabschlag 199
e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze 204
7. Ertragswert des operativen Geschäfts 205
8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte 206
9. Unternehmenswert und Wert je Aktie 230
V. Sensitivitätsanalysen 231
1. Vorbemerkungen 231
2. Basiszinssatz 231
3. Marktrisikoprämie 232
4. Betafaktor 233
VI. Vergleichende Marktbewertung 234

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG 239

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG 240

ANLAGEN

1 Beschluss des Landgerichts Düsseldorf – 3. Kammer für Handelssachen – vom 17. Juli 2026 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

2 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Juli 2026

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme	9
Abbildung 2:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der LSI zum 31. Dezember 2025 (vereinfacht)	33
Abbildung 3:	Entwicklung der Anzahl der Hotelzimmer und Hotelauslastung in der Dominikanischen Republik von 1980 bis 2025	56
Abbildung 4:	Entwicklung des durchschnittlichen Hotelzimmerpreises und des Erlöses pro verfügbarem Zimmer in Dominikanischen Republik von 2021 bis 2025 in Euro	57
Abbildung 5:	Herkunftsländer der Touristen auf Gran Canaria (2025)	65
Abbildung 6:	Anteile der Unterkunftsarten auf Gran Canaria (2025)	66
Abbildung 7:	Vergleichende Übersicht der Peer Group	74
Abbildung 8:	Entwicklung des Umsatzwachstums des LSI-Konzerns für die Jahre 2026 bis 2030 und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028	83
Abbildung 9:	Entwicklung der EBITDA-Marge des LSI-Konzerns für die Jahre 2025 bis 2030 und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028	85
Abbildung 10:	Entwicklung der EBIT-Marge des LSI-Konzerns für die Jahre 2025 bis 2030 und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028	87
Abbildung 11:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der LSI vom 26. Mai 2023 bis zum 25. Mai 2026	93
Abbildung 12:	Relativer BAS der LSI-Aktie vom 26. Februar 2025 bis zum 25. Mai 2026	112
Abbildung 13:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der LSI vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026	119
Abbildung 14:	Entwicklung des indexierten Börsenkurses der LSI sowie ausgewählter Indizes im Zeitraum vom 26. Mai 2023 bis zum 25. Mai 2026	121
Abbildung 15:	Entwicklung der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum	145
Abbildung 16:	Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum	146

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017	10
Tabelle 2:	Rechtliche Verhältnisse der LSI AG	32
Tabelle 3:	Überblick über die regionalen Geschäftsfelder des LSI-Konzerns	37
Tabelle 4:	ESG-Risiken und Bewertungsrelevanz	51
Tabelle 5:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Resort der LSI	75
Tabelle 6:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich City der LSI	78
Tabelle 7:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Timesharing der LSI	79
Tabelle 8:	Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der LSI-Aktie vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026	101
Tabelle 9:	Übersicht zu Handelsumsatz und Handelsquote der LSI-Aktie den Referenzzeitraum (26. Februar 2026 bis 25. Mai 2026) sowie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 25. Mai 2026	113
Tabelle 10:	Übersicht zu den Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026	113
Tabelle 11:	Übersicht der Analyseergebnisse in Bezug auf die Kriterien des IDW S 17 zur Angemessenheit des Börsenkurses als „wahrer“ Wert	123
Tabelle 12:	Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung des LSI-Konzerns der Geschäftsjahre 2024 und 2025	126
Tabelle 13:	IFRS-Bilanz des LSI-Konzerns der Geschäftsjahre 2024 und 2025	130
Tabelle 14:	Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025 - Hotelbetrieb	135
Tabelle 15:	Forwardwechselkurse: USD/€	139
Tabelle 16:	Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns im Zeitraum von 2026 bis 2030	144
Tabelle 17:	Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Dominikanische Republik im Zeitraum von 2026 bis 2030	148
Tabelle 18:	Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Madrid im Zeitraum von 2026 bis 2030	153
Tabelle 19:	Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Gran Canaria im Zeitraum von 2026 bis 2030	156
Tabelle 20:	Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Österreich im Zeitraum von 2026 bis 2030	159
Tabelle 21:	Zukunftserfolgsplanung des Timesharing-Geschäfts im Zeitraum von 2026 bis 2030	162

Tabelle 22:	Zukunftserfolgsplanung der Holding sowie der sonstigen Geschäftsbereiche im Zeitraum von 2026 bis 2030	167
Tabelle 23:	Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns im Zeitraum von 2026 bis 2030, Übergangsjahr und nachhaltiges Ergebnis	169
Tabelle 24:	Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT	171
Tabelle 25:	Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis	172
Tabelle 26:	Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung Minderheitenanteile und auf Gesellschafter der LSI AG entfallendes Ergebnis	174
Tabelle 27:	Ableitung der Nettoausschüttungen des LSI-Konzerns	181
Tabelle 28:	Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der LSI	189
Tabelle 29:	Vergleich der Peer Group-Unternehmen	194
Tabelle 30:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	196
Tabelle 31:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	197
Tabelle 32:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall	198
Tabelle 33:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die LSI im Detailplanungszeitraum, dem Übergangsjahr und der ewigen Rente	204
Tabelle 34:	Ableitung des Ertragswerts der LSI	205
Tabelle 35:	Zukunftserfolgsplanung der LHM im Zeitraum von 2026 bis 2032, Übergangsjahr und nachhaltiges Ergebnis	208
Tabelle 36:	Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die LHM im Detailplanungszeitraum, dem Übergangsjahr und der ewigen Rente	216
Tabelle 37:	Wertableitung für die LHM	218
Tabelle 38:	Grundstücke im Tauro-Tal mit Flächen, Marktwerten und Genehmigungsstatus	220
Tabelle 39:	Ableitung des Sonderwerts für das Entwicklungsprojekt Tauro-Tal	221
Tabelle 40:	Übersicht der gesondert bewerteten Vermögenswerte	229
Tabelle 41:	Unternehmenswert der LSI zum 18. Dezember 2026	230
Tabelle 42:	Wert je Aktie der LSI zum 18. Dezember 2026	230
Tabelle 43:	Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes	231
Tabelle 44:	Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie	232
Tabelle 45:	Wert je Aktie bei Veränderung des unverschuldeten Betafaktors	233

Tabelle 46: EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen 236
Tabelle 47: Marktwert des Eigenkapitals der LSI anhand von EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren 237
Tabelle 48: Marktwert des Eigenkapitals der LSI im Mittelwert und Median anhand von EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren 238

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APAC	Region Asien-Pazifik
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az	Aktenzeichen
B.V.	Besloten Vennootschap (niederländische Kapitalgesellschaft)
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)
BDO	BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Essen
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
BT Beteiligungs Treuhand	BT Beteiligungs Treuhand Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Duisburg
Buenaventura	Creativ Hotel Buenaventura, S.A., San Bartolomé de Tirajana/Spanien
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPEX	Capital Expenditures
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
Co.	Company
Corp.	Corporation
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
e.V.	eingetragener Verein
EAT	Earnings after Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes

EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
ESG	Environmental, Social and Governance
etc.	et cetera
EUR	Euro
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
f.	folgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
ff.	[und] die folgenden
FOCF	Free Operating Cash Flow
FTE	Full Time Equivalent
GACVA	Global Association of Certified Valuators and Analysts
GewSt	Gewerbesteuer
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.F.	in der Fassung
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFA Canarias	IFA Canarias, S.L., San Bartolomé de Tirajana/Spanien
IFA Insel Ferien Anlagen KG	IFA Insel Ferien Anlagen GmbH & Co. KG, Burg auf Fehmarn
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated
insb.	insbesondere
ISIN	International Securities Identification Number
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IVSC	International Valuation Standards Council
IWF	Internationaler Währungsfonds
JV	Joint Venture

KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LHM	Lopesan Hotel Management S.L., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien
LLC	Limited Liability Company
LP	Limited Partnership
LSI AG	LS INVEST AG, Duisburg
Ltd.	Limited
LTU	Lopesan Touristik S.A.U., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien
Mio.	Million/en
Mrd.	Milliarde/n
N.V.	Naamloze Vennootschap
OLG	Oberlandesgericht
OPEX	Operational Expenditures
p.a.	per annum
pers.	persönlich/e/r/n
rd.	rund
Rn.	Randnummer
ROCE	Return on Capital Employed
Rofradi S.L.	Rofradi International Management, S.L., San Bartolomé de Tirajana/Spanien
RoW	Rest of World
S&P Capital IQ	S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA
S.	Seite
S.A.	Sociedad Anónima (spanische Aktiengesellschaft)
sog.	so genannt(e)
SolZ	Solidaritätszuschlag
T	Tausend/e
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom

USD	US-Dollar
VAE	Vereinigte Arabische Emirate
vgl.	vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die Lopesan Touristik S.A.U., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien („**LTU**“ oder „Hauptaktionärin“), hat dem Vorstand der LS INVEST AG, Duisburg („**LSI AG**“ oder „Gesellschaft“ bzw. zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften „**LSI**“, oder „**LSI-Konzern**“), mit Schreiben vom 26. Mai 2026 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI gegen eine angemessene Barabfindung auf die LTU nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen.

2. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).

3. Das Grundkapital der LSI beträgt insgesamt 128.700.000 € und ist in 49.500.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 2,60 € je Aktie eingeteilt. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Ausweislich der Depotbestätigungen der Commerzbank Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main („Commerzbank“), und der Banco Santander, S.A., Santander/Spanien („Banco Santander“), jeweils vom 4. November 2026, hält die LTU unmittelbar 46.681.357 Stückaktien der LSI (davon 46.561.357 Aktien im Depot bei der Commerzbank und 120.000 Aktien im Depot bei der Banco Santander). Darüber hinaus hält LTU 283.938 LSI-Aktien mittelbar über ihre Tochtergesellschaft, Creativ Hotel Buenaventura, S.A., San Bartolomé de Tirajana/Spanien („**Buenaventura**“). Die Buenaventura ist alleinige Gesellschafterin der BT Beteiligungs Treuhand Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Duisburg („**BT Beteiligungs Treuhand**“). Die BT Beteiligungs Treuhand hält gemäß Depotbestätigung der Commerzbank vom 4. November 2026 unmittelbar 22.484 LSI-Aktien. Damit hält die LTU mittel- und unmittelbar 46.987.779 der insgesamt 49.500.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der LSI. Die LSI hält gemäß Depotbestätigung der Commerzbank vom 4. November 2026 153.250 eigene Aktien. Damit entspricht der Anteil der LTU nach Abzug (vor Abzug) der Anzahl der eigenen Aktien der LSI (153.250 Aktien) rd. 95,22 % (94,92 %) des Grundkapitals der LSI. Die restlichen rd. 4,78 %[1] der Aktien befinden sich auskunftsgemäß im Streubesitz.

[1] Nach Abzug der von der LSI gehaltenen eigenen 153.250 Aktien.

4. Die ordentliche Hauptversammlung der LSI, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI auf die LTU gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 18. Dezember 2026 geplant.

5. Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

6. Mit Beschluss vom 17. Juli 2026 hat das Landgericht Düsseldorf – 3. Kammer für Handelssachen – die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „**IVA**“), zur sachverständigen Prüferin zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die LTU hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

7. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die LTU basiert auf einer Unternehmensbewertung der LSI, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Der Unternehmenswert der LSI wurde im Auftrag der LTU durch die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin (kurz: „**KPMG**“ oder „**Bewertungsgutachterin**“), ermittelt. Die Bewertungsgutachterin hat bei ihrer Bewertung den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) herangezogen und ihr Gutachten in der Funktion als neutraler Gutachter mit Datum vom 30. Oktober 2026 erstattet („**Gutachten**“). Den Inhalt und das Ergebnis des Gutachtens hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu eigen gemacht. Das Gutachten ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 5 beigefügt.

8. Die zu gewährende Barabfindung wurde auf der Grundlage des Gutachtens durch die LTU festgelegt. Die Ausführungen zur Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG auf den Stichtag der ordentlichen Hauptversammlung am 18. Dezember 2026 sind im Bericht der LTU über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI auf die LTU sowie die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 4. November 2026 (kurz: „**Übertragungsbericht**“) wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

9. Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bis zum 5. November 2026 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der LSI haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin KPMG auf ihre Plausibilität überprüft.

10. Unsere Prüfung erfolgte dabei überwiegend zeitlich parallel zu den Bewertungsarbeiten. Dabei haben wir unsere Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.

11. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Handelsregisterauszug der LSI AG vom 30. Oktober 2026;
- Satzung der LSI AG in der Fassung vom 11. Dezember 2025;
- Prüfungsberichte der BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Essen („BDO“), zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen der LSI AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 (für 2023 einschließlich des zusammengefassten Lageberichts);
- Prüfungsberichte der BDO zu den nach IFRS aufgestellten Konzernabschlüssen der LSI und dem zusammengefassten Lagebericht (2023) bzw. dem Konzernlagebericht (2024 und 2025) für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025, die jeweils mit einem eingeschränkten Bestätigungsvermerk[2] für die Jahre 2023 und 2024 sowie einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk für das Jahr 2025 versehen sind;

[2] Die Einschränkungen betreffen für die Jahre 2023 und 2024 jeweils die Werthaltigkeit der Beteiligungen des Konzerns an der Anfi Sales, S.L., und der Anfi Resort, S.L., beide Arguineguín, Gran Canaria/Spanien. Diese sind in der Konzernbilanz zum 31. Dezember 2023 mit insgesamt 39.600 T€ und zum 31. Dezember 2024 mit insgesamt 22.400 T€ unter den übrigen Finanzanlagen ausgewiesen. Nach Auffassung der BDO wurden hierfür keine ausreichenden und angemessenen Prüfungsnachweise vorgelegt.

- Monatliche Ist- und Budgetzahlen der Hotelbetriebe in Österreich, der Dominikanischen Republik und Spanien für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 sowie Abweichungsanalysen;

- Gewinn- und Verlustrechnung der wesentlichen Gesellschaften des LSI-Konzerns per Mai 2026 bzw. der Anfi-Gruppe per April 2026;

- Planungsrechnung des LSI-Konzerns für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030 mit Stand vom 15. Oktober 2026, bestehend aus Plan-GuV und Plan-Bilanzen;

- Planungsrechnung der Lopesan Hotel Management S.L., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien („LHM“), für die Geschäftsjahre 2026 bis 2032 mit Stand vom 14. Oktober 2026, bestehend aus Plan-GuV und Plan-Bilanzen;

- Wertgutachten zu wesentlichen Immobilien und Grundstücken, u.a.:

    - Savills Valuations and Appraisals, S.A.U.: Marktwertbewertung eines Immobilienportfolios der Anfi Tauro, S.A. in Mogán/Gran Canaria zum 31. Oktober 2024, bestehend aus einer Golfanlage, drei Gewerbeeinheiten, einer Villa und 26 Grundstücksparzellen. Die Bewertung erfolgte für interne Zwecke;

    - Gloval Valuation, S.A.U., Gutachter José Manuel Cámara Gimeno: Marktwertschätzung zum 24. Juni 2019 für die Parzellen T1, T2, T3, T5, einen Teil von T6, T9–T15 und T18–T22 im Polígono 1 des Planungsgebiets Anfi Tauro, Sector 17, Mogán/Gran Canaria. Auftraggeber war Anfi Tauro, S.A. Die Marktwertschätzung dient der Beratung im Hinblick auf einen möglichen Verkauf und berücksichtigt besondere Annahmen zur Behebung planungsrechtlicher Einschränkungen;

    - Architekt Antonio Cabrera Ortiz: Grundstücksbewertungen für die touristisch nutzbaren Parzellen 17, 15A und 15B der IFA Canarias, S.L. in der Urbanización Geafond, Corralejo/La Oliva, Fuerteventura, datiert auf den 28. September 2017, 30. September 2017 beziehungsweise 2. Oktober 2017. Zweck war die Beratung bei einer möglichen Veräußerung sowie die interne Kontrolle;

    - Gloval Valuation, S.A.U.: Bewertung der Hotelimmobilie Miguel Ángel, Calle Miguel Ángel 31, Madrid, zum 28. Mai 2026, im Bau bzw. in umfassender

Sanierung, zur Ermittlung des Hypothekenwerts für Zwecke der Kreditsicherung. Auftraggeber war IFA Canarias, S.L.;

- AUDIFORENSIC, S.L.: Kaufpreisallokation (PPA) im Zusammenhang mit dem Erwerb der weiteren Anfi-Anteile und der Erlangung der Kontrolle über die Anfi-Gruppe. Bewertet wurden die erworbenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zu ihren beizulegenden Zeitwerten zum 31. Mai 2025 für die IFRS-Bilanzierung im Auftrag von IFA Canarias, S.L.;

- AUDIFORENSIC, S.L.: Gutachten vom Januar 2025 zum Wert der Hotel- und Klinikmanagementverträge der IFA Insel Ferien Anlagen GmbH & Co. KG zum 1. Januar 2025;

- Einzelbewertungen (Tasaciones) zu Objekten der Anfi-Gruppe;

- Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Hamburg: Vermerk an die LSI vom 18. Juni 2026 zu den Auswirkungen des Squeeze Outs auf rechtsanhängige Verfahren der Gesellschaft. Er enthält unter anderem eine Einschätzung der Erfolgsaussichten und der finanziellen Szenarien der Schadensersatzklage im Catarina-Komplex (Streitwert 9,2 Mio. €);

- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der LSI in den Geschäftsjahren 2023 bis 2025 sowie im laufenden Geschäftsjahr;

- Gutachten der KPMG zum Unternehmenswert der LSI vom 30. Oktober 2026 sowie vorhergehende Entwürfe;

- Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;

- Übertragungsbericht vom 4. November 2026;

- sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.

12. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

13. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der LSI und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der LSI sowie der Präsident des Verwaltungsrats der LTU haben uns gegenüber jeweils am 5. November 2026 schriftlich versichert, dass die erteilten Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung unseres Berichts über die Prüfung

der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.

14. Die im Standard **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen i.d.F. vom 11. Februar 2026[3] haben wir beachtet. Im Sinne des IDW S 1 entspricht unsere Tätigkeit vom Umfang her einer vollumfänglichen Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie der Planungsrechnung. Darüber hinaus haben wir den GACVA Professional Standard sowie die relevanten International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Council) beachtet. Die Standards geben die herrschende Meinung zur Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung wieder und bilden einen Rahmen für die jeweils eigenverantwortliche Lösung.

15. Im Hinblick auf die Plausibilisierung der Planungsrechnung haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

16. Die Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert der Anteile erfolgte auf Basis des IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025.[4]

17. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin Einsicht genommen.

18. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 5. November 2026 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der LSI am 18. Dezember 2026 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstigen Grundlagen der Bewertung der LSI ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

19. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung für Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung

---

[3] Veröffentlicht im April 2026, IDW Life 4/2026, Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2026), S. 535 ff.

[4] Veröffentlicht am 8. Januar 2026, IDW Life 1/2026, IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17), S. 164 ff.

der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der LSI für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 uneingeschränkt (Einzelabschluss) bzw. 2023 und 2024 jeweils eingeschränkt und für 2025 uneingeschränkt (Konzernabschluss) bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Richtigkeit und Vollständigkeit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

20. Dieser Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung der LSI AG, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.

21. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Juli 2026 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

22. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die LSI wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen der International Financial Reporting Standards (IFRS).

Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Untersuchungen

23. Nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Höhe der gewährten Abfindung angemessen sein. Der Begriff der „Angemessenheit“ wird im Gesetz inhaltlich nicht näher definiert. Die ständige Rechtsprechung fordert eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust

seiner Beteiligung.[5] Demnach muss die Abfindung den wirklichen bzw. wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in dem sich potenziell anschließenden Spruchverfahren auf Basis einer Gesamtbetrachtung.[6] Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.

24. Die Unternehmensbewertung in dem Gutachten von KPMG enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten eine Vielzahl von Annahmen. Wir haben diese Annahmen auf Plausibilität geprüft und dabei folgenden Maßstab zugrunde gelegt:

25. Im Rahmen unserer Prüfungen wird eine Annahme dann als **plausibel** betrachtet, wenn sie (1) auf einer **sachgerechten Methodik** und (2) einer **vollständigen Datenbasis** beruht, (3) der **Höhe nach vertretbar** ist und (4) die **rechnerische Richtigkeit** gewährleistet wird.[7]

26. Die Ermittlungsmethodik ist als **sachgerecht** anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht gebräuchliche Methodik angewendet wird, ist die Sachgerechtigkeit zumindest kritisch zu hinterfragen.

27. Die **Vollständigkeit** der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder entsprechende Mengen- und Wertgerüste handeln, welche einer angenommenen bestimmten Entwicklung zugrunde liegen.

28. Eine Annahme ist der Höhe nach als **vertretbar** zu beurteilen, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen bzw. intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von

---

5 Vgl. BGH, Beschluss v. 31.1.2017 – Az II ZR 285/15BGH, ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss v. 12.1.2016 – Az II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.1.2017 – Az 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 17.1.2017 – Az 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 20.7.2016 – Az 21 W 21/14, BB BBL2017-1585-6; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.9.2017 – Az 12 W 1/17, NZG 2017, 1188; BayObLG, Beschluss v. 19.10.1995 – Az 3Z BR 17/90, AG 1996, 127.

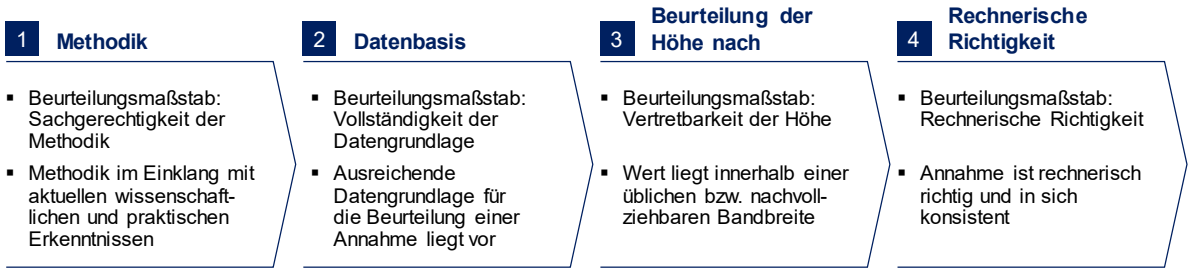
6 Vgl. Stephan in Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, 4. Aufl., § 305 Rz. 65; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körber (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Aufl., Anh § 305, Rn. 7a.

7 Vgl. ausführlich hierzu Creutzmann, A.: Plausibilität und Vertretbarkeit von Annahmen bei Unternehmensbewertungen in: BewertungsPraktiker, 1/2021, S. 12-14, (Hrsg.: CORPORATE FINANCE und EACVA), Creutzmann, A.: Planungsrechnungen bei rechtsgeprägten Unternehmensbewertungen, in: RWZ 2/2024, S. 91-97.

möglichen Parameterwerten bewegt. Abhängig von der konkret zu analysierenden Annahme kann sich diese Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der betrachtete Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.

29. Darüber hinaus ist zu analysieren, ob die Annahme **rechnerisch richtig** abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.

30. Die folgende Abbildung stellt unsere Vorgehensweise und die einzelnen Prüfschritte bei der Beurteilung der Plausibilität einer Annahme zusammenfassend dar:



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 1: Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme

31. Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist die **Annahme insgesamt als plausibel** anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, ist die Plausibilität der Annahme zu hinterfragen. Ergänzend weisen wir darauf hin, dass wir die beschriebene Vorgehensweise sowohl bei der Betrachtung in Bezug auf die Planungsrechnung (Zähler des Kalküls) als auch in Bezug auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt haben.

32. Bei der Betrachtung von Annahmen in Bezug auf die Planungsrechnung haben wir zudem den vom **IDW** veröffentlichten **Praxishinweis** „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst, berücksichtigt.[8] Der Praxishinweis bezieht sich jedoch ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls. Gemäß dem IDW-Praxishinweis gliedert sich die materielle Plausibilität einer Planungsrechnung in die interne und externe Plausibilität.

8 Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

33. Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität.[9]

34. Folgende Tabelle zeigt die vom IDW konkret empfohlenen Maßnahmen im Rahmen der materiellen Planungsplausibilisierung für Bewertungszwecke.

Materielle, interne Plausibilität		**Materielle, externe Plausibilität**	
Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarkt-analysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW

Tabelle 1: Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017

35. Wie in obiger Tabelle dargestellt, werden im Rahmen der materiellen Plausibilitätsprüfung sowohl interne als auch externe Aspekte gewürdigt, wobei das IDW weder den Aspekten der internen noch der externen Plausibilität eine Gewichtung zukommen lässt.

36. Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der zugrunde liegenden Planungsrechnung mit den entsprechenden Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und

9 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.[10]

37. Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insbesondere eine Analyse der Entwicklung der für das Unternehmen relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Ist-Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.[11]

38. Im Sinne des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) haben wir eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

10 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 22 f.

11 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 28, 32.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

39. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

40. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der LTU festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der LSI zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insb. der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

41. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

42. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

43. Sofern eine Unternehmensbewertung die Grundlage für die Ableitung der angemessenen Barabfindung darstellt, hat der Prüfer die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insb. zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet wurden und

ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist nicht vorzunehmen.

44. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).

45. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

46. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.

47. In seinem Beschluss vom 17. Juli 2026 hat das Landgericht Düsseldorf von jeglichen weiteren den sachverständigen Prüfer anleitenden oder ein möglicherweise folgendes Spruchverfahren bereits fördernden Anordnungen abgesehen.

48. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

49. Die LTU hat im Übertragungsbeschluss die Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der LSI auf die Hauptaktionärin LTU zum 18. Dezember 2026 wie folgt festgelegt:

> *"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der LS INVEST AG werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Lopesan Touristik, S.A.U., einer Einpersonen-Aktiengesellschaft spanischen Rechts (sociedad anónima unipersonal) mit Sitz in Las Palmas de Gran Canaria, Spanien, (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 11,68 je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der LS INVEST AG auf die Hauptaktionärin übertragen."*

50. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung.

51. Die Barabfindung wurde auf der Grundlage einer von KPMG zum Bewertungsstichtag 18. Dezember 2026 durchgeführten Unternehmensbewertung festgelegt. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde eine Ertragswertermittlung durchgeführt und anhand kapitalmarktgestützter Multiplikatoren und weiterer Wert- und Preismaßstäbe plausibilisiert. Zudem hat die Bewertungsgutachterin den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der LSI im relevanten Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 26. Mai 2026 ermittelt.

52. Die Bewertungsgutachterin ermittelte zum Bewertungsstichtag 18. Dezember 2026 auf Basis des Ertragswertverfahrens einen Wert von 11,68 € je Aktie. Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der LSI-Aktie beträgt im relevanten Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme 8,84 € und liegt damit unter dem auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Wert je Aktie.

53. Die von der LTU auf der Grundlage dieser Überlegungen festgelegte und an die Minderheitsaktionäre der LSI nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG zu zahlende **angemessene Barabfindung** beträgt **11,68 € je LSI-Aktie**.

54. Die LTU hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich das

Gutachten vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Das Gutachten sowie dessen Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.

55. In dem Gutachten werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der LSI sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorbemerkung

56. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) ist eine Barabfindung im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz dann angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung gewährt. Dabei ist nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) sicherzustellen, dass der ausscheidende Aktionär nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätte. Die Entschädigung darf somit nicht unter dem Verkehrswert liegen.[12]

57. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den wahren Wert abzubilden.

58. Der BGH hat festgestellt, dass es eine **Rechtsfrage** ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht. Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch für den Börsenkurs bejaht. Die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. Die Bewertungsmethode muss dabei in der Betriebswirtschaftstheorie anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.[13]

59. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

60. Der Bundesgerichtshof hat sowohl mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, II ZB 12/21) als auch mit Beschluss vom 31. Januar 2024 (BGH, II ZB 5/22) festgestellt, dass der

---

12 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

13 Vgl. BGH, Urteil vom 8. November 2017 – XII ZR 108/16.

Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG sein kann. Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann und insofern der Rückgriff auf einen funktionierenden Kapitalmarkt ausscheidet.[14]

61. Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich auch aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 einen intersubjektiv nachvollziehbaren Zukunftserfolgswert aus der Sicht von typisierten Anteilseignern dar, die über die Verhältnisse des Unternehmens und des Marktes umfassend informiert sind, rein finanzielle Interessen verfolgen und keinen einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert haben (Perspektive atomistischer Anteilseigner).[15] Der objektivierte Unternehmenswert ist auf Grundlage der Verhältnisse des Unternehmens und des Markts zum Bewertungsstichtag und der darauf aufbauenden Erwartungen zu ermitteln. Die Prognose der künftigen Unternehmenserfolge hat ausgehend von dem vom Management verfolgten Geschäftsmodell zu erfolgen und realistische Annahmen über die Marktchancen und -risiken, die finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstige Einflussfaktoren zugrunde zu legen.[16]

62. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insb. im Standard IDW S 1 vom 11. Februar 2026 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

63. Nachfolgend werden daher zunächst das Ertragswertverfahren sowie der Börsenkurs methodisch erläutert. Anschließend werden dann die weiteren Methoden dargestellt und gewürdigt.

---

14 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 25; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 31.

15 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 19.

16 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 77.

2. Ertragswert und Discounted Cash Flow

64. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insb. hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

65. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

66. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Die Verantwortlichkeit für die Zukunftserfolgsplanung ergibt sich aus der Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird. In der Funktion des neutralen Gutachters sowie des neutralen Sachverständigen i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt die Verantwortung für die Eignung der Zukunftserfolgsplanung für Zwecke der Unternehmensbewertung beim Wirtschaftsprüfer; die Verantwortung für die Managementplanung verbleibt beim Management. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus dem zum Bewertungsstichtag verfolgten Geschäftsmodell und darauf aufbauenden realistischen Erwartungen resultieren. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen. Das nachhaltige Ergebnis als Teil der Zukunftserfolgsplanung ist vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2026 unter Berücksichtigung gesonderter Analysen herzuleiten.[17]

---

[17] Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.54.

67. Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag erwarteten Entwicklung des Geschäftsmodells und der rechtlichen Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.[18]

68. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten typisierend auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.

69. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.

70. Vermögenswerte oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen.[19] Sind diese Vermögenswerte in der für die Bewertung maßgeblichen Zukunftserfolgsplanung nicht erfasst, ist ihr Wert anhand des erzielbaren Veräußerungserlöses abzüglich erforderlicher Veräußerungskosten sowie steuerlicher Folgen zu bestimmen.[20] Soweit ihm Schulden zuzurechnen sind, ist der Veräußerungspreis um die bei Ablösung dieser Schulden anfallenden Auszahlungen zu kürzen.[21] Korrespondierende Wertbeiträge, die bereits in den Zukunftserfolgen enthalten sind, sind dabei zu eliminieren.[22]

---

18 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.85.

19 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 11 und 47.

20 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 47.

21 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 48.

22 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 47.

71. Die Bewertungsgutachterin KPMG hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend den Wert je Aktie auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt.

72. Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit auch die zuvor dargestellten Voraussetzungen für eine Äquivalenz von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

3. Börsenkurs

73. Die Aktien der LSI AG waren seit Juli 1995 bis zum Wirksamwerden des Delisting unter der ISIN DE0006131204 zum Handel im regulierten Markt der Wertpapierbörsen Frankfurt (General Standard) sowie Düsseldorf zugelassen und wurden im Freiverkehr der Börsen Hamburg, Berlin, Stuttgart und München sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

74. Im Rahmen eines öffentlichen Erwerbsangebots der LTU hat der Vorstand der LSI AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats am 15. April 2021 beschlossen, den Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter und Düsseldorfer Wertpapierbörsen zu beantragen sowie die Einbeziehung in den Freiverkehr zu beenden, soweit diese auf Antrag der Gesellschaft erfolgt ist.[23]

75. Das Delisting der LSI-Aktien im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgte mit Wirkung zum Ablauf des 30. Juni 2021[24], während das Delisting an der Börse Düsseldorf zum 12. Juli 2022 wirksam wurde.[25] Im Zusammenhang mit dem Delisting wurde die Einbeziehung der LSI-Aktien in den Freiverkehr der Börsen Berlin, München und Stuttgart beendet. Damit ist die Handelbarkeit der LSI-Aktien deutlich eingeschränkt. Allerdings werden die Aktien der LSI weiterhin in den Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt. Mit dem Delisting entfallen insbesondere auch die mit einer Börsennotierung verbundenen Transparenzpflichten.

---

23 Vgl. LSI, Ad-hoc-Mitteilung, Öffentliches Erwerbsangebot der Lopesan Touristik S.A.U. für sämtliche Aktien der Gesellschaft, 15. April 2021; LTU, WpÜG-Mitteilung, Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Erwerbsangebots gem. § 10 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG, 15. April 2021.

24 Vgl. Deutsche Börse AG, XFRA: Deletion of instruments from Boerse Frankfurt - 30.06.2021, Juni 2021.

25 Vgl. LSI, Jahresabschluss 2023. Ein Handel der LSI-Aktien an diesem Börsenplatz fand nach unseren Analysen letztmalig am 30. Juni 2022 statt.

76. Da die Aktien der LSI gegenwärtig noch in den Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen werden, ist grundsätzlich eine Bewertung der LSI auf Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich.

77. Der BGH hat mit den Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“)[26] und vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“)[27] bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht.[28] Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines **Schätzwerts** als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet. Die Angemessenheit ist dabei im Hinblick auf den nach ständiger BGH-Rechtsprechung geforderten Ausgleich des „vollen Werts der Beteiligung“ zu beurteilen. Hierzu ist anhand der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu analysieren, ob der Börsenkurs den **„wahren Wert“** der Beteiligung abbildet.[29]

78. Der Heranziehung des Börsenkurses für die Schätzung des Werts einer Beteiligung an dieser Gesellschaft liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.[30]

79. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist.

80. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer **effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und insofern der Rückgriff auf einen funktionierenden Kapitalmarkt ausscheidet, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.[31]

---

26 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21.

27 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22.

28 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 18; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 20.

29 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 17, 19; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 22, 24.

30 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

31 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

81. Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität der Aktie könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung eine besondere Bedeutung beigemessen werden. In diesem Zusammenhang weist der BGH explizit darauf hin, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist.[32]

82. Die Entscheidungen des BGH lassen jedoch offen, ob der Börsenkurs stets allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insb. dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwertes liegt. In der juristischen Literatur wird hierzu die Auffassung vertreten, dass die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage regelmäßig nicht sachgerecht sein dürfte und zusätzlich zumindest eine Plausibilisierung durch den Ertragswert erfolgen sollte.[33]

83. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Der IDW S 17 legt dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung im Hinblick auf den nach der Rechtsprechung geforderten „wahren“ Wert vorzunehmen hat.[34]

84. Diese Beurteilung ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als **Wertuntergrenze** für eine Abfindung Relevanz hat. Die Funktion des Börsenkurses als Wertuntergrenze geht zurück auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999.[35] Nach dieser Entscheidung gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den

---

32 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

33 Vgl. Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

34 Vgl. IDW S 17, Tz. 5.

35 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.[36]

85. Für die Bestimmung der Wertuntergrenze ist nach der Rechtsprechung der Desinvestitionswert maßgeblich, d.h. derjenige Preis, zu dem die Aktie unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können.[37] Für die Würdigung ist in diesem Zusammenhang lediglich relevant, ob eine Veräußerung der Aktie zu diesem Kurs möglich gewesen wäre. Auf das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsverarbeitung oder -bewertung durch den Markt kommt es dabei – anders als beim „wahren" Wert – nicht an.

86. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck")[38] ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines **gewichteten Durchschnittskurses** innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu ermitteln. In seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 hat der BGH bestätigt, dass diese Vorgehensweise auch für den Börsenkurs als Schätzgrundlage für den wahren Wert anzuwenden ist.[39]

87. Die Bewertungsgutachterin hat anhand der im IDW S 17 genannten Beurteilungshandlungen bzw. -kriterien die Eignung des Börsenkurses als Maßstab für den „wahren" Wert analysiert. Dabei kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs vorliegend als alleinige Schätzgrundlage für die Bemessung der Barabfindung nicht geeignet ist. Allerdings ist der Börsenkurs gemäß der Rechtsprechung des BGH als Untergrenze bei der Ableitung der Barabfindung zu beachten.

88. Die Bewertungsgutachterin hat den volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der LSI im relevanten Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme mit 8,84 € je Aktie ermittelt.

89. Zu den Einzelheiten der Analyse des Börsenkurses und seiner Relevanz für die Angemessenheit der Barabfindung im vorliegenden Fall verweisen wir auf Abschnitt D.III unseres Berichts.

---

36 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Tz. 67.

37 Vgl. IDW S 17, Tz. 42.

38 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09.

39 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 16.

4. Liquidationswert

90. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Erweist es sich jedoch gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

91. Die Höhe des Liquidationswertes hängt sowohl von der Zerschlagungsgeschwindigkeit, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der Zerschlagungsintensität, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögenswerte bestimmt, ab.

92. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt, wobei im Zusammenhang mit einer Veräußerung entstehende und vom zu liquidierenden Unternehmen zu tragende Kosten die Veräußerungserlöse mindern. Vom Liquidationswert der Vermögenswerte sind die Unternehmensschulden abzuziehen, wobei auch die Schulden zu berücksichtigen sind, die sich erst infolge der Liquidation ergeben haben. Demgegenüber sind Schulden, die durch die Liquidation entfallen, nicht mit anzusetzen.

93. Die aus der Liquidation entstehenden Überschüsse sind des Weiteren um anfallende Unternehmenssteuern auf einen ggf. vorhandenen Liquidationsgewinn zu kürzen. Darüber hinaus sind auch persönliche Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen. Die so ermittelten Nettozuflüsse aus der Liquidation sind dann auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren.

94. Da die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Sozialpläne, Entschädigungen etc.) sowie den entfallenden Synergien aus der Einbindung in die Lopesan-Gruppe über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, wurde seitens KPMG auf eine Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet.

95. In der Rechtsprechung wird der Ansatz des Liquidationswerts zunehmend von den tatsächlichen Zielvorstellungen und Handlungsmöglichkeiten abhängig gemacht. Dementsprechend soll es auf den Liquidationswert nur noch dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren und die Ertragsaussichten auf Dauer negativ

sind.[40] Nach der Auffassung des OLG Düsseldorf ist zur Beurteilung der Relevanz des Liquidationswertes als Wertuntergrenze auf den unternehmerischen Willen abzustellen, ob der Inhaber eine Fortführung des Unternehmens beabsichtige.[41] Der Liquidationswert könne nur noch dann die Wertuntergrenze bilden, wenn die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind, weil in diesem Fall die Fortführung regelmäßig nicht dem unternehmerischen Handeln entsprechen könne.[42] Auch nach der Auffassung des OLG Frankfurt am Main soll die Berücksichtigung des Liquidationswertes unterbleiben, soweit die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht auf Dauer negativ sind und dessen Liquidation nicht abzusehen ist, weil die Unternehmensführung ihrer Planung zufolge keine Abwicklung der Gesellschaft beabsichtige. Als wesentliches Argument für diese Auffassung wird vorgebracht, dass bei einem solchen Unternehmen der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert hätte, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre.[43]

96. Da zum Bewertungsstichtag keine Liquidation der Gesellschaft beabsichtigt ist, erachten wir es vor dem Hintergrund der einschlägigen Rechtsprechung für sachgerecht auf die Ermittlung eines Liquidationswerts zu verzichten. Nach unserer Einschätzung ist zudem davon auszugehen, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Sozialpläne, Entschädigungen etc.) sowie der Preisabschläge im aktuellen Marktumfeld für die Veräußerung der Vermögenswerte über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde.

5. Substanzwert

97. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.

98. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

---

40 Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertungs- und Transaktionspraxis, Kap. C Tz. 129.

41 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 10. Juni 2009 – Az. I-26 W 1/07 (AktE).

42 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 28. Januar 2009 – Az. I-26 W 7/07 (AktE).

43 Vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 7. Juni 2011, Az.: 21 W 2/11.

6. Vergleichende Marktbewertung

99. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen oft nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher meist lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.

100. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.

101. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt D.VI).

7. Vorerwerbe

102. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung.[44]

103. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält die LTU ihre Mehrheitsbeteiligung an der LSI seit dem Jahr 1999 und hat sie seitdem schrittweise ausgebaut. Dies geschah durch die Zeichnung neuer Aktien bei Bezugsrechtskapitalerhöhungen, durch außerbörsliche Erwerbe und durch das Delisting-Erwerbsangebot vom 27. Mai 2021, das eine Geldleistung von 4,60 € je LSI-Aktie vorsah. Nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots hielt die LTU unmittelbar und mittelbar insgesamt 44.388.567 LSI-Aktien bzw. rd. 89,67 % des Grundkapitals der LSI. Davon entfielen 36.948 Aktien auf die BT Beteiligungs Treuhand. Bis zum 31. Dezember 2023 verringerte sich deren Bestand durch einen Abgang von 14.464 Aktien auf 22.484 Aktien. Danach hielt die LTU zum 31. Dezember 2023 unmittelbar und mittelbar 44.374.103 LSI-Aktien bzw. rd. 89,64 % des Grundkapitals der LSI.

104. Am 2. Juli 2024 erwarb die LTU börslich über die Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg 120.000 LSI-Aktien bzw. rund 0,24 % des Grundkapitals der LSI zu einem Kurs von 7,80 € je Aktie. Einschließlich der in der Wertpapierabrechnung ausgewiesenen Transaktionskosten

---

44 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.42.

von insgesamt 9.360 € ergibt sich ein Gesamtbetrag von 945.360 € bzw. ein Erwerbspreis von rd. 7,88 € je LSI-Aktie.

105. Im Jahr 2026 baute die LTU ihre Beteiligung vor der Bekanntmachung des Übertragungsverlangens am 26. Mai 2026 weiter aus. Zunächst erwarb die Tochtergesellschaft Creativ Hotel Buenaventura, S.A., San Bartolomé de Tirajana/Spanien („Buenaventura“), in sieben Tranchen, erstmals am 15. Januar 2026 und zuletzt am 15. April 2026, insgesamt 283.913 LSI-Aktien bzw. rund 0,57 % des Grundkapitals der LSI. Diese Aktien werden der LTU zugerechnet. Die in der Erwerbsübersicht angegebenen (rechnerischen) Preise lagen zwischen 5,91 € und 7,41 € je Aktie, im stückzahlgewichteten Durchschnitt bei rd. 6,92 € je Aktie. Am 13. Mai 2026 und am 20. Mai 2026 erwarb die LTU außerbörslich von der mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG weitere 1.987.212 bzw. 183.150, insgesamt weitere 2.170.362 LSI-Aktien bzw. rund 4,38 % des Grundkapitals der LSI. Die rechnerischen durchschnittlichen Preise je Aktie, ermittelt aus dem jeweiligen im Settlement-Auftrag ausgewiesenen Preis und der Stückzahl, betrugen rd. 10,08 € bzw. 10,10 €. Nach Abwicklung dieser Erwerbe hielt die LTU unmittelbar 46.641.956 LSI-Aktien. Unter Einbeziehung der ihr gemäß § 16 Abs. 4 AktG zugerechneten 283.938 Aktien der Buenaventura und 22.484 Aktien der BT Beteiligungs Treuhand hielt sie insgesamt 46.948.378 LSI-Aktien. Nach Abzug der 153.250 eigenen Aktien der LSI entsprach dies rd. 95,14 % des für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre maßgeblichen Grundkapitals. Damit überschritt die LTU die Schwelle gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 in Verbindung mit § 16 Abs. 2 und 4 AktG.

106. Auch nach Bekanntmachung des Übertragungsverlangens am 26. Mai 2026 erwarb die LTU weitere LSI-Aktien. Am 5. Juni 2026 und am 3. Juli 2026 erwarb sie außerbörslich insgesamt 22.573 LSI-Aktien bzw. rund 0,05 % des Grundkapitals der LSI. Die aus den jeweiligen Settlement-Aufträgen ermittelten rechnerischen durchschnittlichen Preise betrugen rd. 10,09 € bzw. 10,10 € je Aktie. Am 21. August 2026 erwarb die LTU außerbörslich weitere 7.578 LSI-Aktien zu einem rechnerischen durchschnittlichen Preis von 10,10 € je Aktie. Der Höchstpreis von 10,10 € je Aktie setzt sich dabei aus einem Kaufpreis von 10,00 € je LSI-Aktie zuzüglich einer Vermittlungsprovision zusammen. Zuletzt erwarb die LTU am 29. Oktober 2026 weitere 9.250 LSI-Aktien bzw. rund 0,02 % des Grundkapitals der LSI zu einem rechnerischen durchschnittlichen Preis von 9,96 € je Aktie. Danach hält die LTU unmittelbar und mittelbar insgesamt 46.987.779 LSI-Aktien. Nach Abzug der 153.250 eigenen Aktien der LSI entspricht dies rd. 95,22 % des maßgeblichen Grundkapitals.

107. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-

Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen.[45]

108. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise der Hauptaktionärin könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.

109. Der fehlenden Bedeutung für die Bewertung steht nach Auffassung des BGH jedoch nicht entgegen, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollerwägungen zu berücksichtigen.[46] Aus den dargestellten Analysen ist ersichtlich, dass die Erwerbe im Jahr 2026 zu (rechnerischen) Preisen zwischen 5,91 € und 10,10 € je Aktie erfolgt sind.

8. Ergebnis

110. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insb. im Standard IDW S 1 vom 11. Februar 2026 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

111. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall die Barabfindung ausgehend von einem mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert, welcher anhand von Analysen zu Börsenmultiplikatoren plausibilisiert wurde, unter anschließendem Vergleich mit dem durchschnittlichen Börsenkurs im dreimonatigen Referenzzeitraum festgelegt.

112. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Methode zur Ermittlung des Ausgangswerts für die Barabfindung als angemessen.

113. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Kapitel D unseres Berichts.

---

45 Vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19.

46 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 51.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

114. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.

115. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche Grundlagen

116. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der LSI AG zum Zeitpunkt der Erstattung dieses Berichts.

Firma:	LS INVEST AG
Sitz:	Duisburg
Satzung:	In der Fassung vom 11. Dezember 2025
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Duisburg, HRB 3291
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der Betrieb von und/oder der Erwerb und das Halten von Beteiligungen an Hotels und gastronomischen Betrieben jeder Art im In- und Ausland für eigene oder fremde Rechnung, der Betrieb von und/oder der Erwerb und das Halten von Beteiligungen an anderen Unternehmungen auf oder mit Bezug zu dem Gebiet des Tourismus im weitesten Sinne einschließlich der Übernahme von Dienstleistungen in diesen Geschäftsbereichen, der Erwerb, die Veräußerung oder die sonstige Verwertung von Grundstücken und Gebäuden sowie der Betrieb von und/oder der Erwerb und das Halten von Beteiligungen an REHA-Kliniken und Alteneinrichtungen. Die LSI ist gemäß § 2 Abs. 2 der Satzung zu allen Maßnahmen und Geschäften berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern; hierzu gehören auch die weltweite Errichtung von Zweigniederlassungen sowie der Erwerb und die Errichtung von anderen Unternehmen sowie die Beteiligung an solchen weltweit.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr

Grundkapital:	Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 128.700.000,00 € und ist eingeteilt in 49.500.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 2,60 € je Aktie. Der Vorstand war durch Beschluss der Hauptversammlung vom 18. Juli 2019 ermächtigt, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 17. Juli 2024 ein- oder mehrmalig durch Ausgabe von bis zu 24.750.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen um bis zu 64.350.000,00 € zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2019). Die Ermächtigung ist mit Ablauf des 17. Juli 2024 durch Zeitablauf erloschen.
Aktionärsstruktur:	Die Aktionärsstruktur stellt sich derzeit wie folgt dar: LTU (mittelbar und unmittelbar) 94,9 %[47] Streubesitz 4,8 % Eigene Aktien 0,3 %
Aufsichtsrat:	Áticus Ocaña Martín (Vorsitzender) Agustín Manrique de Lara y Benítez de Lugo Francisco López Sánchez
Vorstand:	José Ignacio Alba Pérez Antonio Carlos Rodriguez Pérez

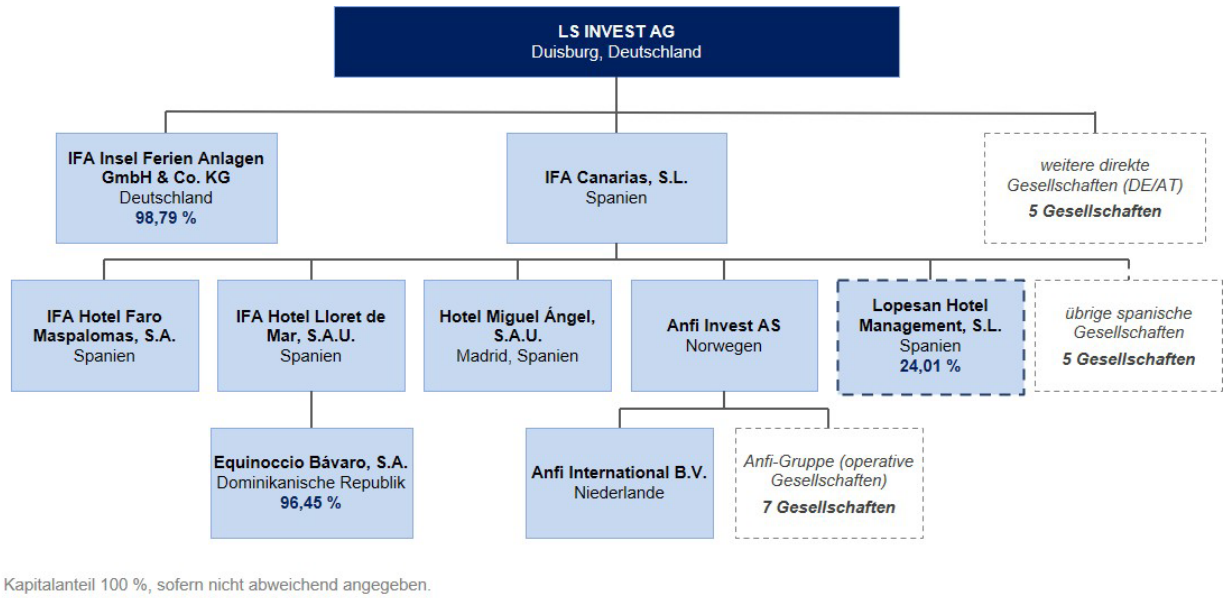
47 Nach Berücksichtigung der eigenen Aktien entspricht der Anteil der LTU 95,2 % an der LSI.

Steuerliche Verhältnisse:	Zum 31. Dezember 2025 bestehen bei der LSI voraussichtlich keine körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge mehr. Die gewerbesteuerlichen Verlustvorträge belaufen sich auf rd. 3,2 Mio. €. Die spanischen Gesellschaften unterliegen grundsätzlich dem regulären spanischen Körperschaftsteuersatz von 25,0 %. Verlustvorträge bestehen zum 31. Dezember 2025 im Wesentlichen bei der Anfi Sales, S.L. (rd. 53 Mio. €), der Anfi Tauro S.A. (rd. 22 Mio. €) sowie der Anfi del Mar, S.L. (rd. 4 Mio. €), jeweils Arguineguín, Gran Canaria/Spanien. Die Equinoccio Bávaro S.A., Santo Domingo/Dominikanische Republik, unterliegt grundsätzlich der dominikanischen Körperschaftsteuer mit einem Nominalsteuersatz von 27,0 %. Nach den Bestimmungen des Gesetzes 158-01 (CONFOTUR) ist die Gesellschaft nach Einschätzung des Managements jedoch bis zum Jahr 2034 von den wesentlichen Steuerarten des dominikanischen Steuersystems befreit. Die österreichischen Gesellschaften IFA Berghotel GmbH, IFA Hotel Betriebsgesellschaft mbH sowie IFA Alpenhof Wildental GmbH, jeweils Kleinwalsertal/Österreich, unterliegen der österreichischen Körperschaftsteuer mit einem Nominalsteuersatz von 23,0 %. Zum 31. Dezember 2025 bestehen nach Angaben des Managements Verlustvorträge von rd. 2 Mio. € (IFA Hotel Betriebsgesellschaft mbH), rd. 2 Mio. € (IFA Alpenhof Wildental GmbH) sowie rd. 2 Mio. € (IFA Berghotel GmbH).
Börsennotierung:	Die Aktien der LSI AG (ISIN DE0006131204) wurden seit Juli 1995 börslich gehandelt. Die Zulassung zum regulierten Markt endete in Frankfurt (General Standard) am 30. Juni 2021 und in Düsseldorf am 12. Juli 2022. Nach dem Delisting werden die Aktien weiterhin ohne Zustimmung der Gesellschaft im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

Quelle: LSI

Tabelle 2: Rechtliche Verhältnisse der LSI AG

117. Die gesellschaftsrechtliche Struktur des LSI-Konzerns stellt sich vereinfacht wie folgt dar.



Quelle: LSI

Abbildung 2: Gesellschaftsrechtliche Struktur der LSI zum 31. Dezember 2025 (vereinfacht)

118. Die LS Invest AG mit Sitz in Duisburg („LSI AG“) ist die Muttergesellschaft des LSI-Konzerns. Sie ist eine nicht kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaft deutschen Rechts und im Handelsregister des Amtsgerichts Duisburg unter HRB 3291 eingetragen. Die LSI AG ist ihrerseits in den Lopesan-Konzern eingebunden.

119. Zum 31. Dezember 2025 umfasst die Anteilsbesitzliste der LSI insgesamt 40 unmittelbar oder mittelbar gehaltene Beteiligungsgesellschaften. Davon werden 32 Tochterunternehmen, darunter sechs inländische und 26 ausländische Gesellschaften, im Wege der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss einbezogen. Zusammen mit der LSI als Obergesellschaft umfasst der Vollkonsolidierungskreis somit 33 Unternehmen. Vier weitere, jeweils zu 100,0 % gehaltene Tochtergesellschaften, Key Travel S.A., Lyng Centro Anfi S.L., MSC Inversión Internacional, S.L. und Oliva Inversión Internacional, S.L., jeweils mit Sitz in Las Palmas de Gran Canaria/Spanien, werden wegen ihrer fehlenden operativen Tätigkeit und ihrer untergeordneten Bedeutung nicht konsolidiert. Hinzu kommen vier weitere Beteiligungen mit Anteilsquoten unter 50,0 %. Die wesentlichen operativen Aktivitäten des Konzerns liegen in Spanien, der Dominikanischen Republik und Österreich. Innerhalb der Konzernstruktur übernehmen die Gesellschaften insbesondere den Betrieb und die Vermarktung von Hotels und Ferienanlagen, die Verwaltung von Hotelgesellschaften, das Halten von Beteiligungen und Immobilien sowie die Entwicklung, Vermarktung und Betreuung von Timesharing-Anlagen.

Daneben bestehen Gesellschaften für ergänzende Versorgungs- und Serviceleistungen sowie inaktive Gesellschaften.

120. Zu den weiteren Beteiligungen gehört die Lopesan Hotel Management S.L., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien („LHM“). Die IFA Canarias, S.L., San Bartolomé de Tirajana/Spanien („IFA Canarias“), hält seit dem 1. Januar 2018 einen Anteil von 24,01 % an der LHM. Ihre Bedeutung für den Konzern ergibt sich insbesondere aus den Leistungen, die sie für das Management der Konzernhotels erbringt. Die übrigen Beteiligungen betreffen zum 31. Dezember 2025 die Pinnacle Group S.L., Málaga/Spanien, mit 24,0 %, die Vertice Homes Canarias S.L.U., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien, mit 49,0 % sowie die Viñedos y Bodegas Lyng S.L., Navarra/Spanien, mit 10,4 %.

121. Im Geschäftsjahr 2023 wurden die deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe veräußert. Anschließend führte der Konzern deren Verwaltung auf Grundlage entsprechender Verwaltungsverträge fort. Mit Vertrag vom 18. Februar 2025 übertrug die IFA Insel Ferien Anlagen GmbH & Co. KG, Burg auf Fehmarn („IFA Insel Ferien Anlagen KG“), die Rechte aus diesen Verträgen rückwirkend zum 1. Januar 2025 auf die Rofradi International Management, S.L., San Bartolomé de Tirajana/Spanien („Rofradi S.L.“). Die vereinbarte Gegenleistung umfasst einen garantierten Mindestkaufpreis sowie weitere bedingte Kaufpreisbestandteile, deren Entstehung insbesondere vom Fortbestand der Verwaltungsverträge und dem Erreichen vereinbarter Ergebnisgrößen abhängt.

122. Zum Beteiligungsportfolio gehört ferner die Hotel Miguel Angel S.A., Madrid/Spanien als mittelbare Beteiligung der LSI mit einer Anteilsquote von 100,0 %. Die Gesellschaft wird vollkonsolidiert und ist im Konzernanhang den Hotelgesellschaften zugeordnet.

123. Am 26. Mai 2025 erwarb der LSI-Konzern über die Anfi International B.V., Amsterdam/Niederlande, die weiteren 50,0 % der Anteile an den beiden Obergesellschaften der Anfi-Gruppe, Anfi Sales S.L. und Anfi Resort S.L., jeweils Arguineguín, Gran Canaria/Spanien. Seither hält der Konzern an beiden Gesellschaften jeweils 100,0 %. Die Anfi International B.V. steht ihrerseits vollständig im Eigentum der Anfi Invest AS, Vanvikan/Norwegen. Die Anfi-Gruppe entwickelt und betreut Ferienanlagen auf Gran Canaria und vermarktet Nutzungsrechte im Timesharing-Modell. Mit dem Erwerb der verbleibenden Anteile wurde sie erstmals vollständig in den LSI-Konzernabschluss einbezogen; die laufenden Ergebnisse werden ab dem 1. Juni 2025 berücksichtigt.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

Unternehmenshistorie und Konzernzugehörigkeit

124. Die LSI ist eine nicht kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Duisburg und Muttergesellschaft des LSI-Konzerns. Sie gehört zur 1972 gegründeten Lopesan-Gruppe, einem spanischen Touristik- und Immobilienkonzern mit Sitz auf Gran Canaria. Die Lopesan-Gruppe ist neben der Hotellerie insbesondere in den Bereichen Bau, Immobilienentwicklung, Lebensmittelindustrie, Landwirtschaft und Freizeit tätig.

125. Unmittelbare Muttergesellschaft der LSI ist die Lopesan Touristik S.A.U. mit Sitz in Las Palmas de Gran Canaria. Oberstes Mutterunternehmen des Lopesan-Konzerns ist die Invertur Helsan S.L.U., Las Palmas de Gran Canaria.

126. Die Geschäftstätigkeit der LSI besteht in der Vermarktung von Ferienhotels und Hotelanlagen sowie dem Verkauf von Timesharing-Nutzungsrechten an Ferienwohnungen. Der Konzern betreibt Eigentumshotels in der Dominikanischen Republik, auf Gran Canaria und im österreichischen Kleinwalsertal. In Madrid befindet sich ein im November 2024 erworbenes Stadthotel in einer umfassenden Neupositionierung, dessen Eröffnung für Juli 2027 vorgesehen ist.

3. Geschäftsmodell und Geschäftstätigkeit

a) Überblick über die Geschäftstätigkeit

127. Der LSI-Konzern verbindet zwei Geschäftsmodelle. Zum einen den Betrieb eigener Hotels und Ferienanlagen sowie zum anderen die Vermarktung und Betreuung wiederkehrender Urlaubsnutzungsrechte durch die Anfi-Gruppe. Im Hotelgeschäft verfolgt der Konzern ein sogenanntes Asset-Heavy-Modell, bei dem er sowohl als Eigentümer der Hotelimmobilien als auch als Betreiber der Hotels auftritt und somit neben den operativen Chancen und Risiken auch die immobilienbezogenen Chancen und Risiken sowie die damit verbundene Kapitalbindung trägt. Zeitlich begrenzte Aufenthalte mit Beherbergungs-, Gastronomie- und ergänzenden Leistungen bilden hier das Kernangebot. Die operativen Schwerpunkte des Hotelgeschäfts liegen in der Dominikanischen Republik, auf Gran Canaria und im österreichischen Kleinwalsertal. Das Hotel Miguel Ángel in Madrid befindet sich derzeit in der umfassenden Neugestaltung und soll ab Juli 2027 den Betrieb aufnehmen. Die deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe wurden 2023 veräußert. Im Geschäftsjahr 2025 wurden auch die anschließend fortgeführten Managementverträge übertragen.

128. Das Timesharing-Geschäft umfasst die Vermarktung von Nutzungswochen an Ferienclubs auf Gran Canaria, die Betreuung der Clubmitglieder und die Verwaltung der zugehörigen Ferienanlagen. Die Immobilien der Clubs gehören nicht der Anfi-Gruppe, sondern den Eigentümergemeinschaften der Mitglieder und werden über Treuhänder verwaltet. Über die unverkauften Wochen hält die Anfi-Gruppe rd. 20 bis 25 % der Stimmrechte in den Mitgliederversammlungen. Von den Club-Immobilien zu unterscheiden sind die eigenen Immobilien und Entwicklungsflächen der Anfi-Gruppe, die als Sachanlagen bzw. als Finanzinvestition gehaltene Grundstücke im Konzernabschluss ausgewiesen werden.

129. Im Jahresdurchschnitt waren im Geschäftsjahr 2025 insgesamt 2.645 Mitarbeiter (Vorjahr: 1.871) im LSI-Konzern beschäftigt. Der deutliche Anstieg resultiert aus der Erstkonsolidierung der Anfi-Gruppe, die 669 Mitarbeiter umfasst. Den größten Anteil der Belegschaft stellt die Dominikanische Republik mit 1.590 Mitarbeitern, gefolgt von der Anfi-Gruppe mit 669, Spanien mit 255 und Österreich mit 80 Mitarbeitern. Die verbleibenden 51 Mitarbeiter entfallen auf die übrigen Konzerngesellschaften.

b) Hotelgeschäft

aa) Leistungsangebot und Kunden

130. Die folgende Übersicht ordnet die wesentlichen Hotelanlagen nach Standort und Betriebsphase.

Standort	Hotel / Anlage	Kategorie	Zimmer	Status
Dominikanische Republik	Lopesan Costa Bávaro	5 Sterne, All-Inclusive	1.042	in Betrieb
Dominikanische Republik	Caoba-Komplex, bestehend aus 3 Teilresorts: • Lopesan Serenity Bay Resort, Spa & Casino • Lopesan Caoba Lagoon Resort, Spa & Casino • Lopesan Splash Cove Resort, Spa & Casino	5 Sterne, All-Inclusive	1.035	Stufenweise Eröffnung im Zeitraum von Mai 2026 bis Dezember 2026
Gran Canaria	Hotel IFA Faro	5 Sterne, Adults-only	182	in Betrieb
Madrid	Hotel Miguel Ángel	5 Sterne Plus (Ziel)	172	umfassende Neugestaltung
Kleinwalsertal	IFA Alpenrose Hotel	3 Sterne	100	in Betrieb
Kleinwalsertal	IFA Alpenhof Wildental	4 Sterne	57	in Betrieb
Kleinwalsertal	IFA Breitach Apartments (Berghotel)	3 Sterne	31	in Betrieb

Quelle: Konzernabschluss der LSI zum 31. Dezember 2025, Anteilsbesitzliste (Erläuterung 61); IVA-Darstellung

Tabelle 3: Überblick über die regionalen Geschäftsfelder des LSI-Konzerns

Dominikanische Republik

131. In der Dominikanischen Republik betreibt die Equinoccio Bávaro S.A. mit Sitz in Santo Domingo den Resortkomplex in der Region Playa Bávaro, Punta Cana. Der Komplex gliedert sich in zwei Anlagen, dem Costa Bávaro Resort, Spa & Casino und den neuen Caoba-Komplex. Das Lopesan Costa Bávaro wurde 2019 eröffnet und umfasst 1.042 Zimmer direkt am Strand. Das Hotel ist als 5-Sterne-All-Inclusive-Resort vorrangig auf Paare und Erwachsene ausgerichtet. Der Caoba-Komplex erweitert den Standort um drei Teilresorts mit insgesamt 1.035 Zimmern. Er liegt in zweiter Reihe hinter dem Costa Bávaro und ist um das zentrale Pool- und Freizeitkonzept gebaut. Die drei Teilresorts Caoba Lagoon Resort, Serenity Bay Resort und Splash Cove Resort unterscheiden sich in Bezug auf ihre Ausrichtung und Zielgruppen. Beide Anlagen sind über eine gemeinsame Infrastruktur verbunden, den sogenannten „Boulevard“, eine Flaniermeile mit Restaurants, Bars, Freizeit- und Animationsangeboten sowie Gewerbeflächen zur Fremdvermietung. Ein Convention Center für Tagungen und Kongresse erweitert das Angebot über das klassische Ferienresort hinaus und soll ab Februar 2027 eröffnet werden.

132. Die Inbetriebnahme der drei Teilresorts des Caoba-Komplexes erfolgt seit Mai 2026 schrittweise und soll bis Ende 2026 mit dem operativen Betrieb sämtlicher 1.035 Zimmer abgeschlossen werden. Die Fertigstellung des zugehörigen Konferenz- und Tagungszentrums ist für Februar 2027 vorgesehen.

133. In den Hotelbetrieben in der Dominikanischen Republik stammen die Gäste vor allem aus den USA und Kanada sowie ergänzend aus Südamerika und Frankreich. Das Geschäft ist bislang überwiegend auf Freizeitgäste ausgerichtet. Mit dem Convention Center sollen zusätzlich Tagungs-, Kongress- und Gruppenreisen erschlossen werden. Das Angebot verbindet Bade- und Erholungsurlaub mit Gastronomie, Wellness und Unterhaltung und richtet sich je nach Hotelkonzept an Erwachsene oder Familien. Das All-inclusive-Konzept spricht Gäste an, die Beherbergung, Verpflegung und Freizeitangebote gebündelt nutzen möchten und Wert auf einen vorab weitgehend bestimmten Leistungsumfang legen. Die Erwachsenen- und Familienkonzepte setzen dabei unterschiedliche Schwerpunkte bei Erholung und Freizeitgestaltung. Mit der Erweiterung des Resorts muss zusätzliche Nachfrage für die neuen Kapazitäten gewonnen werden. Deren Ergebnisbeitrag hängt von den erzielten Paketpreisen und der Auslastung sowie den Kosten der eingeschlossenen Leistungen ab.

Spanien

134. Auf Gran Canaria betreibt der LSI-Konzern das 5-Sterne-Hotel Faro, a Lopesan Collection Hotel, in Maspalomas. Eigentümerin der Hotelimmobilie ist die IFA Hotel Faro Maspalomas S.A. Das Hotel wurde 2020 umfassend renoviert und als gehobenes Boutique-Ferienhotel mit 182 Zimmern neu positioniert. Es richtet sich an Erwachsene ab 18 Jahren und ist ganzjährig

geöffnet. Das Angebot umfasst Beherbergung, Halbpension, Gastronomie sowie Sport- und Golfkooperationen. Für die Positionierung ist insbesondere die Lage am Leuchtturm von Maspalomas und die unmittelbare Nähe zum Meer von Bedeutung. Die baulichen Gegebenheiten begrenzen eine Vergrößerung der Zimmer.

135. Das Hotel Faro richtet sich an erwachsene Feriengäste im gehobenen Segment. Das Erwachsenen- und Boutique-Konzept ist auf Erholung, eine überschaubare Hotelanlage sowie gehobene Gastronomie und Service ausgerichtet. Die Lage am Meer ergänzt diese Positionierung. Deutsche Gäste stellten historisch mit rund 25 % eine wesentliche Kundengruppe. Die Bedeutung britischer und skandinavischer Gäste nimmt zu. Tagungs- und Kongressgäste haben mit einem Anteil von unter 2 % eine untergeordnete Bedeutung.

136. Im November 2024 erwarb die IFA Canarias S.L. sämtliche Anteile an der Hotel Miguel Angel S.A. in Madrid. Das Hotel liegt am Paseo de la Castellana und ist das erste Stadthotel der Lopesan-Gruppe. Das seit der Corona-Pandemie geschlossene Hotel wird umfassend kernsaniert und neu positioniert.

137. Der Konzern revitalisiert das Objekt mit einem Investitionsvolumen von über 50 Mio. € als 5-Sterne-Plus-Stadthotel im Luxussegment. Durch Grundrissänderungen wird die Zimmerzahl von ehemals ca. 241 auf 172 Zimmer und Suiten reduziert. Das geplante Angebot umfasst einen privaten Garten- und Außenbereich, einen Spa- und Wellnessbereich, Tagungs- und Veranstaltungsflächen sowie gehobene Gastronomie.

138. Aufgrund von Verzögerungen beim Bau verschiebt sich die ursprüngliche vorgesehene Eröffnung von Mai 2027 auf Juli 2027 Die Anlauf- und Hochlaufphase (Ramp-up) ist von 2027 bis 2029 geplant und ab 2030 wird ein Regelbetrieb erwartet.

139. Für das Hotel Miguel Ángel in Madrid ist eine Kundenstruktur mit rund 65 % internationalen Freizeitreisenden im gehobenen Vermögenssegment, rund 20 % Gruppenreisenden und rd. 15 % Geschäfts- und Kongressgästen vorgesehen. Die geplante durchschnittliche Zimmerrate (Average Daily Rate, ADR) soll schrittweise auf bis zu rd. 800 € je Nacht erhöht werden. Wesentliche Zielmärkte sind die USA, Lateinamerika, Großbritannien und der Mittlere Osten. Das Hotel soll im Madrider Luxussegment mit etablierten internationalen Hotelmarken konkurrieren. Die Positionierung in diesem städtischen Marktsegment stellt für die LSI und die Lopesan-Gruppe eine neue Tätigkeit dar.

140. Die angestrebte Luxuspositionierung richtet sich an Gäste mit hohen Ansprüchen an Unterkunft, Service, Gastronomie und das städtische Umfeld. Für Geschäfts-, Gruppen- und Veranstaltungsgäste ergänzen Tagungs- und Veranstaltungsflächen das Angebot. Die Gewinnung dieser Kundengruppen ist Voraussetzung dafür, dass die geplanten Zimmerraten

und der Auslastungsaufbau erreicht werden können. Zugleich erfordert das Leistungsniveau entsprechendes Personal und Serviceaufwand. Die Anlaufentwicklung hängt daher sowohl vom Aufbau der Nachfrage als auch von der Entwicklung der Betriebsbereitschaft und Kosten ab.

Österreich

141. Im Kleinwalsertal in Österreich betreibt der LSI-Konzern das IFA Alpenrose Hotel (3 Sterne), das IFA Alpenhof Wildental Hotel (4 Sterne) und die IFA Breitach Apartments (3 Sterne). Die drei Anlagen liegen in Mittelberg und sind mit Ausnahme einiger Wochen im November ganzjährig geöffnet. Die österreichischen Aktivitäten werden über vier Gesellschaften mit Sitz in Mittelberg geführt, an denen der LSI-Konzern jeweils 100 % hält: IFA Berghotel GmbH, IFA Hotel Betriebsgesellschaft mbH, IFA Hotel Alpenhof Wildental GmbH und IFA Management GmbH. Im Jahresdurchschnitt 2025 waren in Österreich 80 Mitarbeiter beschäftigt (Vorjahr: 70). Die Anlagen werden gemeinsam geführt und wirtschaftlich gemeinsam betrachtet.

Deutschland

142. Die 2023 veräußerten deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe wurden zunächst auf Grundlage langfristiger Managementverträge durch die IFA Insel Ferien Anlagen GmbH & Co. KG weitergeführt. Mit Datum vom 18. Februar 2025 und rückwirkend zum 1. Januar 2025 haben die IFA Insel Ferien Anlagen GmbH & Co. KG als bisherige Verwalterin und die Rofradi International Management, S.L. als neue Verwalterin einen Vertrag über die Übertragung der Rechte aus den Verwaltungsverträgen geschlossen. Der Vertrag sieht neben einem garantierten Mindestpreis von 5,9 Mio. € weitere bedingte Kaufpreise in Höhe von 7,4 Mio. € vor, die von der Aufrechterhaltung des Verwaltungsvertrags von 2030 bis 2037 abhängen, sowie 13,9 Mio. €, die vom Erreichen des aggregierten Verwaltungsergebnisses der drei Jahre nach der Umstrukturierung abhängen. Zum 31. Dezember 2025 erzielt der LSI-Konzern in Deutschland keine laufenden operativen Erlöse mehr. Die sechs deutschen Konzerngesellschaften verbleiben im Konsolidierungskreis.

bb) Betriebsorganisation und Werttreiber

143. Die **Hotelimmobilien** des fortgeführten Bestands in Spanien, der Dominikanischen Republik und Österreich stehen im Eigentum des LSI-Konzerns. Eigentum, operativer Hotelbetrieb und Managementleistungen sind zu unterscheiden. Für das Hotelmanagement bestehen Verträge zwischen den Hotelgesellschaften und der Lopesan Hotel Management S.L. (LHM). Die LSI hält über die IFA Canarias S.L. 24,01 % an der LHM, die übrigen 75,99 % hält die Lopesan-Gruppe. Die LHM übernimmt insbesondere Vertriebs- und Ertragsmanagement, Buchungsplattformen, Einkauf und Personalsteuerung sowie die Begleitung von Hotelneueröffnungen. Die Vergütung setzt sich standardmäßig aus einer umsatzabhängigen

Grundgebühr und einer erfolgsabhängigen Gebühr auf Basis des Bruttobetriebsgewinns (Gross Operating Profit, GOP) zusammen.

144. Der **Vertrieb** erfolgt über internationale Reiseveranstalter, Online-Buchungsportale (Online Travel Agencies, OTAs) und eigene Buchungskanäle. In der Dominikanischen Republik gewinnen Buchungsportale und der Direktvertrieb über die Lopesan-Website an Bedeutung. Die Wahl des Vertriebskanals beeinflusst die Vertriebskosten und den verbleibenden Erlös. Zwischen der dominikanischen Betriebsgesellschaft und einer spanischen Vertriebsgesellschaft bestehen Leistungsbeziehungen, deren Verrechnungspreise durch ein Advance Pricing Agreement (APA) geregelt werden. Nach den uns erteilten Auskünften des Managements im Gespräch vom 15. Oktober 2026 endete die Laufzeit des bisherigen Advance Pricing Agreement am 31. Dezember 2025. Die Gesellschaft erwartet den Abschluss einer Anschlussvereinbarung für den Zeitraum 2026 bis 2028 vor Ende des Geschäftsjahres 2026. Zum Gesprächszeitpunkt lag eine unterzeichnete Vereinbarung noch nicht vor. Das Hotel Faro nutzt ebenfalls Reiseveranstalter, Buchungsportale und Direktbuchungen. Auf der Beschaffungsseite beeinflussen konzernweit verhandelte Zahlungsziele und Confirming-Vereinbarungen den Finanzierungsbedarf des laufenden Betriebs.

145. Für das Hotel Miguel Ángel wird die Aufnahme in eine etablierte Vertriebsallianz angestrebt. Weitere geplante Vertriebswege sind ausgewählte Buchungsportale, Luxusreiseveranstalter und der Direktvertrieb. In Österreich erfolgt der Vertrieb über Reiseveranstalter, die eigene Website und Buchungsportale.

146. Ergänzende Leistungen werden innerhalb der Lopesan-Gruppe bezogen, insbesondere Waschleistungen, Wartungsleistungen für Schwimmbäder sowie die Zentralküche auf Gran Canaria.

147. Die **Umsatzerlöse** entstehen im Wesentlichen aus Logis, Gastronomie und Getränken sowie weiteren Hotelleistungen. Wirtschaftlich bestimmen die verfügbaren und verkauften Übernachtungskapazitäten, die erzielten Durchschnittsraten und die Zusatzumsätze je Gast den Umsatz. Dem stehen insbesondere Personal-, Waren- und Fremdleistungskosten sowie der Aufwand für den Betrieb und die Unterhaltung der Anlagen gegenüber.

148. Die **Kostenstrukturen** unterscheiden sich nach Standort. Auf Gran Canaria beträgt der Personalkostenanteil rund 50 % der Gesamtkosten, in der Dominikanischen Republik rund 20 %. Auf Gran Canaria belasten Personalmangel und hohe Krankenstände den Betrieb. Die von Arbeitnehmervertretungen angestrebte Umstellung geteilter auf durchgehende Schichten kann den Personalbedarf zusätzlich erhöhen. Hinzu kommt eine hohe Fluktuation bei Hilfskräften. Für die Wiedereröffnung des Hotels Miguel Ángel muss ein neues Hotelteam aufgebaut werden. In der Dominikanischen Republik wird die Kostenstruktur zudem durch

einen erhöhten Klimatisierungs- und Wartungsbedarf infolge der starken Luftfeuchtigkeit und der salzhaltigen Meeresluft geprägt.

149. Da der LSI-Konzern die Hotelimmobilien im eigenen Bestand hält, ist das Hotelgeschäft mit einer erheblichen Kapitalbindung in Grundstücken, Gebäuden und Ausstattung verbunden. Zusätzlich zur laufenden Erhaltung führen insbesondere die Erweiterung in Punta Cana und die Neupositionierung des Hotels in Madrid zu Investitions- und Anlaufbedarf. Für die Ertragsentwicklung ist deshalb nicht allein der Umfang des Portfolios maßgeblich, sondern auch, wann Kapazitäten tatsächlich verfügbar sind und mit welcher Auslastung und Preispositionierung sie betrieben werden.

c) Timesharing und Anfi-Gruppe

aa) Überblick

150. Die Anfi-Gruppe wird seit dem 1. Juni 2025 in den LSI-Konzernabschluss im Wege der Vollkonsolidierung einbezogen. Ihr Kerngeschäft liegt im Süden Gran Canarias in den Ferienanlagen Anfi del Mar und Anfi Tauro. Die fünf zugehörigen Eigentümerclubs sind Anfi Beach Club, Club Puerto Anfi, Club Monte Anfi, Club Gran Anfi und Anfi Emerald Club. Die Anlagen umfassen rd. 900 Ferienwohnungen mit einem jährlichen Gesamtvolumen von ca. 45.000 bis 47.000 Nutzungswochen, von denen rd. 75 bis 80 % verkauft sind. Die Clubs zählen ca. 30.000 bis 40.000 Mitglieder.

151. Das Geschäftsmodell der Anfi-Gruppe umfasst den Vertrieb und die Verwaltung von Ferienclubs, die Vermietung von Ferienimmobilien, den Betrieb eines Golfplatzes sowie die Entwicklung von Flächen und Immobilien. Die Club-Immobilien selbst gehören den Eigentümergemeinschaften der Mitglieder und werden über Treuhänder gehalten. Die Anfi-Gesellschaften erbringen Vertriebs-, Betriebs- und Verwaltungsleistungen gegen Gebühr.

bb) Leistungsangebot und Kunden

152. Im Timesharing-Modell erwirbt ein Kunde ein zeitlich begrenztes Nutzungsrecht an einer Ferienwohnung für einen festgelegten Zeitraum pro Jahr. Aktuell werden vornehmlich Rechte mit einer Laufzeit von zehn Jahren vermarktet. Historisch waren Laufzeiten von 50 Jahren üblich. Neben dem einmaligen Kaufpreis fallen jährliche Betriebskostenbeiträge sowie Clubmitgliedschaftsbeiträge an.

153. Die Produkte unterscheiden sich insbesondere durch die zeitliche Zuordnung der Nutzungsrechte. Flexible Modelle ermöglichen die Auswahl einer Nutzungswoche innerhalb vertraglich bestimmter Zeiträume. Feste Modelle sichern eine bestimmte Belegungswoche. Nutzung, Tausch und Übertragung richten sich nach dem jeweiligen Vertrag.

154. Nicht verkaufte Nutzungswochen werden ergänzend über Online-Buchungsportale zur kurzfristigen Vermietung angeboten. Weitere Leistungen, die Clubmitgliedern zur Verfügung stehen, umfassen Golf, Ausflüge und Freizeitaktivitäten.

155. Die Anfi-Gruppe richtet sich vornehmlich an Urlauber ab 40 Jahren aus Großbritannien, Skandinavien, Deutschland und den Niederlanden. Neben Clubmitgliedern werden Gäste der kurzfristigen Vermietung sowie Freizeitgolfer angesprochen.

156. Das Nutzungsrechtsmodell ist auf Kunden ausgerichtet, die wiederkehrende Ferienaufenthalte über einen längeren Zeitraum organisieren möchten und hierfür eine vertragliche Bindung mit laufenden Betriebskostenbeiträgen eingehen. Die Bereitschaft zu dieser Bindung ist für den Verkaufserfolg entscheidend. Die kurzfristige Vermietung spricht demgegenüber Gäste an, die einzelne Aufenthalte ohne Erwerb eines Nutzungsrechts buchen. Für die Kundenansprache sind somit der Verkauf längerfristiger Nutzungsrechte und die Vermarktung einzelner Ferienaufenthalte zu unterscheiden.

157. Neue Kunden werden vor Ort durch persönliche Ansprache, Besichtigungen der Anlagen und Aufenthaltsangebote gewonnen. Bestehende Mitglieder können zusätzliche Nutzungswochen oder höherwertige Nutzungsrechte erwerben. Auch Gäste der kurzfristigen Vermietung werden auf den Erwerb von Nutzungsrechten angesprochen.

158. Über die Timesharing-Plattform RCI können Mitglieder ihre Nutzungswochen im Rahmen der vertraglichen Bedingungen gegen Aufenthalte in Partneranlagen tauschen. Widerrufe nach Vertragsabschluss beeinflussen den tatsächlich realisierten Absatz.

cc) Betriebsorganisation und Werttreiber

159. Die sieben Gesellschaften der Anfi-Gruppe erfüllen unterschiedliche Funktionen. Anfi Sales S.L. entwickelt und vermarktet die Nutzungswochen und hält die noch nicht verkauften Rechte im Vorratsvermögen. Anfi Vacation Club S.L. betreut Buchungen und den Austausch von Nutzungsrechten, vertreibt Urlaubspakete und vermittelt ergänzende touristische Leistungen. Die operative Verwaltung der vier Clubs in Anfi del Mar liegt bei Anfi Resort S.L. Anfi Tauro Resorts Management S.L. übernimmt diese Funktion für den Anfi Emerald Club. Die Verwaltungsgesellschaften stellen insbesondere Personal und organisatorische Leistungen für den laufenden Anlagenbetrieb bereit.

160. Anfi Tauro S.A. betreibt die Golfplätze mit neun bzw. 18 Löchern im Tauro-Tal und erzielt Erlöse aus Greenfees und golfbezogenen Zusatzprodukten. Anfi Real Estate S.L. übernimmt Vermietungs-, Beschaffungs- und Servicefunktionen, darunter die Vermietung von Gewerbe- und Büroflächen sowie die touristische Vermietung von Villen im Komplex Anfi Opal. Nach

Angaben der Gesellschaft werden fünf im Vermietungskonzept betriebene Opal-Villen vermarktet. Anfi del Mar S.L. erbringt insbesondere Leistungen im Zusammenhang mit Vertriebspersonal sowie Wasserver- und -entsorgung.

161. Als Zwischenholdings fungieren die Anfi Invest AS mit Sitz in Vanvikan, Norwegen, und die Anfi International B.V. mit Sitz in Amsterdam, Niederlande.

162. Im Timesharing-Geschäft sind Erlöse aus der Vermarktung neuer Nutzungsrechte von wiederkehrenden Entgelten für Betrieb und Verwaltung zu unterscheiden. Die Verwaltungsgesellschaften rechnen gegenüber den Clubs die für sie getragenen Betriebskosten sowie eine Verwaltungsvergütung ab. Nach den Planungserläuterungen der Gesellschaften beträgt die Verwaltungsvergütung 15 % der Betriebskosten. Die Erläuterungen knüpfen die Vergütung damit an Betriebskosten und nicht an die Summe der Mitgliedsbeiträge. Die genaue Abgrenzung der Kostenbasis richtet sich nach dem jeweiligen Vertrag.

163. Die Clubs verteilen die für den Betrieb erforderlichen Beträge auf die Nutzungswochen. Für verkaufte Wochen tragen die Mitglieder die Beiträge. Für unverkaufte Wochen ist Anfi Sales als Entwickler zahlungspflichtig. Die kurzfristige Vermietung unverkaufter Wochen kann diese Belastung mindern, gewährleistet jedoch nicht deren vollständige Deckung.

164. Weitere Erlöse entstehen aus Mitgliedschafts-, Buchungs- und Tauschgebühren, aus Urlaubspaketen und touristischen Vermittlungsleistungen sowie aus Golf und Vermietung. Wesentliche Aufwendungen betreffen Vertrieb und Kundengewinnung, Personal, Fremdleistungen und den laufenden Betrieb der Anlagen. Die Wiedervermarktung freier Wochen und die Gewinnung neuer Mitglieder beeinflussen sowohl den Absatz als auch die Belastung aus unverkauften Kontingenten. Für die Vertriebsplanung sind Neukundengewinnung und zusätzliche Verkäufe an bestehende Mitglieder getrennt zu betrachten. Anzahl und Preise der verkauften Nutzungsrechte sowie Widerrufe bestimmen die realisierten Verkaufserlöse. Die jeweiligen Kundengewinnungs- und Vertriebskosten beeinflussen den Ergebnisbeitrag.

165. Kapital ist insbesondere in vermarktbaren Nutzungsrechten, Immobilien, Entwicklungsflächen und Forderungen gebunden. Im Tauro-Tal verfügt die Anfi-Gruppe über ein Entwicklungsprojekt mit rund 550.000 m² Fläche und einer geplanten Kapazität von 7.500 Betten. Der Umfang und der Zeitpunkt einer Realisierung hängen von den erforderlichen Umwelt- und Baugenehmigungen sowie städtebaulichen Infrastrukturverpflichtungen gegenüber der Gemeinde Mogán ab. Nach den vorliegenden Angaben besteht Baurecht für die Parzellen T1, T2 und T6. Für die meisten übrigen Parzellen fehlen die erforderlichen Genehmigungen.

dd) Prozessrisiken aus dem Timesharing-Geschäft

166. Im Zusammenhang mit dem Timesharing-Geschäft bestehen erhebliche Prozessrisiken. Auf Grundlage der Rechtsprechung des Obersten Gerichtshofs in Spanien wurden zahlreiche Timesharing-Verträge mit unbegrenzter Laufzeit für nichtig erklärt. Dies führte zu Rückforderungsklagen und im September 2021 zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens über die Anfi Sales S.L. und die Anfi Resorts S.L. beim Handelsgericht Nr. 1 in Las Palmas de Gran Canaria.

167. Zum 31. Dezember 2025 sind kurzfristige sonstige Rückstellungen in Höhe von 94,7 Mio. € ausgewiesen, die überwiegend Prozessrisiken aus dem Timesharing-Geschäft der Anfi-Gruppe betreffen. Die Rückstellungen wurden auf Basis der zum Bilanzstichtag erwarteten Verpflichtungen aus der Rückabwicklung nichtiger Timesharing-Verträge gebildet. Auf Basis von Gerichtsbeschlüssen haben sich im Jahr 2026 neue Erkenntnisse ergeben. Die Bewertungsgutachterin hat die Zahlungsverpflichtungen der Anfi-Gruppe infolge der zwischenzeitlich ergangenen Gerichtsentscheidungen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Gesellschaften aktualisiert und die Rückstellungen und Verbindlichkeiten hierfür bereits in der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2025 angepasst. Die positiven Wertauswirkungen wurden durch einen geringeren Verbrauch bzw. geringere Zahlungen dieser Rückstellungen und Verbindlichkeiten im Planungszeitraum vollständig erfasst. Ein Ertrag aus der Auflösung von Rückstellungen oder dem Erlass von Verbindlichkeiten war für diesen Sachverhalt im Jahr 2026 daher nicht zu berücksichtigen.

d) Übrige Beteiligungen und Tätigkeiten

168. Die Beteiligung an der LHM (Anteil: 24,01 %) ergänzt die in Abschnitt b) beschriebene Einbindung in das Hotelmanagement. Die LHM besitzt keine eigenen Hotelimmobilien. Ihre Umsatzerlöse sind kein zusätzlicher konsolidierter Hotelumsatz der LSI.

169. Darüber hinaus hält der Konzern zum 31. Dezember 2025 eine Beteiligung von 24,0 % an der Pinnacle Group S.L. mit Sitz in Málaga, eine Beteiligung von 49,0 % an der Vertice Homes Canarias S.L.U. mit Sitz in Las Palmas de Gran Canaria sowie eine Beteiligung von 10,4 % an der Viñedos y Bodegas Lyng S.L. mit Sitz in Navarra.

170. Daneben bestehen die vier nicht konsolidierten Gesellschaften im Umfeld der Anfi-Gruppe (Key Travel S.A., Lyng Centro Anfi S.L., MSC Inversión Internacional S.L. und Oliva Inversión Internacional S.L.), auf deren Einbeziehung in den Konsolidierungskreis aufgrund ihrer untergeordneten Bedeutung für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns verzichtet wird.

4. ESG-Rahmenbedingungen sowie Nachhaltigkeitsstrategie der LSI

a) Vorbemerkung

171. Grundlage der nachfolgenden Analyse sind der Nichtfinanzielle Bericht 2025 der Lopesan-Gruppe, der Sustainability Report 2025 der Lopesan Hotel Group sowie die Konzernabschlüsse der LSI AG zum 31. Dezember 2024 und zum 31. Dezember 2025.

172. Die LSI veröffentlicht keine eigenständige ESG-Berichterstattung. Die nachfolgende Analyse stützt sich daher auf die Nachhaltigkeitsberichterstattung der Lopesan-Gruppe, die sämtliche Konzerngesellschaften einschließlich der LSI umfasst.

173. Zum Hotelportfolio der LSI gehören das Hotel Faro (a Lopesan Collection Hotel) auf Gran Canaria, der Resortkomplex Lopesan Costa Bávaro in der Dominikanischen Republik, das Hotel Miguel Angel in Madrid (erworben November 2024, in Renovierung) sowie drei Hotels im Kleinwalsertal (Österreich). Die ehemals im Management geführten vier Ferienhotels in Deutschland wurden im Februar 2025 durch Veräußerung der Managementverträge abgegeben. Seit dem 1. Juni 2025 wird darüber hinaus die Anfi-Gruppe vollkonsolidiert, die auf Gran Canaria Nutzungsrechte an Ferienwohnungen vertreibt und Serviceleistungen für die Eigentümer erbringt. Die Hotelimmobilien in Spanien, der Dominikanischen Republik und Österreich stehen im Eigentum des LSI-Konzerns.

174. Die Lopesan-Gruppe betreibt insgesamt 22 Hotels und ist darüber hinaus in den Bereichen Industrie (rd. 13 % des Gruppenumsatzes), Nicht-Hotellerie (rd. 36 %, u.a. Anfi-Gruppe, Kongresszentrum) und Landwirtschaft tätig. Die ESG-Kennzahlen im Nichtfinanziellen Bericht werden auf Gruppenebene berichtet und nicht nach Teilkonzernen aufgeschlüsselt. Da der LSI-Konzern nur einen Teil der Gesamtgruppe darstellt, lassen sich die berichteten Kennzahlen nicht unmittelbar auf die LSI übertragen. Die nachfolgende Analyse ordnet die Gruppendaten vor diesem Hintergrund ein und identifiziert jeweils die konkreten Wirkungskanäle für den Hotelbetrieb der LSI.

175. Im Rahmen des Strategischen Nachhaltigkeitsplans 2030 hat die Lopesan-Gruppe quantifizierte ESG-Ziele definiert. In der Dekarbonisierung strebt die Gruppe Net Zero für Scope-1- und Scope-2-Emissionen bis 2030 an (Basisjahr 2021) sowie eine Reduktion der Scope-3-Emissionen um 50 % (Basisjahr 2024). Für die Hotels in Spanien gilt das Ziel einer vollständig erneuerbaren Stromversorgung über Herkunftsnachweise. Im Bereich Kreislaufwirtschaft sieht der Plan eine Reduktion nicht-gefährlicher Abfälle um 50 % und der Lebensmittelabfälle um 60 % bis 2030 vor (Basisjahr jeweils 2022) sowie die vollständige Abschaffung von Einwegplastik. Für Wasser und Biodiversität liegen keine quantifizierten Reduktionsziele vor. Die Ziele gelten für die Lopesan-Gruppe insgesamt. LSI-spezifische ESG-Ziele bestehen nicht.

b) Environment

Energie und Dekarbonisierung

176. Der Energieverbrauch der gesamten Hotelsparte der Lopesan-Gruppe belief sich im Geschäftsjahr 2025 auf rd. 92.152 MWh (Vorjahr: 77.711 MWh). Umgerechnet auf die Anzahl der Hotelaufenthalte ergibt sich ein Verbrauch von 0,022 MWh je Aufenthalt (Vorjahr: 0,023 MWh). Eine Aufschlüsselung nach Teilkonzernen liegt nicht vor. Der Anstieg des absoluten Verbrauchs gegenüber dem Vorjahr ist nach Angaben der Gesellschaft auf die in der Dominikanischen Republik durchgeführten Bauarbeiten zurückzuführen.

177. Die Lopesan-Gruppe betreibt auf Gran Canaria drei Windparks mit einer jährlichen Erzeugungskapazität von bis zu rd. 112.000 MWh, die im Geschäftsjahr 2025 insgesamt rd. 96.124 MWh erzeugten. Diese Windparks gehören nicht zum Konsolidierungskreis der LSI, sondern sind Bestandteil des übergeordneten LOPESAN-Konzerns. Der erzeugte Strom wird in das öffentliche Netz eingespeist. Über Herkunftsnachweise wird dieser Strom den Hotels der Gruppe in Spanien zugeordnet, darunter auch dem IFA Hotel Faro als einzigem Hotel der LSI auf Gran Canaria. Die Windparks sind damit für die LSI insoweit bewertungsrelevant, als sie die Scope-2-Emissionsbilanz des Hotel Faro beeinflussen und die konzerninterne Kostenumlage für Energiebezug mitbestimmen. In der Lopesan-Gruppe wurden im Geschäftsjahr 2025 darüber hinaus rd. 14.202 MWh aus Photovoltaik- und Solarthermieanlagen erzeugt, darunter die Solarparks Lopesan I und II sowie Anlagen auf den Hoteldächern.

178. Für die Hotels der Lopesan-Gruppe in Spanien (Gran Canaria und Fuerteventura) stammen nach Angaben des Nichtfinanziellen Berichts rd. 80 % des Stromverbrauchs aus zertifizierten erneuerbaren Energiequellen. Der Emissionsminderungsplan der Gesellschaft sieht ein Ziel von 100 % vor. Im Sustainability Report 2025 wird dieses Ziel als bereits erreicht dargestellt. Das Hotel Faro ist als einziges Hotel der LSI auf Gran Canaria unmittelbarer Nutznießer dieser erneuerbaren Energieversorgung.

179. Die direkten und energiebedingten indirekten Treibhausgasemissionen der Hotelsparte (Scope 1 und 2) sanken gruppenweit von 11.199 t CO_2 im Basisjahr 2021 auf 2.563 t CO_2 im Geschäftsjahr 2025. Dies entspricht einer absoluten Reduktion von rd. 77 %. Da im gleichen Zeitraum die Zahl der Hotelaufenthalte gestiegen ist, fällt die Reduktion der Emissionsintensität je Aufenthalt mit rd. 91 % noch deutlicher aus. Wie bereits erwähnt, hat sich die Lopesan-Gruppe im Rahmen des Strategischen Nachhaltigkeitsplans 2030 das Ziel gesetzt, die Scope-1- und Scope-2-Emissionen bis 2030 auf netto null zu reduzieren und die Scope-3-Emissionen um 50 % zu senken.

180. Aus bewertungstheoretischer Sicht ist die Dekarbonisierung für Hotelunternehmen operativ relevant, da Energiekosten einen wesentlichen Kostenblock darstellen. Die LSI profitiert als Teilkonzern von den gruppenweiten Dekarbonisierungsmaßnahmen. In welchem Umfang die damit verbundenen Kosten konzernintern auf die LSI umgelegt werden, ist auf Basis der vorliegenden Unterlagen nicht abschließend beurteilbar. Die Hotels der Gruppe in Spanien beziehen Strom aus den konzerneigenen Windparks auf Gran Canaria. Für die Hotels in der Dominikanischen Republik und in Österreich besteht eine solche Zuordnung nicht. Dort gelten die lokalen Energiemarktbedingungen. Eine gesonderte Adjustierung der Planungsrechnung ist nach derzeitigem Stand nicht erforderlich.

Wasser- und Abfallmanagement

181. Die Wasserentnahme der Lopesan-Gruppe belief sich im Geschäftsjahr 2025 gruppenweit auf 3.835.025 m³ (Vorjahr: 3.606.162 m³). Eine Zuordnung zu einzelnen Hotels oder Teilkonzernen ist auf Basis der verfügbaren Daten nicht möglich. Die Kanarischen Inseln gelten als Gebiet mit besonders hoher Wasserknappheit. Auch die östliche Küstenregion der Dominikanischen Republik (Punta Cana/Bávaro) ist von saisonalem Wasserstress betroffen, wobei die Versorgung großer Resortanlagen die lokale Infrastruktur zusätzlich beansprucht. Da sich mit dem Hotel Faro auf Gran Canaria und dem Resortkomplex Lopesan Costa Bávaro die umsatz- und kapazitätsstärksten Standorte der LSI in diesen beiden wasserknappen Regionen befinden, ist das Thema Wasserverfügbarkeit für die LSI von besonderer Relevanz.

182. Das Abfallaufkommen der Gruppe sank von 89.167.926 kg im Vorjahr auf 55.323.240 kg im Geschäftsjahr 2025. Der Rückgang ist überwiegend auf den Industriebereich (Baumaterialien) zurückzuführen. Bezogen auf den Gastgewerbesektor sank das Abfallaufkommen je Aufenthalt von 3,04 kg auf 2,50 kg. Die Gesellschaft hat im Jahr 2024 das Programm „Buffet Waste“ eingeführt, durch das der Lebensmittelabfall nach eigenen Angaben um mehr als 50 % reduziert werden konnte. Dieses Programm wird gruppeneinheitlich in allen Lopesan-Hotels eingesetzt und kommt damit auch den Hotels der LSI zugute.

183. Steigende Wasserpreise oder behördliche Verbrauchsbeschränkungen in wasserknappen Destinationen könnten sich unmittelbar auf die Betriebskosten der LSI auswirken. Die damit verbundenen laufenden Kosten sind in den Betriebsaufwendungen der Planungsrechnung enthalten.

Biodiversität und Lieferkette

184. Die Lopesan-Gruppe bewirtschaftet seit 2014 die Finca Veneguera auf Gran Canaria, ein mehr als 2.800 Hektar großes Anwesen im Naturpark Parque Rural del Nublo. Die Finca gehört nicht zum Konsolidierungskreis der LSI. Im Rahmen des Projekts „Kilómetro Cero“ wird die landwirtschaftliche Produktion der Finca direkt in die Hotels der Gruppe auf Gran Canaria

geliefert. Der Anteil der so bereitgestellten Frischware beträgt rd. 21 %. Das Hotel Faro profitiert als einziges LSI Hotel auf Gran Canaria von diesem Kreislauf.

185. Die Standorte der LSI Hotels auf Gran Canaria, im Kleinwalsertal und in der Karibik befinden sich in ökologisch wertvollen oder klimasensiblen Gebieten. Darüber hinaus sind die küstennahen Standorte Risiken durch den Klimawandel wie Extremwetterereignissen, Hitzewellen und einem langfristigen Anstieg des Meeresspiegels ausgesetzt.

186. Für den Standort Dominikanische Republik ist die atlantische Hurrikan-Saison (Juni bis November) ein wesentlicher Risikofaktor. Tropische Wirbelstürme können zu vorübergehenden Betriebsunterbrechungen, Infrastrukturschäden und Nachfragerückgängen führen. Laut einer Studie der Weltbank zum karibischen Tourismus ist die strukturelle Verwundbarkeit des karibischen Tourismusmodells gegenüber externen Schocks hoch. Ein weiteres klimabedingtes Risiko für die karibischen Standorte ist das verstärkte Auftreten von Sargassum-Braunalgen an den Küsten. Seit 2011 häufen sich massive Algenblüten im Karibischen Meer. Eine Studie der Interamerikanischen Entwicklungsbank beziffert den negativen Effekt von Sargassum auf die lokale Wirtschaftsaktivität an betroffenen Küstenabschnitten auf rd. 12 % des lokalen Bruttoinlandsprodukts, mit Nachwirkungen von bis zu zwölf Monaten. Die Reinigungskosten für Sargassum werden karibikweit auf mehr als 120 Mio. USD jährlich geschätzt. Der Standort Playa Bávaro in der Dominikanischen Republik ist von diesem Phänomen potenziell betroffen.

187. Derzeit liegen keine Hinweise vor, die eine wesentliche Planungsabweichung begründen. Die identifizierten Risiken rechtfertigen nach derzeitigem Stand keine gesonderte Adjustierung der Planungsrechnung.

c) Social (S)

Humankapital

188. Die Lopesan-Gruppe beschäftigte zum Ende des Geschäftsjahres 2025 insgesamt 5.439 Mitarbeiter. Eine Aufschlüsselung nach Teilkonzernen liegt im Nichtfinanziellen Bericht nicht vor. Der Personalaufwand des LSI Konzerns betrug im Geschäftsjahr 2025 48.873 T€ (Vorjahr: 25.328 T€). Der deutliche Anstieg ist im Wesentlichen auf die Vollkonsolidierung der Anfi-Gruppe zurückzuführen. Der Frauenanteil liegt gruppenweit bei 54,60 %.

189. Die Gesamtfluktuationsrate der Gruppe, gemessen als Verhältnis von Abgängen (1.936) und Neuzugängen (2.343) zum Durchschnittsbestand, lag bei 41,49 % im Jahr 2025. Im operativen Hotelbereich in Spanien betrug die Fluktuation durchschnittlich rd. 60 %. Diese Werte liegen in der Natur der Hotelbranche mit ihrem hohen Anteil an Saisonarbeit. Das Lohngefälle

zwischen Männern und Frauen in Spanien betrug beim Gesamtlohn 12,08 % zuungunsten der Frauen.

190. Personalaufwand stellt im Hotelbetrieb einen der größten Kostenblöcke dar. Die hohe Fluktuation im operativen Bereich ist ein branchentypisches Phänomen. Ein spezifisches Risiko liegt in der Verfügbarkeit von Fachkräften an den Hotelstandorten der LSI, insbesondere im Kleinwalsertal und in der Dominikanischen Republik. Darüber hinaus weist der Nichtfinanzielle Bericht für die Lopesan-Gruppe im Geschäftsjahr 2025 insgesamt 162.330 Fehltage aus (Vorjahr: 132.606 Tage). Der Anstieg ist teilweise auf die neu konsolidierten Gesellschaften zurückzuführen. Auf Einzelhotelebene zeigt eine Absentismus-Analyse des IFA Hotel Faro, dass sich die Fehlzeiten auf die operativen Bereiche Restauration, Housekeeping und Küche konzentrieren und im Jahresvergleich steigen. Krankenstand ist damit ein relevanter Kostenfaktor, der in der Personalplanung berücksichtigt wird. Die identifizierten Risiken rechtfertigen nach derzeitigem Stand keine gesonderte Adjustierung der Planungsrechnung.

d) Governance (G)

Governance und Compliance

191. Die Lopesan-Gruppe verfügt über ein integriertes Managementsystem mit Zertifizierungen nach ISO 9001 (Qualität), ISO 14001 (Umwelt) und ISO 45001 (Arbeitssicherheit) für die Tourismus-Sparte. Acht Einrichtungen der Gruppe sind darüber hinaus nach ISO 50001 (Energiemanagement) zertifiziert. Diese umfassen die Lopesan Hotels Villa del Conde, Costa Meloneras und Baobab, das IFA Hotel Faro, das IFA Hotel Altamarena, das Abora Hotel Buenaventura sowie Spa Coralium und Thalasso Coralium. Von diesen gehört ausschließlich das IFA Hotel Faro zum Konsolidierungskreis der LSI.

192. Die Gesellschaft hat ein Compliance-Modell gemäß Art. 31 des spanischen Strafgesetzbuchs (Código Penal) implementiert. Im Geschäftsjahr 2025 gingen 18 Meldungen im Bereich der strafrechtlichen Compliance ein. Nach Angaben des Nichtfinanziellen Berichts wurde bei allen eingeleiteten Verfahren festgestellt, dass kein Straftatbestand vorliegt. Gerichtliche Verfahren im Zusammenhang mit Korruption oder Bestechung sind nicht bekannt. Im Bereich Datenschutz wurden im Geschäftsjahr 2025 keine Verletzungen oder Datenlecks festgestellt. Im Bereich der Menschenrechte (Verstöße gegen Arbeitsrechte und Diskriminierung) gingen elf Meldungen ein, was 0,36 % der Belegschaft entspricht. Von den elf Verfahren wurden neun im Berichtszeitraum abgeschlossen. Über die Ergebnisse der einzelnen Verfahren macht der nichtfinanzielle Bericht keine Angaben.

193. Die Governance-Struktur der Lopesan-Gruppe entspricht den Anforderungen an ein Unternehmen dieser Größenordnung. Das implementierte Compliance-Modell gilt

gruppeneinheitlich und umfasst damit auch die Hotels der LSI. Eine gesonderte Adjustierung der Bewertungsparameter ist auf Basis der vorliegenden Informationen nicht erforderlich.

e) Zusammenfassung und prüferische Einordnung

194. Die ESG-Risiken sowie deren Bewertungsrelevanz fassen sich wie folgt zusammen:

ESG-Risiko	Wirkungskanal	Bewertungsrelevanz
Steigende Energiekosten / Dekarbonisierungsvorgaben	Cashflow (OPEX/CAPEX)	Gruppenweite Dekarbonisierungsmaßnahmen entlasten LSI. Windparks und Herkunftsnachweise betreffen jedoch primär die spanischen Hotels. Keine gesonderte Adjustierung erforderlich.
Wasserknappheit an touristischen Standorten	Cashflow (OPEX)	Relevant für Hotel Faro und Anfi-Anlagen (Gran Canaria) sowie den Resortkomplex Lopesan Costa Bávaro inkl. Phase II (Dom. Rep.). Bereits in Betriebsaufwendungen enthalten.
Risiken durch den Klimawandel (Hurrikane, Extremwetter, Sargassum, Meeresspiegelanstieg)	Risikoprofil / Cashflow	Hurrikan-Saison und Sargassum-Algenblüten als wesentliche Risikofaktoren für Dom. Rep. Standortspezifisch auch für Gran Canaria (inkl. Anfi) und Alpenregion. Derzeit kein Hinweis auf wesentliche Planungsabweichung.
Fachkräftemangel / Fluktuation im Hotelbetrieb	Cashflow (OPEX)	Branchentypische Fluktuation. In Personalaufwand der Planungsrechnung berücksichtigt.
Compliance- und Reputationsrisiken	Risikoprofil	Gruppenweites Compliance-Modell implementiert, keine wesentlichen Vorfälle. Keine gesonderte Adjustierung.
Eingeschränkte ESG-Datentransparenz auf Teilkonzernebene	Risikoprofil	ESG-Daten nur auf Gruppenebene verfügbar. Keine separate Steuerung oder Berichterstattung für LSI erkennbar.

Quelle: Lopesan-Gruppe (Nichtfinanzieller Bericht 2025, Sustainability Report 2025); LSI (Konzernabschluss 2025); IVA-Darstellung

Tabelle 4: ESG-Risiken und Bewertungsrelevanz

195. Wesentliche bewertungsrelevante ESG-Risiken, die über die bereits in der Planungsrechnung berücksichtigten Faktoren hinausgehen und eine gesonderte Adjustierung erfordern würden, sind auf Basis der vorliegenden Informationen nicht erkennbar. Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass die Beurteilung durch die ausschließlich auf Ebene der Lopesan-Gruppe verfügbare ESG-Berichterstattung eingeschränkt ist.

5. Markt und Wettbewerbssituation

a) Gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen

196. Die Weltwirtschaft hat sich trotz des seit Ende Februar 2026 andauernden Konflikts im Nahen Osten und der faktischen Blockade der Straße von Hormus bislang als widerstandsfähig erwiesen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet in seinem jüngsten Konjunkturausblick für das Jahr 2026 ein weltweites Wirtschaftswachstum von 3,1 % nach 3,5 % im Vorjahr. Für 2027 rechnet der IWF mit einer Beschleunigung des Wachstums auf 3,4 %. Gegenüber seiner Prognose vom Juli 2026, die für das laufende Jahr noch bei 3,0 % lag, hat der IWF seine Erwartungen damit leicht angehoben.[48] Wesentlicher Wachstumstreiber sind die hohen Investitionen in künstliche Intelligenz, die sich allerdings auf wenige Bereiche konzentrieren. Gleichzeitig sorgen die gestiegenen Energiepreise für einen erneuten Anstieg der weltweiten Inflation. Diese dürfte nach Einschätzung des IWF im Jahr 2026 bei 4,7 % liegen, nach 4,1 % im Vorjahr.

197. Die Risiken für die weitere wirtschaftliche Entwicklung sieht der IWF überwiegend auf der Abwärtsseite. Sein Basisszenario geht von einer schrittweisen Wiederöffnung der Straße von Hormus ab März 2027 aus. Eine länger anhaltende Blockade, enttäuschte Ertragserwartungen im Bereich der künstlichen Intelligenz sowie neue Handelskonflikte könnten das weltweite Wirtschaftswachstum deutlich abschwächen.[49]

198. Für den Euroraum erwartet die Europäische Zentralbank (EZB) in ihren Projektionen vom September 2026 ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 0,9 % im Jahr 2026, 1,4 % im Jahr 2027 und 1,5 % im Jahr 2028. Ohne Berücksichtigung der stark schwankenden Konjunkturdaten Irlands ergeben sich Wachstumsraten von 1,2 % im Jahr 2026, 1,2 % im Jahr 2027 und 1,4 % im Jahr 2028.[50] Der IWF rechnet für die Jahre 2026 und 2027 mit einem Wachstum von 1,1 % bzw. 1,2 %.[51] Gestützt wird die Konjunktur vor allem durch den robusten Arbeitsmarkt und steigende staatliche Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Dem stehen Belastungen durch die US-amerikanischen Zölle und die hohen Energiepreise gegenüber.[52] Die gestiegenen Energiepreise wirken sich auch auf die Inflation aus. Im August 2026 erhöhte sich die Inflationsrate auf 3,2 %, wobei die Energiepreise um 14,3 % gegenüber dem Vorjahr stiegen. Für das vierte Quartal 2026 erwartet die EZB einen weiteren Anstieg der

---

48 Vgl. IWF, World Economic Outlook, Oktober 2026, S. 10; IWF, World Economic Outlook Update, Juli 2026.

49 Vgl. IWF, World Economic Outlook, Oktober 2026, S. xiii f.

50 Vgl. EZB, ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2026, Tabelle 1.

51 Vgl. IWF, World Economic Outlook, Oktober 2026, S. 10.

52 Vgl. EZB, ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2026, Abschnitt 2.1.

Inflation auf 3,6 %. Erst für 2028 rechnet sie mit einer Rückkehr in die Nähe ihres Inflationsziels von 2,0 %.

199. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat am 10. September 2026 die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben. Der Einlagesatz liegt seitdem bei 2,50 % und der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,65 %. Insgesamt sieht die EZB weiterhin erhöhte Inflationsrisiken, während die Risiken für das Wirtschaftswachstum überwiegend abwärtsgerichtet sind.[53]

200. Für Deutschland haben die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute ihre Wachstumsprognosen zuletzt deutlich angehoben. In ihrer Herbstgemeinschaftsdiagnose 2026 erwarten sie ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,3 % im Jahr 2026, 1,1 % im Jahr 2027 und 0,4 % im Jahr 2028. Im Frühjahr 2026 hatte der Sachverständigenrat für das laufende Jahr noch ein Wachstum von lediglich 0,5 % prognostiziert.[54]

201. Positive Impulse kommen insbesondere aus dem Exportgeschäft: Der weltweite Ausbau von Rechenzentren für künstliche Intelligenz erhöht die Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern wie Maschinen, elektrotechnischen und optischen Erzeugnissen sowie Datenverarbeitungsgeräten. Hinzu kommen steigende staatliche Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur. Die privaten Investitionen und der Konsum entwickeln sich dagegen weiterhin schwach. Nach Einschätzung der Wirtschaftsforschungsinstitute steht der Aufschwung daher auf einem „schmalen Fundament“. Für das dritte Quartal 2026 rechnet die Deutsche Bundesbank nach zwei kräftigen Vorquartalen nur mit einem leichten Anstieg der Wirtschaftsleistung. Belastend wirkt vor allem das Niedrigwasser des Rheins infolge des heißen und trockenen Sommers. Es schränkt die Binnenschifffahrt ein und hat bereits im Juli die Industrieproduktion, insbesondere in energieintensiven Branchen wie der Chemie, spürbar gedämpft. Hinzu kommen der Wegfall des Tankrabatts sowie hohe Energiepreise, die die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälern. Die Bundesbank wertet diese Faktoren als vorübergehend und erwartet für das vierte Quartal wieder ein stärkeres Wachstum.[55] Nachdem Iran das im Juni geschlossene Rahmenabkommen mit den USA im Juli ausgesetzt hatte und die Verhandlungen Anfang August ergebnislos geblieben waren, zogen die

53 Vgl. EZB, Monetary policy decisions and statement, 10. September 2026.

54 Vgl. Gemeinschaftsdiagnose, Aufschwung mit Strukturproblemen – Finanzpolitik auf Abwegen, Herbst 2026, sowie SVR, Frühjahrsgutachten 2026, S. 13 f.

55 Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2026, Kurzbericht Konjunkturlage.

Energiepreise im August und September erneut kräftig an. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent erreichte im September rd. 121 USD je Barrel[56] und lag Mitte Oktober bei rd. 107 USD.[57]

202. Die US-amerikanische Wirtschaft entwickelt sich weiterhin deutlich dynamischer als die Wirtschaft im Euroraum. Im zweiten Quartal 2026 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt auf das Jahr hochgerechnet um 2,2 %, nach 2,5 % im ersten Quartal.[58] Die Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (Federal Reserve) erwarten für 2026 ein Wirtschaftswachstum von 2,3 % und für 2027 von 2,4 %. Die Arbeitslosenquote wird auf 4,1 % geschätzt. Gleichzeitig rechnen sie für das laufende Jahr mit einer weiterhin erhöhten Inflation von 3,7 %, gemessen am Preisindex der persönlichen Konsumausgaben (PCE).[59]

203. Der IWF prognostiziert für beide Jahre ein Wirtschaftswachstum von jeweils 2,3 %.[60] Am Arbeitsmarkt zeigen sich allerdings Anzeichen einer Abschwächung. Im September 2026 wurden außerhalb der Landwirtschaft lediglich 29.000 neue Arbeitsplätze geschaffen. Die Arbeitslosenquote lag bei 4,2 %.[61]

204. Angesichts der weiterhin erhöhten Inflation und des soliden Wirtschaftswachstums hat die Federal Reserve am 16. September 2026 eine Anhebung des Leitzinses beschlossen. Das Zielband wurde einstimmig um 25 Basispunkte auf 3,75 % bis 4,00 % erhöht. Es handelte sich um die erste Zinserhöhung seit Juli 2023.[62]

b) Branchenspezifische Rahmenbedingungen

aa) Der Hotelmarkt in der Dominikanischen Republik

205. Die Dominikanische Republik ist aufgrund ihres tropischen Klimas grundsätzlich ganzjährig als Reiseziel geeignet, wobei die touristische Nachfrage saisonalen Schwankungen unterliegt. Die trockeneren Wintermonate bilden die Hauptreisezeit, während die Sommer- und Herbstmonate durch höhere Niederschläge sowie die von Juni bis November andauernde Hurrikansaison geprägt sind. Das Land hat sich zur meistbesuchten Destination in der Karibik entwickelt, wodurch der Tourismus eine enorme wirtschaftliche Bedeutung erlangt hat. Der Aufstieg begann in den 1980er und 1990er Jahren, als insbesondere Hotelketten aus Spanien

---

56 Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2026, Kurzbericht Konjunkturlage.

57 Vgl. Fortune, Current price of oil as of Oct. 13, 2026.

58 Vgl. BEA, GDP (Third Estimate), 2nd Quarter 2026, 30. September 2026.

59 Vgl. Federal Reserve, Summary of Economic Projections, 16. September 2026, Tabelle 1.

60 Vgl. IWF, World Economic Outlook, Oktober 2026, S. 10.

61 Vgl. BLS, The Employment Situation – September 2026, 2. Oktober 2026.

62 Vgl. Federal Reserve, FOMC Statement, 16. September 2026.

und den USA zahlreiche All-Inclusive-Resorts vor allem im Gebiet von Punta Cana errichteten, das damit zum Zentrum des Massentourismus und zur wichtigsten Urlaubsregion des Landes heranwuchs. Die Expansion hat sich seither mit Ausnahme der Pandemiejahre kontinuierlich fortgesetzt.

206. Im Jahr 2025 registrierte das Land eine Rekordzahl von 11,6 Mio. Besuchern, womit die Dominikanische Republik hinter Mexiko zu den meistbesuchten Reisezielen in Lateinamerika und der Karibik zählt. Dies markiert einen Anstieg von 4,6 % gegenüber dem Vorjahr und ein Plus von mehr als vier Millionen Touristen bzw. von rd. 50,0 % im Vergleich zu 2019[63]. 8,9 Mio. Gäste reisten mit dem Flugzeug und 2,8 Mio. mit Kreuzfahrtschiffen an. Der mit großem Abstand wichtigste Quellmarkt waren die Vereinigten Staaten, die mehr als die Hälfte der internationalen Touristen stellten, gefolgt von Kanada.[64] In jüngerer Zeit verzeichnet der Inselstaat zudem steigende Besucherzahlen aus Lateinamerika und der Karibik, was auf eine Diversifizierung gegenüber den traditionellen Quellmärkten hindeutet. Gleichwohl wäre ein Nachfragerückgang aus dem nordamerikanischen Markt infolge eines wirtschaftlichen Abschwungs oder politischer Entwicklungen kurzfristig vorerst wohl kaum durch andere Regionen substituierbar.

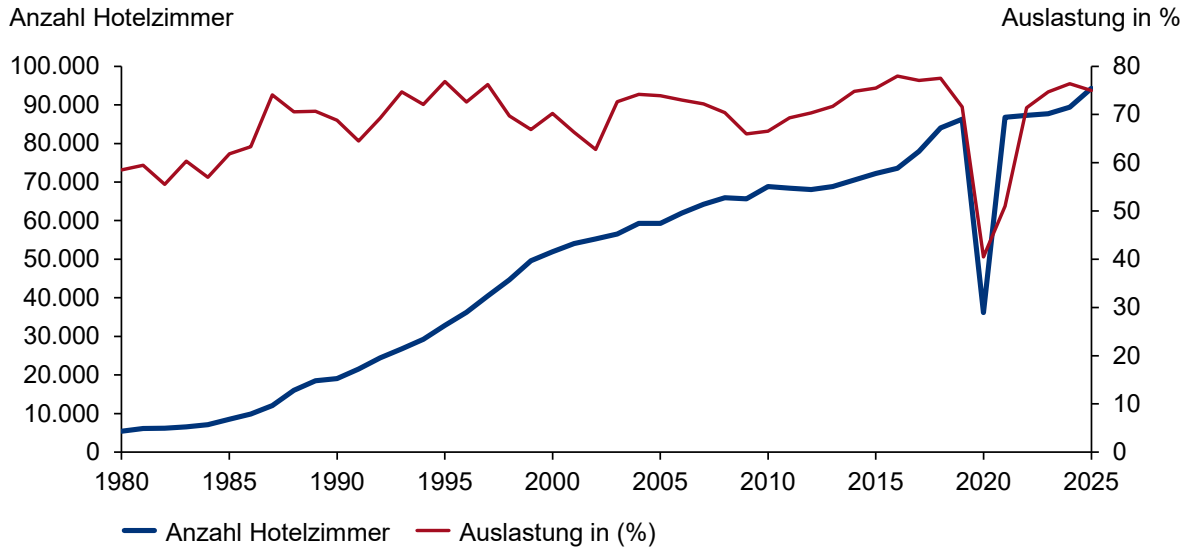
207. Das Angebot an Hotelzimmern nahm seit 1980 pro Jahr im Schnitt um 6,3 % zu und ist auf zuletzt fast 95.000 gestiegen. Parallel dazu hat sich die Zahl der Übernachtungsgäste laut der Plattform laenderdaten.info, die sich auf Angaben der World Tourism Organization stützt, allein seit dem Jahr 2000 von 2,98 Mio. bis 2024 um weitere rd. 5,6 Mio. auf 8,54 Mio. erhöht.[65] Die Auslastung pendelte in den vergangenen Jahren um einen Wert von rd. 75,0 %. Damit bewegt sie sich bei Ausklammerung der pandemiegeprägten Jahre 2020 und 2021 um etwa 2,5 Prozentpunkte oberhalb des langjährigen Durchschnitts. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Anzahl der Hotelzimmer und der Hotelauslastung in der Dominikanischen Republik im Zeitraum von 1980 bis 2025.

63 Vgl. Global Finance, Country Report: Dominican Republic Tourism Surges, 10. August 2026.

64 Vgl. latinapress, Tourismus in der Dominikanischen Republik verzeichnet Rekord, 3. Juli 2026.

65 Vgl. laenderinfo.de/Amerika/Dominikanische Republik/tourismus.php

Entwicklung der Hotelzimmer und Auslastung (in %)



Quelle: Banco Central Republica Dominicana, Indicadores de Turismo 1980-2026

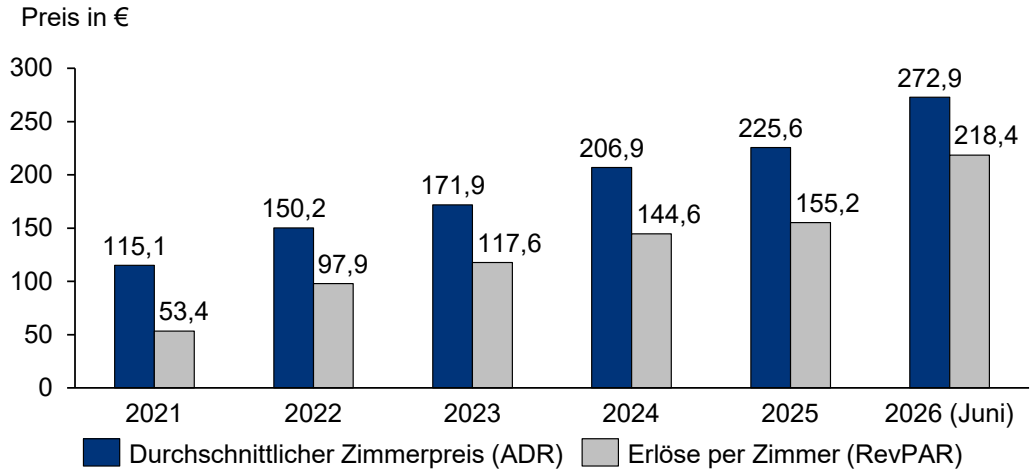
Abbildung 3: Entwicklung der Anzahl der Hotelzimmer und Hotelauslastung in der Dominikanischen Republik von 1980 bis 2025

208. Nachdem die durchschnittliche landesweite Belegungsrate 2025 noch aufgrund einer starken Angebotserweiterung um fast 10.000 Zimmer um 1,4 Prozentpunkte auf 75,0 % zurückgegangen war, stieg sie 2026 im traditionell auslastungsstärksten Winterquartal (Januar bis März) auf 86,5 %, was einem Plus von 3 Prozentpunkten gegenüber dem Vergleichszeitraum im Vorjahr entsprach.[66] Die Auslastung ist gewöhnlich im ersten Quartal am höchsten, da es zu dieser Jahreszeit in der Dominikanischen Republik trocken und weniger schwül ist, während Spätsommer und Herbst in der Hauptregenzeit liegen, in der auch tropische Stürme möglich sind.

209. Die Entwicklung des durchschnittlichen Hotelzimmerpreises (ADR) und des Erlöses pro verfügbarem Zimmer (RevPAR) in der Dominikanischen Republik stellt sich im Zeitraum von 2021 bis 2025 wie folgt dar:

66 Vgl. Banco Central Republica Dominicana, Indicadores de Turismo 1980 – 2026

Dominikanische Republik: Preis- und Erlösentwicklung per Hotelzimmer in €



Quelle: AndersenConsulting/STR, Dominican Republic, Hotel Market Study, S. 25

Abbildung 4: Entwicklung des durchschnittlichen Hotelzimmerpreises und des Erlöses pro verfügbarem Zimmer in Dominikanischen Republik von 2021 bis 2025 in Euro

210. Der Durchschnittspreis der tatsächlich verkauften Zimmer (Average Daily Rate, ADR) lag in 2026 (per Juni 2026) bei rd. 272,90 €. Dies sind rd. 125,0 % mehr als noch in 2019, dem Jahr vor der Covid-19-Pandemie.

211. Der Erlös pro verfügbarem Zimmer (RevPAR) ist seit 2019 dank der höheren Auslastung sogar um rd. 165,0 % auf 218,40 € gestiegen.[67] Wesentlicher Grund für die starke Preisdynamik war die aufgestaute Nachfrage infolge der Covid-19-Pandemie, die es den Hotels ermöglichte, die Preise über das kostenbedingt notwendige Maß hinaus anzuheben. Der diesbezügliche Preiserhöhungsspielraum ist nach Ansicht des Managements der Gesellschaft mittlerweile allerdings ausgeschöpft.

212. Dazu trägt auch das weiterhin deutlich zunehmende Bettenangebot am Standort Punta Cana bei. Nach Einschätzung des Managements der Gesellschaft könnten mittelfristig dort insgesamt rd. 15.000 zusätzliche Betten/Zimmer entstehen, was nahezu einer Verdoppelung der Kapazitäten entsprechen würde. Großvolumige neue Angebote kommen insbesondere von Marriott, Hilton und Hyatt. Die Gesellschaft rechnet daher mit einer erheblichen Intensivierung des Wettbewerbs. Auch in anderen Tourismuszentren des Landes (Miches, Cabo Rojo, Punta Bergantín, Bahía de las Águilas) wird ausgebaut, so dass die Bettenkapazität landesweit derzeit jährlich um etwa 5,0 % bis 10,0 % wächst. Die erhebliche

67 Vgl. STR: Caribbean 2019 Hotel Performance, 27. Januar 2020 und AndersenConsulting/STR, Dominican Republic, Hotel Market Study

Angebotsausweitung wird die zuletzt positive Preisentwicklung zusätzlich dämpfen und gegebenenfalls sogar Preisabstriche erfordern, um die neuen Kapazitäten auszulasten. Das Management der Gesellschaft sieht zudem die Gefahr, dass die Flughafenkapazitäten mit dem Bettenzubau nicht Schritt halten können.

213. Die hohe Bedeutung des Tourismussektors für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes ist nicht zuletzt das Ergebnis einer gezielten Regierungspolitik, die den Tourismus stark fördert und darauf bedacht ist, durch den Ausbau der Infrastruktur die Attraktivität der Destination langfristig zu erhalten bzw. zu steigern. So verfügt der Inselstaat inzwischen über sieben internationale Flughäfen, was das Risiko mindert, dass ein einziger Knotenpunkt zum Engpass werden könnte. Aufgrund ihrer Lage in der Karibik ist die Dominikanische Republik zudem ein Anziehungspunkt für Kreuzfahrtschiffe, wobei Santo Domingo und La Romana als wichtige Transit- und Einschiffungshäfen dienen. Auch in diesem Bereich hat die Regierung die Entwicklung mit einer Modernisierung der Hafeninfrastruktur unterstützt und ihr dadurch zusätzlichen Aufwind verliehen.

214. Um private Investitionen in der Tourismusbranche anzuziehen, erließ die dominikanische Regierung bereits 2001 das als wegweisend geltende Confotur-Gesetz zur Förderung der touristischen Entwicklung. Es sieht für förderfähige Tourismusinvestitionen u.a. eine 15-jährige vollständige Befreiung von der Einkommensteuer vor, hinzu kommen zahlreiche weitere Vergünstigungen. Auch ausländische Investoren, die vom boomenden Tourismusmarkt des Landes profitieren möchten, können die Förderprogramme in Anspruch nehmen, was zu erheblichen Kapitalzuflüssen geführt hat.

215. Diese investorenfreundliche Politik hat vor allem dazu beigetragen, weitere internationale Hotelketten ins Land zu holen, die maßgeblich am Ausbau des Zimmerangebots mitgewirkt haben. Heute sind nahezu alle namhaften Betreiber von großen All-Inclusive-Anlagen, auf die ein Anteil von 75,0 % des Zimmerbestands entfällt, im Land vertreten. Hotelketten machen etwa die Hälfte des Angebots aus. Bei den Unterkunftskategorien überwiegen die oberen Preissegmente. So markieren die Kategorien „Luxus“, „Oberes gehobenes Segment“ und „Gehobenes Segment“ etwa 61,0 % des Angebots.[68]

216. Neben ihrer Attraktion als Urlaubsdestination hat sich die Dominikanische Republik in den vergangenen Jahren laut dem Tourismusministerium zu einem beliebten Reiseziel für den Kongress- und Veranstaltungstourismus in der Region entwickelt. An vorderster Stelle steht dabei erneut Punta Cana, wo es ein breites Angebot an Veranstaltungsorten gibt, die für Events unterschiedlicher Größe geeignet sind, darunter große Kongresszentren wie das

68 Vgl. AndersenConsulting/STR, Dominican Republic, Hotel Market Study

International Convention Center. Geschäftsreisende sind eine besonders begehrte Zielgruppe, da sie laut der dominikanischen Regierung schätzungsweise bis zu siebenmal mehr ausgeben als Urlaubstouristen. Auch lassen sich mit dem geschäftlichen Veranstaltungstourismus saisonale Schwankungen der Nachfrage durch eine höhere Auslastung außerhalb der Hauptsaison verringern und die Rentabilität der Hotelbranche verbessern.[69]

217. Mit der erfolgreichen Vermarktung der Urlaubsdestination wachsen allerdings mit Blick auf die Infrastruktur auch die Herausforderungen. Das gilt laut Juan Bancalari, Präsident des Hotel- und Tourismusverbands Asonahores, vor allem für die Bereiche Regulierung, Raumplanung, Abfallmanagement, Energieversorgung sowie die Qualifizierung von Fachkräften.[70] Ebenso wichtig wie der Ausbau der Infrastruktur ist der Erhalt des Ökosystems. Für die Urlaubsgäste zeichnet sich die Destination vor allem durch die Qualität ihrer Strände aus. Diesen Aspekt nannte rund die Hälfte der Teilnehmer an einer von der Zentralbank initiierten Meinungsumfrage, gefolgt von Klima (16,3 %) und Gastfreundschaft (11,4 %).[71] Von besonderer Bedeutung für den Erhalt der Küstenlandschaft und dessen Attraktivität für den Tourismus sind die bedrohten Korallenriffe. Ein weiteres Problem ist die zunehmende Algenschwemme in der Karibik, von der auch die Dominikanische Republik und vor allem die Ostküste rund um Punta Cana betroffen ist. Die Regierung ist nicht zuletzt vor diesem Hintergrund bestrebt, neben dem Geschäftstourismus das Urlaubsangebot über All-inclusive-Resorts hinaus zu diversifizieren und das klassische Strandangebot um Kultur-, Abenteuer- und Sporttourismus zu ergänzen.

218. Unterdessen scheint der Tourismusboom ungebrochen. Im ersten Quartal 2026 kamen 3,7 Mio. Besucher in die Dominikanische Republik, was einem Plus von 10,8 % gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Entsprechend optimistisch äußerte sich Javier Tejada, Vizepräsident des Hotelverbands Asonahores, im April zu den Aussichten für den Tourismussektor. Er bleibe die treibende Kraft für das Wirtschaftswachstum des Landes, das 2026 dank des Ausbaus der Flugverbindungen und der Diversifizierung der Märkte zwischen 12,0 und 12,5 Mio. Besucher erwarte.[72]Mit einer rekordhohen Besucherzahl von 6,6 Millionen

---

69 Vgl. Dominican Republic Tourism, The Best MICE Destination in the Caribbean, 09. Juli 2024 und el inmobiliario, Punta Cana recognized as the “Best Latin American City” for meetings and events tourism, 18. November 2024

70 Vgl. DomRep.news, „Tourismus in der Dominikanischen Republik steht vor strukturellen Herausforderungen“, 19. April 2026

71 Vgl. Banco Central Republica Dominicana, Encuesta de Opinión, Actitud y Motivación a Extranjeros no Residentes 2025)

72 Vgl. Travelpulse, Driving Dominican Tourism: Insights from DATE 2026 on Economic Growth and Development, 27. April 2026 und DomRep Total, Dominikanische Republik im Tourismus-Aufschwung: 4 Milliarden US-Dollar für neue Projekte, 23. April 2026

im ersten Halbjahr (+7,7 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum) ist das Land auf dem besten Weg, die Marke von zwölf Millionen zu überschreiten.

219. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob bzw. in welchem Ausmaß steigende Flugpreise infolge des Irankonflikts die Nachfrage beeinträchtigen. Zudem profitierte die Dominikanische Republik in den vergangenen Jahren von den Problemen konkurrierender Destinationen. In Kuba steckt der Tourismus seit der Covid-19-Pandemie in einer schweren und anhaltenden Krise, die sich mit dem Anfang Januar dieses Jahres von den USA verhängten Ölembargo nochmal massiv verschärft hat. Auf der Karibikinsel Jamaika beeinträchtigten die Schäden des Rekordhurrikans Melissa Ende Oktober 2025 den Tourismussektor, während Mexikos Karibikküste unter einer beispiellosen Algenplage leidet.[73]

bb) Der Hotelmarkt in Madrid

220. Spanien ist das am zweithäufigsten besuchte Land der Welt.[74] Ein zentrales Reiseziel ist dabei die Hauptstadt Madrid, die in den vergangenen Jahren einen wahren Tourismus-, Hotel- und Wirtschaftsboom erlebte und 2025 mit 10,4 Millionen Gästen die nach Besucheraufkommen wichtigste urbane Destination Spaniens war. Mit seinen weltberühmten Museen, geschichtsträchtigen Straßen, einer vielfältigen Gourmet-Gastronomie, exklusiven Einkaufsmöglichkeiten und einer lebendigen Kulturszene weist Madrid ein diversifiziertes Tourismusangebot auf, mit dem sich die Stadt mittlerweile zu einer der Top-Destinationen für Luxustourismus in Europa entwickelt hat und etablierten Metropolen wie Paris oder London zunehmend Konkurrenz macht.

221. Zudem befinden sich in der näheren Umgebung der Hauptstadt drei weitere Unesco-Weltkulturerbestätten. Neben dem Paisaje de la Luz (Landschaft des Lichts) mit der berühmten Prachtstraße Paseo del Prado und Retiro-Park im Herzen Madrids sind dies das historische Zentrum von Alcalá de Henares, die Kulturlandschaft Aranjuez und die Klosteranlage in San Lorenzo de El Escorial. Dazu verspricht Madrid rund 2.900 Sonnenstunden pro Jahr (30-Jahres-Durchschnitt), mehr als Städte wie Nizza (2.810 Stunden), Athen (2.773 Stunden) oder Rom (2.533 Stunden).[75] Aufgrund seiner zentralen Lage ist Madrid zudem Dreh- und Angelpunkt aller Bahnverbindungen in Spanien, hinzu kommt eine immer bessere internationalen Anbindung.

222. Auch in Madrid gehört darüber hinaus der Veranstaltungs- und Kongresstourismus zu einem der wichtigsten strukturellen Nachfragefaktoren. Dazu tragen u.a. Großveranstaltungen wie

---

73 Vgl. SRF, Tonnenweise Algen vertreiben Touristen von Mexikos Karibikküste, 09. August 2026

74 Vgl. Knight Frank, Madrid Insight, 2025/26

75 Vgl. Knight Frank, Madrid Insight, 2025/26

die weltweit größte Tourismusmesse FITUR (255.000 Besucher) und die internationale Kunstmesse ARCO (95.000 Besucher) sowie internationale Konzerte und Sportveranstaltungen bei. 2026 machte zudem erstmals die Formel 1 Station in Madrid, wo am 13. September der Große Preis von Spanien ausgetragen wurde, der zuvor in Barcelona über die Runden ging. Die Rennstrecke von Madrid soll bis einschließlich 2035 Teil des Rennkalenders der Formel 1 bleiben.

223. Euromonitor hat Madrid kürzlich auf Platz 2 der weltweit attraktivsten Städteziele eingestuft. Dieses Wachstum vollzieht sich vor dem Hintergrund einer vergleichsweise noch immer geringen touristischen Belastung mit einem Verhältnis von drei Besuchern pro Einwohner – einer der niedrigsten Werte unter den großen europäischen Städtezielen. Damit liegt Madrid auf einem Niveau mit Berlin, aber weit unter den Werten von Städten wie Amsterdam (29), Paris (22), Venedig (22) oder auch Barcelona (10), wo die Besucherdichte um ein Vielfaches höher ist. Barcelona gilt als Paradebeispiel für eine Metropole, die mit den sozialen Folgen des Overtourismus zu kämpfen hat. Dies hat die Stadt bereits 2015 dazu bewogen, keine neuen Hotelgenehmigungen mehr in der Innenstadt zu erteilen.[76]

224. Allerdings hat der Zustrom von Besuchern auch in Madrid zu einer Überfüllung beliebter Sehenswürdigkeiten geführt. Die Stadt steht daher vor der Herausforderung, das Wachstum des Tourismus mit der Bewahrung ihres authentischen Charakters in Einklang zu bringen. Vor dem Hintergrund wachsender Besucherzahlen hat sie daher einen strukturellen Wandel angestoßen und sich als globales Reiseziel neu positioniert. Der Luxustourismus wurde dabei als strategisches Segment zur Steigerung der Wertschöpfung identifiziert.[77] Die Kombination aus Kultur- und Einkaufstourismus spricht vor allem kaufkraftstarke (Premium-) Touristen an, was eine sich selbst verstärkende Aufwärtsspirale in Gang gesetzt hat. Madrid belegt laut einer im Auftrag von Madrid Turismo erstellten Studie von Virtuoso, einem auf Luxus- und Erlebnisreisen spezialisierten weltweiten Netzwerk von Reisebüros, bei allen Schlüsselindikatoren im High-Impact-Tourismus Spitzenwerte. Dazu zählen u.a. Investitionen in das Kulturerbe sowie in das Hotelangebot – vor allem die Renovierung von Wahrzeichen im historischen Stadtkern und deren Neuausrichtung im Luxushotelsektor –, eine damit einhergehende Anziehung von internationalem Kapital sowie der Anteil von Besuchern mit hoher Kaufkraft.[78]

225. Laut einer Analyse der Caixa Bank geben Premium-Touristen, deren tägliche Ausgaben per Definition mindestens das Zehnfache der mittleren Ausgaben betragen, im Durchschnitt

---

76 Vgl. Wellness Retreats Magazin, Overtourism Statistics and Rankings on the World's Top 40 Cities

77 Vgl. Caixa Bank Research, Snapshot of international luxury tourism in Spain, 15. Januar 2026

78 Vgl. Virtuoso, High impact tourism and sustainability in Madrid, 2026

731,00 € pro Tag aus, verglichen mit 46,00 € herkömmlicher Touristen. Grundlage waren die Transaktionsdaten von internationalen Karten, die an POS-Terminals der Caixa Bank verwendet wurden. Virtuoso veranschlagt den Wert sogar auf 980,00 € und stützt sich dabei auf Umfrageergebnisse einer Studie, die ferner zeigt, dass Reisende mit hoher Kaufkraft 2,4-mal mehr für Unterkünfte ausgeben als der Durchschnitt. Den Caixa-Daten zufolge entfällt der bedeutendste Ausgabeposten von Luxustouristen auf Hotelübernachtungen, die 38,6 % des Gesamtbetrags ausmachen. Weitere wichtige Kategorien sind Restaurants, Mode und Schmuck.[79]

226. Als treibende Kraft der Entwicklung im Segment der Luxushotels, deren Anzahl in der Hauptstadt 2025 auf 36 gestiegen ist, gilt der internationale Tourismus. Von den 1,15 Millionen Gästen, die 2025 mehr als 2,6 Millionen Übernachtungen in Fünf-Sterne-Hotels buchten, entfielen 72,4 % auf ausländische Touristen.[80] Während Madrid in der Vergangenheit im Luxussegment eher unterversorgt war, treffen Touristen inzwischen auf ein seit Jahren stetig wachsendes Angebot.

227. Als eines der bedeutendsten Projekte städtebaulicher Sanierung im Zusammenspiel mit privatem Kapital gilt der 2020 baulich fertiggestellte Canalejas-Komplex, in dem sieben historische Gebäude aus dem späten 19. und frühen 20. Jahrhunderts auf einer Gesamtfläche von rund 50.000 Quadratmetern miteinander verbunden wurden. Mit einer Investitionssumme von rd. 600,0 Mio. € entstanden ein Hotel (Four Seasons), 22 Wohneinheiten und ein Einkaufszentrum. Das Hotel wurde zu einem Symbol für das Bestreben der Stadt, eine gehobene Kundschaft anzuziehen, dem weitere renommierte internationale Marken folgten. Sie wiederum haben Madrid ins Blickfeld wohlhabender internationaler Touristen gerückt, deren Fokus zuvor auf Städte wie Barcelona oder Paris lag.

228. Zu den prominentesten Neueröffnungen und Renovierungen in diesem Segment gehören seither das historische Hotel Ritz, das 2021 als Mandarin Oriental Ritz Madrid wiedereröffnet wurde, ebenso wie das Rosewood Villa Magna. Das Madrid Edition (2022), das JW Marriott Hotel Madrid (2023) sowie das Brach Madrid und The Palace (2025) eröffneten ebenfalls nach teils äußerst komplexen und umfassenden Sanierungsarbeiten. Hinzu kommen weitere bedeutende Umgestaltungen, wie beispielsweise die des Gran Hotel Inglés, des Palacio de los Duques Gran Meliá, des URSO Hotel & Spa und des BLESS Hotel Madrid. Nach fünf Jahren Renovierungsarbeiten wurde Anfang 2026 schließlich das Club Metrópolis als Private-Members-Club und Hotel im gleichnamigen Gebäude eröffnet, einem monumentalen

79 Vgl. Caixa Bank Research, Snapshot of international luxury tourism in Spain, 15. Januar 2026

80 Vgl. Virtuoso, High impact tourism and sustainability in Madrid, 2026

Wahrzeichen des historischen Madrids. Jüngster Neuzugang im Luxussegment ist das Nobu Hotel, das Anfang September dieses Jahres seine Pforten öffnete.

229. Der jahresdurchschnittliche Zimmerpreis pro Übernachtung belief sich in der Luxuskategorie per Ende Juli 2026 auf rund 858,00 €, verglichen mit rund 757,00 € in 2024. Das entspricht binnen 18 Monaten einem Anstieg von 13,4 %. Der Erlös pro verfügbarem Zimmer (RevPAR) erhöhte sich im gleichen Zeitraum von rund 490,00 € auf rund 613,00 €, ein Plus von 25,1 %.[81]

230. Unterdessen sind bereits weitere Neueröffnungen im Luxussegment vorgezeichnet. Laut der Vizepräsidentin des Hotelunternehmerverbands von Madrid werden von Ende 2025 bis 2029 weitere 20 Hotels in der Fünf-Sterne-Kategorie dazukommen, bei denen es sich aber vorwiegend um Boutique-Hotels mit wenigen Zimmern handele. Sie sollen nicht zuletzt zur Wiederbelebung von Stadtvierteln beitragen, die in der Vergangenheit weniger von Touristen frequentiert wurden.[82]

231. Ein wesentlicher Motor für das Wachstum des Tourismus in der Stadt war der Ausbau der Direktflüge nach Madrid. So hat beispielsweise die Eröffnung von Direktverbindungen von Monterrey und Guadalajara nach Madrid einen Zustrom mexikanischer Touristen ausgelöst, die zuvor Reiseziele wie Las Vegas und Miami bevorzugten. Der Ausbau der Flugverbindungen hat entscheidend dazu beigetragen, Madrid für weit entfernte Märkte zugänglicher zu machen, insbesondere für solche mit ausgabenstarken Touristen.[83] Madrid ist der führende europäische Knotenpunkt für Lateinamerika und verzeichnet ein starkes Wachstum bei den Flügen in die Länder am Persischen Golf und nach China. Mit dem Wachstum des Passagieraufkommens ist eine Veränderung des Besucherprofils einhergegangen. Die Mehrheit der Touristen stammt mittlerweile aus weit entfernten Märkten wie den Vereinigten Staaten, Mexiko und Kolumbien und löst damit die traditionellen europäischen Touristen ab.

232. Der Flughafen Madrid-Barajas ist mit einem Passagieraufkommen von rd. 68,2 Millionen Fluggästen in 2025 inzwischen an seine Kapazitätsgrenzen gestoßen. Der Flughafen wird daher derzeit ausgebaut und modernisiert. Bei Fertigstellung, die für 2031 erwartet wird, soll die Kapazität auf rd. 90 Millionen Passagiere pro Jahr steigen. Das von der spanischen Regierung im September 2026 verabschiedete Flughafen-Regulierungsdokument (DORA III) prognostiziert für den Flughafen Madrid-Barajas bis 2031 ein Passagieraufkommen von rund

---

81 Vgl. STR, Competitive Set Report, 11. September 2026

82 Vgl. Gaceta del Turismo, Entrevista a Mar de Miguel, vicepresidenta de la Asociación Empresarial de Hoteles de Madrid, 21.Oktober.2025

83 Vgl. Madrid: The New Hotspot For Luxury Travellers And Emerging Global Tourism Trends From The United States, Mexico And Colombia, Travel and Tour World, 11. August 2025)

77 Millionen, was ab 2027 einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 1,5 % entsprechen würde.[84]

cc) Der Hotelmarkt auf Gran Canaria

233. Gran Canaria gilt aufgrund seines ganzjährig milden Klimas und einem fast immer sonnigen Süden als „Insel des ewigen Frühlings“, die sich das ganze Jahr über bereisen lässt und nicht zuletzt deshalb zu den beliebtesten Reisezielen Europas zählt. Sie verzeichnete im Jahr 2025 mit einer Rekordzahl von 4,86 Mio. Gästen einen weiteren Zuwachs von rd. 3,0 % gegenüber dem Vorjahr. Allerdings hat sich die Wachstumsdynamik nach einem Plus von 12,2 % in 2023 und 8,2 % in 2024 damit weiter abgeschwächt, auch weil die Insel zunehmend an ihre strukturellen Kapazitätsgrenzen stößt. Die nachlassende Dynamik lässt vermuten, dass die Entwicklung nach der Covid-19-Pandemie stark von Nachholeffekten geprägt war. Auffällig ist zudem, dass die Besucherzahlen bereits vor der Pandemie in den Jahren 2018 und 2019 rückläufig waren.[85]

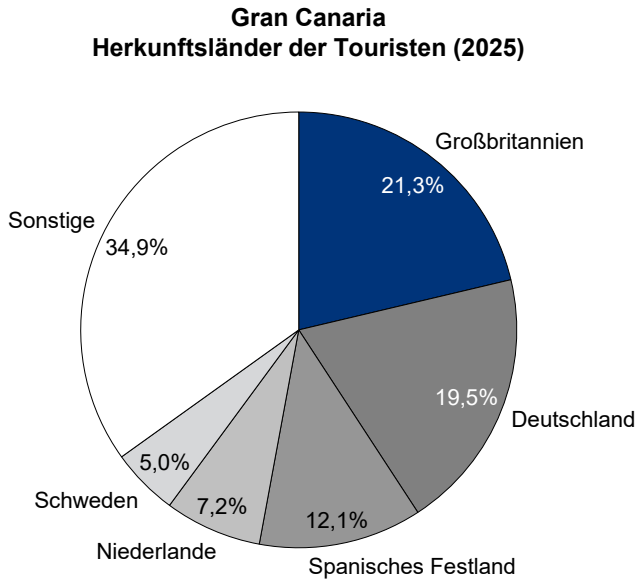
234. Mit einem Anteil von 26,4 % am Besucheraufkommen der Kanarischen Inseln war Gran Canaria damit nach Teneriffa (41,2 %) die zweitwichtigste Reisedestination des Archipels. Wachstumstreiber ist Las Palmas de Gran Canaria, wo die Touristenzahlen nach einem Anstieg von 12,9 % in 2025 um fast 40,0 % über dem Vor-Pandemie-Jahr 2019 liegen, verglichen mit einem Plus von rd. 13,6 % für Gran Canaria insgesamt. Auf die Hauptstadt entfällt inzwischen ein Anteil an den Inselgästen von 18,8 %. Damit hat sie sich zu einem eigenständigen Reiseziel entwickelt und fungiert nicht mehr nur als Durchgangsstation zum vom Bade- und Resorttourismus geprägten Süden, wo sich das Gros der Hotelbettenkapazitäten der Insel befindet.

---

84 Vgl. Boletin Official Del Estado, Num. 232, 19. September 2026

85 Vgl. Turismo Gran Canaria, Situation of the Tourism Sector, Year ending 2023/2025 [JS1.1]und FRONTUR ISTAC

235. Die folgende Abbildung stellt die Herkunftsländer der Touristen in 2025 dar:



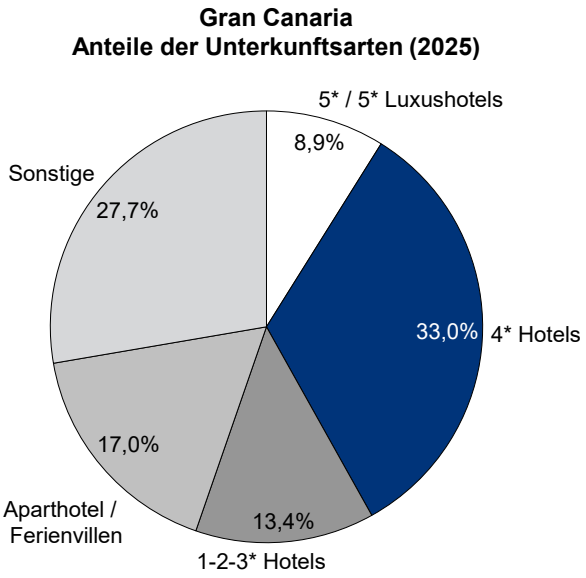
Quelle: Observatorio Turistico de Canaris, Tourist profile, Canary islands and islands: 2025

Abbildung 5: Herkunftsländer der Touristen auf Gran Canaria (2025)

236. Wichtigster Quell- und Herkunftsmarkt für den Tourismus auf Gran Canaria sind das Vereinigte Königreich und Deutschland. Briten und Deutsche stellten 2025 rd. 40,0 % der Urlaubsgäste. Weitere knapp 20,0 % entfielen auf Besucher vom spanischen Festland sowie aus den Niederlanden. In der Besucherstruktur hat es seit der Covid-19-Pandemie erhebliche Verschiebungen gegeben, wobei speziell die Entwicklung britischer Urlauber hervorsticht. Ihre Zahl hat seit 2019 um fast 39,0 % zugenommen, wodurch sie deutsche Touristen, bei denen es im gleichen Zeitraum lediglich einen Anstieg von 5,0 % gab, als bedeutendsten Kundenmarkt ablösten. Das deutsche Touristenaufkommen blieb damit auch deutlich hinter dem allgemeinen Besucherwachstum auf der Insel zurück, was auf eine gewisse Sättigung der Nachfrage in Deutschland nach der Destination Gran Canaria hindeuten könnte. Sehr starke Zuwächse gab es dagegen bei Franzosen (+73,1 % seit 2019) und Italienern (+62,2 % seit 2019), allerdings von deutlich niedrigeren Niveaus aus.[86]

86 Vgl. Turismo Gran Canaria, Situation of the Tourism Sector, Year ending 2020/2023/2025

237. Der Hotelmarkt Gran Canarias umfasst rund 390 Häuser mit einer Gesamtkapazität von etwa 45.000 Zimmern. Nachfolgend werden die Anteile der Unterkunftsarten auf Gran Canaria in 2025 aufgegliedert:



Quelle: Observatorio Turistico de Canaris, Tourist profile, Canary islands and islands: 2025

Abbildung 6: Anteile der Unterkunftsarten auf Gran Canaria (2025)

238. Das Angebot konzentriert sich stark auf große Ferienanlagen, wobei Hotels mit mehr als 100 Zimmern rd. 50,0 % aller Hotels und 85,0 % des gesamten Zimmerbestands ausmachen.[87] Auffällig stark vertreten ist das obere Marktsegment (4- und 5-Sterne-Häuser), das über alle Unterkunftsarten hinweg einschließlich Privatunterkünften einen Anteil von fast 42,0 % hat. Die durchschnittliche Aufenthaltsdauer belief sich 2025 auf knapp 7,2 Tage, im Jahr 2019 waren es noch 7,6 Tage.

239. Der Markt ist auf Anbieterseite relativ stark fragmentiert und von einer vergleichsweise geringen Präsenz internationaler Marken geprägt. Nach Anzahl der Zimmer ist der Grad der Konzentration allerdings höher, da von Hotelketten betriebene Anlagen meist deutlich größer sind als die unabhängiger Anbieter. Zu den großen Anbietern zählen neben Riu Hotels &

87 Vgl. AndersenConsulting, Canary Island, Hotel Market Study

Resorts, Barceló Hotel Group und H10 Hotels auch Betreiber wie die Lopesan Hotel Group, Meliá Hotels International und Princess Hotels.

240. Die Hotelbelegungsrate bewegt sich in normalen Tourismusjahren wie vor 2020 und nach der Covid-19-Pandemie in einem relativ engen Korridor etwas oberhalb von 80,0 %. Generell ist die Hotelauslastung auf Gran Canaria in den Wintermonaten (Dezember bis März) am höchsten und in den Sommermonaten bzw. Übergangszeiten am niedrigsten. Differenziert nach Hotelkategorien zeigt sich, dass die Auslastungsrate über das Jahr betrachtet tendenziell umso höher und stabiler ist, je höher die Sternekategorie.

241. Die Preise für Hotelzimmer haben in den vergangenen Jahren deutlich angezogen. Der Durchschnittspreis der tatsächlich verkauften Zimmer (Average Daily Rate, ADR) ist auf Gran Canaria von 2019 bis 2025 um 53,0 % auf 132,20 € gestiegen. Der Erlös pro verfügbarem Zimmer (Revenue per Available Room, RevPAR), in dessen Berechnung auch der Leerstand einfließt, erhöhte sich im gleichen Zeitraum um knapp 62,0 % auf rd. 108,00 €.[88] Damit gingen die Preissteigerungen auf Gran Canaria etwas über die durchschnittliche Entwicklung einiger vergleichbarer Destinationen hinaus. Neben massiv gestiegenen Betriebskosten liegt das auch daran, dass der Anstieg von einer vergleichsweise niedrigen Ausgangsbasis erfolgte. Weiterhin deutlich günstigere Reisedestinationen sind die Türkei und vor allem Ägypten.

242. Nach Auffassung des Managements der Gesellschaft ist die Entwicklung bei den Zimmerpreisen mittlerweile ausgereizt, weil bei vielen Urlaubern offenbar eine Preisgrenze erreicht ist. Dennoch dürfte sich der Trend zu höherpreisigen Angeboten auf Gran Canaria fortsetzen, ist es doch das erklärte Ziel der Insel, sich vom Massentourismus zu entfernen. Zu dieser Einschätzung gelangt auch das Online-Reisportal TravelScout24, das einen strategischen Wandel im Tourismusangebot weg von einem volumengetriebenen Wachstum hin zu einem Modell mit höherer Wertschöpfung beobachtet. Das bedeutet, die Insel will verstärkt Urlauber mit einer höheren Ausgabebereitschaft ansprechen.[89]

243. In diese Richtung gehen auch die Bemühungen in dem traditionell für seine hochwertigen Immobilien bekannten Süden der Insel, bestehende Objekte durch umfassende Renovierungen aufzuwerten und im Luxus- und Ultra-Luxussegment neu zu positionieren, um den RevPAR zu steigern. Damit folgt Gran Canaria einem allgemeinen Trend auf dem boomenden Hotel-Investmentmarkt in Spanien, wo das auf Gewerbeimmobilien spezialisierte Unternehmen Colliers bei den Hotelinvestitionen weiterhin eine deutliche Konzentration auf Objekte der höheren Kategorien beobachtet. Im ersten Halbjahr 2026 machten Fünf- und Vier-

---

88 Vgl. Tourism Gran Canaria, Situation of the Tourism Sector 2023/2025

89 Vgl. TravelScout24, Gran Canaria Rekord 2025/26, 27. Juni 2026

Sterne-Objekte 86,0 % der gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 26,5 % gestiegenen Gesamtinvestitionen von 2,46 Mrd. € aus.[90]

244. Der Süden Gran Canarias, auf den tatsächlich ein nicht unerheblicher Teil der Investitionen entfällt, vereint aus Sicht von Beobachtern drei Vorteile, die nur wenige Reiseziele in Europa bieten: eine ganzjährige Saison mit geringen Temperaturschwankungen, einen in den 1970er- und 1980er-Jahren erbauten, in die Jahre gekommenen Hotelbestand, der sich daher in großem Umfang für eine Neupositionierung eignet, sowie Küstengrundstücke, auf denen Neubauten praktisch unmöglich geworden sind. Es gibt allerdings auch warnende Stimmen, die darauf verweisen, dass der Süden von Gran Canaria einen Teil seiner Besucherzahlen einer Kundschaft verdankt, die dieser Aufwärtsentwicklung nicht folgen wird.[91]

245. Mit Blick auf das Jahr 2026 wird für die Tourismusbranche auf den Kanarischen Inseln mit einer Phase der Wachstumsstabilisierung gerechnet, bedingt durch eine Abschwächung der europäischen Nachfrage und den Wettbewerb mit anderen Mittelmeerdestinationen. Die Inselgruppe ist in hohem Maße auf den Luftverkehr angewiesen, da nahezu alle Urlauber per Flugzeug anreisen. Tickets für internationale Flüge ab Deutschland verteuerten sich im ersten Halbjahr 2026 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um durchschnittlich 8,5 %. Überproportionale Steigerungen gab es bei Flügen ins europäische Ausland (+11,5 %). Auch bei Pauschalreisen kam es zu Preiserhöhungen, die sich bei den Kanarischen Inseln auf 4,6 % beliefen.[92] Im zweiten Quartal 2026 verzeichneten die Kanaren laut der Handelskammer Gran Canaria einen Rückgang sowohl bei den Touristen (−3,4 %) als auch bei den Übernachtungen (−2,0 %).[93]

246. Es bleibt abzuwarten, wie sich die Preisentwicklung im Buchungsverhalten der Touristen niederschlägt. Ein Blick auf die regulären Flugkapazitäten der Quellmärkte in den Süden Gran Canarias für die Wintersaison 2026/27 zeigt in der Summe einen Anstieg um 8,0 %. Dahinter verbirgt sich allerdings ein sehr uneinheitliches Bild. Während einige Märkte ihre Flugkapazitäten zum Teil massiv ausbauen, allen voran Schweden, Dänemark und Frankreich, fällt das Angebot von britischen und deutschen Flughäfen um 3,8 % bzw. 0,9 % geringer aus als im vergangenen Winter.[94] Das Management der Gesellschaft geht tendenziell eher von einem Rückgang der Touristenzahlen aus, auch weil die als klassisches

---

90 Vgl. Colliers, Hotel Investment in Spain 1st Half 2026, 6.Juli 2026

91 Vgl. La Revue des Hôtel, Hotel Investment in Spain: €2.46 Billion in the First Half, Driven by Maspalomas, 26. August 2026

92 Vgl. Destatis, Pressemitteilung Nr. N047, 13. Juli 2026

93 Vgl. Cámara de Comercio de Gran Canaria, 15.09.2026

94 Vgl. Maspalomas24h, Britischer und deutscher Tourismus im Winter 2026: 25.000 Flugsitze weniger in den Süden von Gran Canaria)

Strandurlaubsziel bekannte Destination unter der jüngeren Generation, für die eher erlebnisorientierte Urlaube im Vordergrund stehen, nicht mehr den aus der Vergangenheit gewohnten Zuspruch erfährt. Als weitere Ursache wird der Wettbewerb durch günstigere Destinationen wie die Türkei und Ägypten gesehen. Dem entgegen steht eine Prognose des spanischen Verkehrsministeriums, das für den Flughafen Gran Canaria von 2027 bis 2031 von einem durchschnittlichen jährlichen Passagierwachstum von rund 2,7 % ausgeht (Boletin Official Del Estado, Num. 232, 19. September 2026).

dd) Der Timesharing-Markt

247. Unter Timesharing wird im Touristiksektor eine Urlaubsform verstanden, bei der Urlauber Teilzeitwohnrechte an einer Wohneinheit innerhalb von Hotel- oder Ferienkomplexen für eine bestimmte Zeit erwerben. Die Ausgestaltung der erworbenen Rechte sowie der Eigentumsverhältnisse an den Immobilien kann dabei unterschiedlich sein. Die Anfi-Gruppe vertreibt Nutzungsrechte an Aufenthaltswochen mit einer Laufzeit von 10 oder 50 Jahren. Eigentümer der Ferienclubs sind die Clubmitglieder (Wochenhalter), während die Anfi-Gruppe den Vertrieb sowie den Betrieb und die Verwaltung der Clubs übernimmt.

248. Der Ursprung der Timeshare-Idee geht auf die 1960er Jahre und die in der Schweiz gegründete Firma Hapimag (Hotel- und Appartementhaus Immobilien Anlage AG) zurück. Getrieben durch den zu dieser Zeit aufkommenden Massentourismus erfuhr das Konzept eine rasche Verbreitung. Bereits in den 1970er Jahren entstanden die Anfänge der Timeshare-Tauschsysteme, um Timeshare-Eigentümern den Aufenthalt in verschiedenen Ferienanlagen zu ermöglichen, was die Attraktivität von Ferienwohnrechten erhöhte und deren Aufschwung zusätzlich beflügelte. Eines der ersten und einflussreichsten Unternehmen dieser Branche war Resort Condominiums International (RCI), das heute als weltweit größtes Tauschnetzwerk gilt. Der Markt für Ferienwohnrechte erlebte in der Folgezeit einen wahren Boom, der seinen Höhepunkt in den 1980er und 1990er Jahren erreichte, als auch viele große Hotelketten wie Marriott und Hilton begannen, eigene Timesharing-Angebote zu entwickeln.

249. Der Erfolg beruhte allerdings teilweise auf Verkaufsmethoden einschließlich intransparenter Vertragskonstruktionen ohne Rücktritts- oder Widerrufsrecht und mit sogenannten Ewigkeitsklauseln. Diese Praktiken trugen zunehmend zu einem negativen Ansehen der Branche bei. Das galt auch für Urlaubsdestinationen wie Teneriffa oder Gran Canaria.

250. Ende der 1990er Jahre und in den 2000er Jahren wurden strengere gesetzliche Verbraucherschutzrichtlinien eingeführt. Sie verlangen mehr Transparenz beim Verkauf von Timesharing-Anteilen und schreiben vor, dass vor Unterzeichnung eines Kaufvertrags umfassende Angaben zu den zu erwartenden Gebühren, einschließlich jährlicher Instandhaltungskosten und Sonderumlagen, gemacht werden. In Spanien wurde die

gesetzliche Umsetzung einer Timesharing-Richtlinie der EU, die eine unbegrenzte Laufzeit für illegal erklärt und die maximale Laufzeit bei neu abgeschlossenen Verträgen auf maximal 50 Jahre begrenzt, Anfang 1999 wirksam.[95]

251. Vor diesem Hintergrund genießt die Branche bis heute eine recht durchwachsene Reputation. Während Verbraucherschützer der Branche aufgrund der teils aggressiven Verkaufspraktiken (Ansprache auf Straße oder am Strand) weiterhin skeptisch gegenüberstehen, stehen dem ein seit Jahren robustes Wachstum gegenüber, das sich in Spanien zwischen 2021 und 2025 jährlich im Schnitt auf rd. 6,4 % belief. Das Marktforschungs- und Beratungsunternehmen Cognitive geht bis 2032 von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum des Markts für Teilzeitwohnrechte von rd. 6,7 % auf ein Niveau von 505,6 Mio. USD aus.[96]Welche Relevanz diese auf ganz Spanien bezogene Marktprognose für den Mikrostandort Gran Canaria hat, ist schwer abschätzbar, zumal Timesharing auf Gran Canaria mit Anfi als einzigen Anbieter von relevanter Größe ein Nischenmarkt ist. Hier könnten die im Abschnitt ‚Der Hotelmarkt auf Gran Canaria' beschriebenen standortspezifischen Aspekte einen größeren Einfluss haben als die allgemeine Marktentwicklung.

252. Das auch global ungebrochene Interesse an Timesharing mag an der Planungssicherheit bei der Urlaubsgestaltung und der auf die Anfangsinvestition bezogenen Preissicherheit liegen. Das im Voraus bezahlte Ferienwohnrecht sichert zukünftige Urlaube zu den heutigen Preisen, während sie den Betreibern garantierte Buchungen gewährleistet. Durch die Festschreibung ihres Kaufpreises vermeiden Käufer von Ferienwohnrechten schwankende Zimmerpreise, denen Gäste herkömmlicher Unterkünfte ausgesetzt sind, da lediglich die jährlichen Instandhaltungsgebühren und Clubbeiträge der Inflation unterliegen. Im Vergleich zum Kauf einer Ferienwohnung ist die Kapitalbindung um ein Vielfaches geringer, auch weil sie nur anteilig für den Geltungszeitraum des Ferienwohnrechts anfällt. Käufer, die möglicherweise den Erwerb einer Zweitwohnung erwägen, könnten daher in Ferienwohnrechten eine erschwinglichere Alternative mit weniger Aufwand für Instandhaltung und Pflege sehen.

253. Unterkünfte im Rahmen von Ferienwohnrechten sind im Durchschnitt mehr als doppelt so groß wie herkömmliche Hotelzimmer und verfügen in der Regel über mehr Ausstattungsmerkmale wie Küchen und separate Wohnbereiche als herkömmliche Hotelzimmer.[97] Darüber hinaus hat die Ausweitung des Ferienwohnrechts auf punktebasierte Systeme und Tauschnetzwerke ein neues Maß an Flexibilität geschaffen, die es Mitgliedern ermöglicht, Reiseziele,

---

95 Vgl. Díaz-Saavedra & Yánez Abogados. Timeshare: Legality and Claims in Spain, abgerufen am 9. Oktober 2026)

96 Vgl. Cognitive Market Research and Consulting, Vacation Ownership – Timeshare Market Analysis 2026, abgerufen am 9. Oktober 2026

97 Vgl. Marriott Vacations Worldwide Corporation, Geschäftsbericht 2025

Saisonzeiten und Unterkunftsgrößen zu tauschen. Zudem bauen führende Hotelketten wie Marriott, Hilton und Wyndham ihre Angebote für Ferienwohnrechte weiter aus. Dies stärkt die Akzeptanz von Ferienwohnrechtsprodukten bei Verbrauchern und erweitert ihre Möglichkeiten, Treuepunkte für verschiedene Reiseprodukte einzulösen.[98]

254. Das Wachstum der Branche mag zudem auf strengere Verbraucherschutzgesetze und der Weiterentwicklung der Ferienwohnrechte von Produkten mit festen oder flexiblen Wochen, die das Recht auf die jährliche Nutzung derselben Immobilie gewähren, hin zu Mitgliedschaften in Feriennetzwerken mit mehreren Resorts zurückzuführen sein, die eine flexiblere Urlaubsgestaltung erlauben. Diese Feriennetzwerke gewähren ihren Mitgliedern häufig eine jährliche Punktzuteilung, die für Aufenthalte in angeschlossenen Ferienresorts oder für alternative Urlaubserlebnisse, die im Rahmen des Programms angeboten werden, eingelöst werden kann. Laut Business Research Insights basieren etwa 52,0 % der neu eingeführten Ferienwohnrechtspakete mittlerweile auf punktebasierten Mitgliedersystemen und nicht mehr auf den traditionellen Modellen mit festen Wochenanteilen.

255. Die weltweit größte Tauschorganisation RCI, mit der auch Anfi kooperiert, verfügt inzwischen über mehr als 4.100 angeschlossene Anlagen in mehr als 100 Ländern.[99]Darüber hinaus sorgt die Entwicklung digitaler Plattformen für Vereinfachungen bei der Buchung, dem Tausch und der Verwaltung von Eigentumsrechten.

256. Bei Ferienwohnrechten sind allerdings auch bestimmte Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. Dazu zählen die eingeschränkte Flexibilität bei Verträgen mit festen Zeitintervallen sowie steigende Nebenkosten in Form von jährlichen Gebühren für Verwaltung, Instandhaltung und Reparaturen. Zudem müssen diese Gebühren unabhängig davon entrichtet werden, ob der Eigentümer sein Timeshare nutzt oder nicht. Ferner gibt es keinen liquiden Sekundärmarkt für Anteile an Urlaubsimmobilien, da einer großen Anzahl potenzieller Verkäufer so gut wie keine Kaufinteressenten gegenüberstehen, obwohl Timeshares direkt nach dem Kauf einem rapiden Wertverfall unterliegen. Auch partizipieren Timeshare-Eigentümer nicht am Wertsteigerungspotenzial einer Immobilie, an der sie ein Nutzungsrecht erworben haben. Daher ist Timesharing auch nicht als Geldanlage geeignet.

257. Darüber hinaus stehen verschiedene alternative Modelle zur Verfügung, die vergleichbare Möglichkeiten der Feriennutzung bieten. Dazu zählen das Mieten einer Ferienimmobilie. Auf Plattformen wie Airbnb und Vrbo (Vacation Rentals by Owner) können Interessenten aus einer Vielzahl von Unterkünften und Standorten auswählen, ohne sich an Jahresgebühren oder

98 Vgl. Cognitive Market Research and Consulting, Vacation Ownership, 8th Edition 2026

99 Vgl. RCI, Wir sind ihr Ticket rund um die Welt, abgerufen am 9. Oktober 2026

langfristige Verträge zu binden. Zudem stellt der Erwerb von Miteigentum an einer Ferienimmobilie eine weitere Alternative dar, die das Potenzial für Wertsteigerungen beinhaltet. Darüber hinaus stellen Ferienclubs eine Möglichkeit dar, die basierend auf einem Punktesystem Zugang zu einer Vielzahl von Reisezielen und Unterkünften bieten. Nicht zuletzt können Haustausch-Programme, die den Tausch von Wohnungen oder Häusern mit anderen Urlaubern ermöglichen, ohne dass dabei größere Unterkunftskosten anfallen, eine vergleichbare Möglichkeit der Feriennutzung darstellen.

258. Auf den kanarischen Inseln hat Anfi als einziger relevanter Timesharing-Anbieter ein Alleinstellungsmerkmal. Größte Relevanz für die Wettbewerbsfähigkeit der Anfi-Ressorts haben daher die Attraktivität der Urlaubsinsel Gran Canaria im Vergleich zu anderen Destinationen, die Qualität der Anlage, das Preis-Leistungsverhältnis im Wettbewerb zum Hotelangebot vor Ort sowie die Timeshare-Angebote an anderen Urlaubszielen. In Europa sind eine Reihe renommierter Timeshare-Unternehmen tätig, die vielfältige Resorts und Urlaubsmöglichkeiten anbieten und in mehreren Ländern vertreten sind. Zu den bekanntesten und größten Vertretern der Branche zählen u.a. Marriott Vacation Club, Club la Costa, Hapimag und Hilton Grand Vacations & Diamond Resorts.

c) Wettbewerbsumfeld

Vorbemerkungen

259. Im Rahmen unserer Peer Group-Analyse haben wir für Zwecke der Ermittlung der Kapitalkosten börsennotierte Vergleichsunternehmen identifiziert. Im nachfolgenden Abschnitt stellen wir den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen dar.

260. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.

261. Börsennotierte Unternehmen, die das Geschäftsmodell der LSI in seiner konkreten Zusammensetzung abbilden, sind nicht verfügbar. Die einzelnen Geschäftsaktivitäten der LSI unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Ertragsquellen, Nachfragetreiber sowie ihrer Risiko- und Ergebnisprofile wesentlich voneinander. Wir haben daher bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen zwischen den folgenden drei wesentlichen Geschäftsbereichen der LSI unterschieden:

- Hotelbetrieb im Resortbereich (nachfolgend „Resort“)
- Hotelbetrieb im Stadthotelbereich (nachfolgend „City“)
- Timesharing bzw. Vacation Ownership (nachfolgend „Timesharing“)

262. Die Geschäftsbereiche umfassen im Einzelnen die folgenden Aktivitäten:

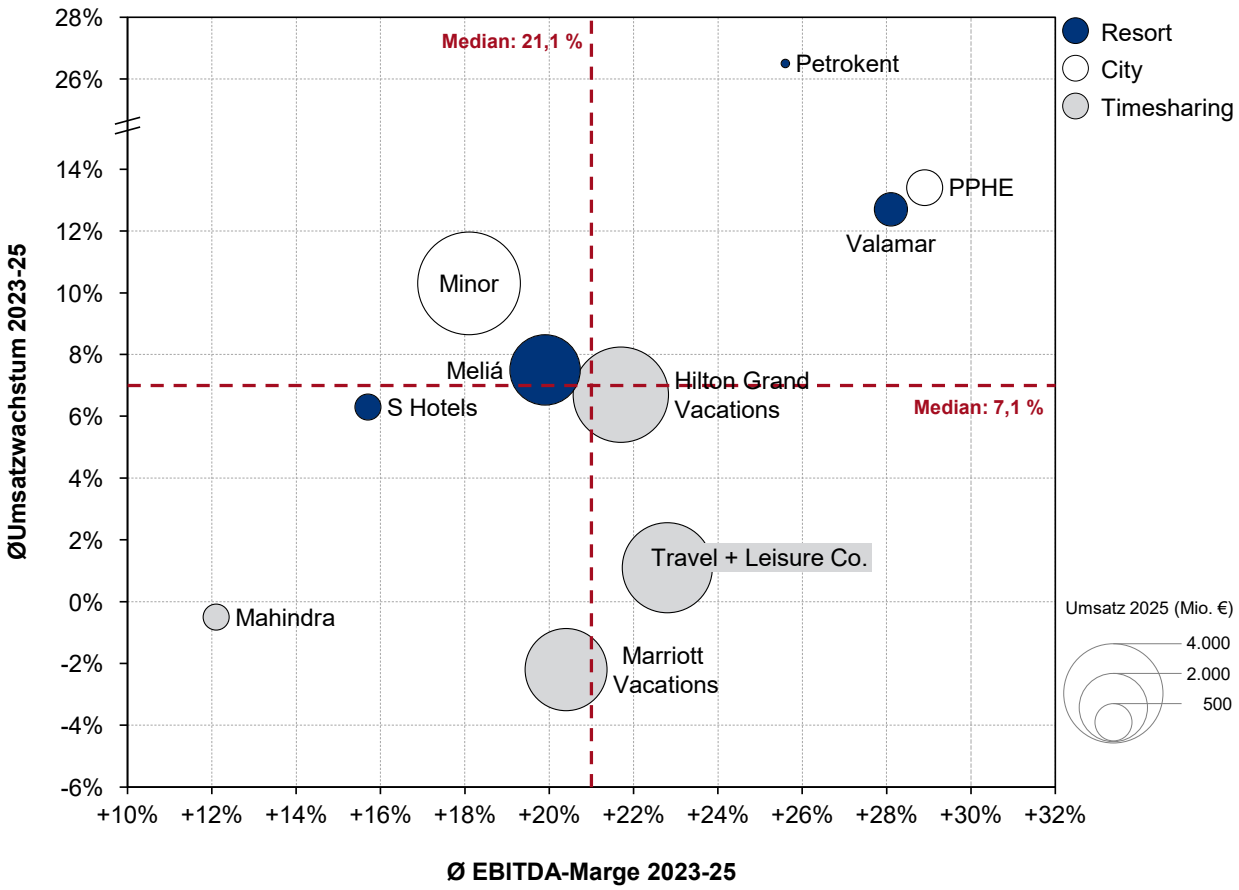
- Der Bereich **Resort** umfasst den Betrieb eigener Ferienhotels im gehobenen Qualitätssegment. Dazu gehören das Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa & Casino und der im Mai 2026 teilweise eröffnete Caoba-Komplex in Punta Cana (Dominikanische Republik), das Hotel Faro Maspalomas auf Gran Canaria sowie drei Berghotels im österreichischen Kleinwalsertal. Die Umsatzerlöse entfallen im Wesentlichen auf Übernachtungs-, Gastronomie- und Getränkeleistungen, in der Dominikanischen Republik überwiegend im All-Inclusive-Format. Der Vertrieb erfolgt überwiegend über internationale Reiseveranstalter. Die Ertragslage hängt maßgeblich von der Freizeitreisenachfrage, der Attraktivität und Erreichbarkeit der jeweiligen Destination, der saisonalen Auslastung sowie der Wettbewerbs- und Kapazitätsentwicklung vor Ort ab.

- Der Bereich **City** umfasst das im November 2024 erworbene 5-Sterne-Stadthotel Miguel Ángel in Madrid mit geplanten 172 Zimmern. Es wird derzeit saniert, die Wiedereröffnung ist für das Jahr 2027 vorgesehen. Im Unterschied zum Resortgeschäft wird die Nachfrage hier wesentlich durch Geschäftsreisen, Kongress- und Veranstaltungstourismus (MICE) sowie Städtetourismus bestimmt. Daraus ergeben sich eine andere Saisonalität und eine stärkere Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der Unternehmensreisetätigkeit.

- Der Bereich **Timesharing** umfasst die seit dem 1. Juni 2025 vollkonsolidierte Anfi-Gruppe auf Gran Canaria. Sie vertreibt im Rahmen eines Vacation-Ownership-Modells zeitlich befristete Nutzungsrechte an Ferienwohnungen in fünf Ferienclubs. Umsatzerlöse erzielt sie insbesondere aus dem Verkauf neuer Nutzungsrechte und aus Upgrades bestehender Mitgliedschaften. Hinzu kommen wiederkehrende Erlöse aus dem Betrieb und der Verwaltung der Ferienclubs. Ergänzend betreibt die Anfi-Gruppe einen Villenkomplex sowie einen Golfplatz und vermietet Gewerbeflächen in einem Einkaufszentrum. Anders als im klassischen Hotelbetrieb hängt das Ertrags- und Risikoprofil wesentlich von der Vertriebsleistung beim Absatz von Nutzungsrechten, vom Bestand an Mitgliedschaften sowie von den spezifischen rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen des Timesharing-Geschäfts ab.

263. Im Rahmen eines mehrstufigen Selektionsprozesses haben wir für jeden der drei Geschäftsbereiche aus einer Grundgesamtheit börsennotierter Unternehmen diejenigen Unternehmen ausgewählt, die eine hinreichende operative Vergleichbarkeit mit dem jeweils betrachteten Geschäftsbereich der LSI aufweisen. Maßstab dafür waren ihr Geschäftsmodell, ihr Produkt- und Dienstleistungsangebot, ihre Kunden- und Absatzmärkte sowie ihr Risiko- und Ertragsprofil. Die für die einzelnen Geschäftsbereiche ausgewählten Vergleichsunternehmen haben wir anschließend zu einer gemeinsamen Peer Group zusammengeführt. Diese bildet in ihrer Gesamtheit das differenzierte Geschäftsmodell und das daraus resultierende Ertrags- und Risikoprofil der LSI ab.

264. In der nachfolgenden Abbildung werden die anhand dieses Selektionsprozesses identifizierten Vergleichsunternehmen (Peer Group) anhand von wesentlichen Finanzkennzahlen vergleichend gegenübergestellt.



Quelle: Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 7: Vergleichende Übersicht der Peer Group

265. Diese Peer Group haben wir zur Beurteilung des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Betafaktors herangezogen. Wir verweisen hierzu auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.IV.6.c).

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen - Resort

266. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Resort bildet eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ"). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich Resort der LSI anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	"Casinos and Gaming", "Hotels, Resort and Cruise Lines", "Leisure Facilities"
Heimatmarkt	Europa, Nordamerika, Lateinamerika und Karibik
Unternehmens-beschreibung	Enthält "hotel", "hospitality", "accommodation", "lodging", "travel", "luxury" und "five-star", "5 star", "premium", "upscale", "holiday", "vacation", "leisure", "all-inclusive", "beach", "summer" oder "resort"

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 5: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Resort der LSI

267. Zur Identifikation geeigneter Vergleichsunternehmen für den Bereich Resort der LSI haben wir zunächst auf Basis einer Datenbankabfrage sowie ergänzender Recherchen insgesamt 121 potenzielle Vergleichsunternehmen identifiziert. Diese wurden in einem mehrstufigen Auswahlprozess hinsichtlich ihrer operativen Vergleichbarkeit und Kapitalmarktliquidität untersucht. Dabei wurden zunächst Unternehmen mit unzureichender Datenverfügbarkeit, eingeschränkter Börsenhandelbarkeit[100] oder einem nicht vergleichbaren Geschäftsmodell ausgeschlossen. Anschließend erfolgte eine Eingrenzung anhand der Sachanlagenintensität[101], wobei Unternehmen mit einer Sachanlagenintensität von unter 50 % aufgrund des kapitalintensiven („asset-heavy") Geschäftsmodells der LSI ausgeschlossen wurden. In weiteren Analyseschritten wurden die Ausrichtung des Hotelportfolios auf klassische Sonne-, Strand- und Badedestinationen sowie die Ertrags- und Risikostruktur der Unternehmen untersucht. Maßgebliche Kriterien waren insbesondere das

100 Unternehmen, deren Aktien nicht mehr aktiv gehandelt werden oder als Penny-Stocks einzustufen sind.

101 Die Sachanlagenintensität ermittelt sich als Verhältnis der Sachanlagen zur Bilanzsumme auf Basis der jeweils letzten verfügbaren Jahresabschlüsse der Unternehmen. Datengrundlage bilden grundsätzlich die in S&P Capital IQ hinterlegten Finanzdaten und die entsprechenden Geschäftsberichte der Unternehmen.

Besitz- und Betriebsmodell, die geografische Ausrichtung, die wesentlichen Gästequellmärkte und das Preissegment. Auf Grundlage dieser Analyse wurden 14 Unternehmen als operativ hinreichend vergleichbar eingestuft.

268. Da die Vergleichsunternehmen der Ableitung von Kapitalmarktparametern, insbesondere des Betafaktors, dienen, ist neben ihrer operativen Vergleichbarkeit auch eine ausreichende Liquidität ihrer Aktien erforderlich. Nur bei einem hinreichend liquiden Handel bilden die beobachteten Börsenkurse die Einschätzung des Kapitalmarkts zum systematischen Risiko eines Unternehmens zuverlässig ab. Wir haben die 14 Unternehmen daher hinsichtlich der Liquidität ihrer Aktien untersucht. Die Vorgehensweise und die Ergebnisse dieser Analyse stellen wir in Abschnitt D.IV.6.c)bb) dar. Nach dieser Prüfung verblieben vier Unternehmen, die wir als Vergleichsunternehmen für den Bereich Resort heranziehen. Diese werden nachfolgend beschrieben.

269. **Meliá Hotels International, S.A., Palma/Spanien,** („Meliá“) ist ein international tätiger Hotelkonzern mit Schwerpunkt in der Ferienhotellerie. Resorts machen rd. 60 % des Portfolios aus, darunter All-inclusive-Anlagen der Marke Paradisus in der Karibik und zunehmend in Spanien sowie Ferienhotels der Marken Meliá und Sol an Mittelmeer und Atlantik, etwa auf den Balearen und den Kanaren. Daneben führt Meliá Stadthotels, etwa der Marke Innside, für Geschäfts- und Freizeitreisende. Rund ein Drittel der Zimmer (34,4 %) entfällt auf Hotels, die Meliá besitzt oder gepachtet hat und auf eigene Rechnung betreibt. Geografisch liegt der Schwerpunkt dieser Hotels in Spanien (48,6 % ihrer Umsätze), gefolgt vom übrigen Europa, Nahen Osten und Afrika (27,1 %) sowie Amerika (24,3 %). Weitere Hotels, insbesondere in Asien und Kuba, betreibt Meliá im Auftrag fremder Eigentümer, die Umsatz und Ergebnis der Hotels tragen und Meliá im Gegenzug eine Managementgebühr zahlen. Zudem vergibt Meliá Lizenzen für seine Marken an Franchisenehmer, die ihre Hotels selbst betreiben und dafür Gebühren an Meliá zahlen. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Meliá einen Umsatz von 2.078 Mio. € und ein EBITDA von 600 Mio. €. Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 383 Hotels mit 94.912 Zimmern.

270. **Petrokent Turizm A.Ş., Ankara/Türkei,** („Petrokent“) betreibt zwei Ferienanlagen in der Türkei auf eigene Rechnung. Den Schwerpunkt bildet das „Von Resort Golden Beach“ in Side in der Provinz Antalya (86,5 % des Umsatzes), eine Ferienanlage mit 630 Wohneinheiten, die als All-inclusive-Resort geführt wird. Die Gäste kommen überwiegend aus dem Ausland und buchen vor allem über in- und ausländische Reiseveranstalter und Reisebüros. Das kleinere „Von Resort Abant“ in der Provinz Bolu (13,5 %) umfasst Hotelzimmer und Apartments und wird mit Halbpension angeboten. Das Geschäft ist, wie in der Ferienhotellerie üblich, saisonal geprägt. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Petrokent einen Umsatz von 1.338 Mio. TRY (27 Mio. €) und ein EBITDA von 332 Mio. TRY (7 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio zwei Anlagen mit 751 Wohneinheiten.

271. **S Hotels and Resorts Public Company Limited, Bangkok/Thailand,** („SHR“) besitzt Resorts in Ferienregionen des Indischen Ozeans, Südostasiens und des Pazifiks sowie Hotels im Vereinigten Königreich. Die Resorts erwirtschaften zusammen 67,0 % des Umsatzes, die übrigen 33,0 % entfallen auf die 22 britischen Hotels der Marken Mercure und The Unlimited Collection in Städten und Regionalzentren. Größter Resortstandort ist die Anlage „CROSSROADS“ auf den Malediven (25,3 %), ein Inselkomplex mit Marina und zwei Resorts der Marken Hard Rock und Curio Collection by Hilton, die SHR als Franchisenehmer betreibt. Es folgen vier Strandresorts in Thailand, auf Phuket und Koh Samui, und ein weiteres Resort auf den Malediven (zusammen 22,1 %) sowie die Resorts der Marke Outrigger auf Fidschi und Mauritius (19,6 %). Bis auf die Hotels eines Gemeinschaftsunternehmens auf den Malediven besitzt oder pachtet SHR alle Häuser und betreibt sie auf eigene Rechnung. Die britischen Hotels und die Outrigger-Resorts führen externe Managementgesellschaften gegen eine von SHR gezahlte Managementgebühr. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte SHR einen Umsatz von 10.299 Mio. THB (277 Mio. €) und ein EBITDA von 2.491 Mio. THB (67 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 33 Hotels mit 4.033 Zimmern.

272. **Valamar Riviera d.d., Poreč/Kroatien,** („Valamar“) entwickelt, besitzt und betreibt Ferienhotels, Resorts und Campingplätze an der kroatischen Adriaküste, vor allem in Istrien, auf den Inseln Krk, Rab und Hvar sowie in Makarska und Dubrovnik. Das Geschäft gliedert sich in drei Segmente. „Hotels and apartments“ (67,7 % des Umsatzes) umfasst Hotels und Resorts, etwa der Marken Valamar Collection und Sunny by Valamar, die überwiegend Pauschalangebote aus Übernachtung und Verpflegung verkaufen. „Campsites“ (27,4 %) umfasst Campingresorts mit Stellplätzen und Mobilheimen. „Other business segments“ (4,9 %) bündelt Nebengeschäfte wie Wäschereidienste und die Vermietung von Gewerbeflächen. Valamar ist überwiegend Eigentümer der Anlagen und führt sie auf eigene Rechnung. Ergänzend hat Valamar drei Hotels im Wintersportort Obertauern in Österreich gepachtet und betreibt sie ebenfalls auf eigene Rechnung. Das Geschäft ist stark saisonal, die Anlagen sind durchschnittlich 184 Tage im Jahr geöffnet. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Valamar einen Umsatz von 455 Mio. € und ein EBITDA von 131 Mio. €. Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 37 Hotels und Resorts sowie 15 Campingresorts mit insgesamt rd. 21.000 Wohneinheiten.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – City

273. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich City bildet, wie bei den Analysen zum Geschäftsbereich Resort, eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor’s Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich City der LSI anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	“Casinos and Gaming”, “Hotels, Resort and Cruise Lines”, “Leisure Facilities”
Heimatmarkt	Europa, Nordamerika, Lateinamerika und Karibik
Unternehmens-beschreibung	Enthält "hotel", "hospitality", “accommodation”, “lodging”, “travel” und “luxury”, “five-star”, “5 star”, “premium”, “upscale”, “city”, “urban”, “metropolitan”, “business”, “conference”, “boutique” “lifestyle”

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 6: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich City der LSI

274. Zur Identifikation geeigneter Vergleichsunternehmen für den Bereich City der LSI haben wir zunächst auf Basis einer Datenbankabfrage sowie ergänzender Recherchen insgesamt 95 potenzielle Vergleichsunternehmen identifiziert. Diese wurden in einem mehrstufigen Auswahlprozess hinsichtlich ihrer operativen Vergleichbarkeit und Kapitalmarktliquidität untersucht. Neben den bereits für den Bereich Resort angewandten Kriterien hinsichtlich der Datenverfügbarkeit, Börsenhandelbarkeit, Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells und Sachanlagenintensität haben wir in weiteren Analyseschritten die Ausrichtung des Hotelportfolios auf Stadthotels sowie die Ertrags- und Risikostruktur der Unternehmen untersucht. Maßgebliche Kriterien waren dabei insbesondere das Besitz- und Betriebsmodell, die geografische Ausrichtung mit Schwerpunkt auf mit Madrid vergleichbaren europäischen Großstädten, die wesentlichen Gästequellmärkte und das Preissegment. Auf Grundlage dieser Analyse wurden fünf Unternehmen als operativ hinreichend vergleichbar eingestuft. Nach abschließender Prüfung der Aktienliquidität verblieben zwei Vergleichsunternehmen, die zur Ableitung der Kapitalmarktparameter für den Bereich City herangezogen werden.

275. **Minor International Public Company Limited, Bangkok/Thailand,** („Minor“) betreibt Hotels und Restaurants sowie ergänzende Immobilien- und Freizeitgeschäfte. Das Geschäft gliedert sich in drei Segmente. „Hotels“ (75,7 % des Umsatzes) umfasst Stadthotels der Marken NH Collection, NH und nhow, vor allem in Europa, sowie Luxushotels der Marken Anantara und Avani. „Restaurants“ (19,2 %) sind eigene und franchisierte Systemgastronomiebetriebe wie The Pizza Company und Burger King, überwiegend in Thailand. „Mixed Use“ (5,1 %) bündelt Wohnimmobilien neben Hotels, Einkaufs- und Unterhaltungsanlagen sowie ein Timesharing-Geschäft unter der Marke Anantara Vacation Club. Dabei verkauft Minor Nutzungsrechte an Ferienunterkünften in Form von Punkten, die die Mitglieder gegen Aufenthalte in eigenen Clubanlagen, vor allem in Thailand, einlösen. 60,4 % der Hotels sind Eigentums- oder Pachthotels, die übrigen laufen über Managementverträge und Joint Ventures. Zielgruppen sind Freizeit-, Geschäfts- und Tagungsgäste, die über Reisebüros und Direktbuchungen gewonnen werden. Europa steuert 53,4 % der Gesamterlöse bei. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Minor einen Umsatz von 160.619 Mio. THB (4.316 Mio. €) und ein EBITDA von

43.524 Mio. THB (1.169 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 566 Hotels mit 81.611 Zimmern, davon entfallen 64,6 % der Zimmer auf die Marken NH Collection, NH und nhow.

276. **PPHE Hotel Group Limited, St. Peter Port/Guernsey,** („PPHE“) ist ein Hotelbetreiber und Immobilieneigentümer, der Hotels in Europa erwirbt, entwickelt oder neu positioniert und selbst betreibt. Das Angebot reicht von Upscale- und Upper-Upscale-Stadthotels in Hauptstädten und Regionalzentren, vor allem unter den Marken Park Plaza und art’otel, bis zu Ferienhotels, Resorts und Campingplätzen in Kroatien unter der Marke Arena. Die Hotels sind überwiegend im Eigentum oder in langfristiger Erbpacht und werden auf eigene Rechnung geführt (97,8 % des Zimmerumsatzes). Ergänzend erbringt PPHE Managementleistungen für Hotels Dritter und vergibt Franchiserechte. Kernmarkt ist das Vereinigte Königreich (56,5 % des Umsatzes) mit Schwerpunkt London. Weitere wesentliche Märkte sind Kroatien mit einem Umsatzanteil von 19,2 % und die Niederlande mit 13,9 %. Der übrige Umsatz entfällt auf Deutschland, weitere europäische Länder und das Managementgeschäft. Die Gäste sind Geschäfts- und Freizeitreisende, in Kroatien überwiegend Urlauber. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte PPHE einen Umsatz von 466 Mio. GBP (534 Mio. €) und ein EBITDA von 129 Mio. GBP (148 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 50 Betriebe (Hotels, Resorts und Campingplätze) mit 14.004 Zimmern.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – Timesharing

277. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Timesharing bildet, wie bei den Analysen zum Geschäftsbereich Resort, eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor’s Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich Timesharing der LSI anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Industrie-Klassifizierung	“Casinos and Gaming”, “Hotels, Resort and Cruise Lines”, “Leisure Facilities”
Heimatmarkt	Europa, Nordamerika, Lateinamerika und Karibik
Unternehmens-beschreibung	Enthält "timeshare", "timesharing", "vacation ownership", "holiday ownership", "fractional ownership", "shared ownership", "interval ownership", "vacation club", "holiday club", "vacation membership", "destination club", "Right-to-Use"

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 7: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Timesharing der LSI

278. Auf Basis der in der obigen Tabelle genannten Kriterien wurden zehn potenzielle Vergleichsunternehmen für den Bereich Timesharing identifiziert. Zusätzlich zu dieser Abfrage haben wir eine ergänzende Recherche betrieben, unternehmenseigene Quellen berücksichtigt (Geschäftsberichte, Investorenpräsentationen und Impairment Test-Unterlagen), Markt- und Branchenberichte sowie die von S&P in Capital IQ für das Bewertungsobjekt zusammengestellte Peer Group („S&P Capital IQ Peer Comps“) analysiert. Hieraus wurden weitere acht potenziell vergleichbare Unternehmen identifiziert. Insgesamt ergab sich somit eine sog. „Long List“ von 18 Unternehmen.

279. Die 18 Unternehmen der Long List haben wir im Detail auf ihr Geschäftsmodell untersucht und ihre Vergleichbarkeit mit dem Bereich Timesharing der LSI in einer Gesamtbetrachtung beurteilt. Im Mittelpunkt standen dabei die Ausgestaltung des Timesharing- bzw. Vacation-Ownership-Geschäfts und dessen Bedeutung innerhalb der gesamten Geschäftstätigkeit der Unternehmen. Als hinreichend vergleichbar haben wir nur Unternehmen beurteilt, deren Geschäftskern im Timesharing liegt und deren Angebot in seiner Ausgestaltung im Wesentlichen dem der LSI entspricht. Die LSI vertreibt über die Anfi-Gruppe zeitlich befristete Nutzungsrechte an Ferienwohnungen in Clubanlagen auf Gran Canaria und erzielt daneben wiederkehrende Erlöse aus dem Betrieb und der Verwaltung dieser Anlagen. Auf Grundlage dieser Gesamtbetrachtung haben wir vier Unternehmen ausgewählt, die eine hohe operative Vergleichbarkeit mit dem Bereich Timesharing der LSI aufweisen.

280. Da die Vergleichsunternehmen der Ableitung von Kapitalmarktparametern, insbesondere des Betafaktors, dienen, ist neben ihrer operativen Vergleichbarkeit auch eine ausreichende Liquidität ihrer Aktien erforderlich. Nur bei einem hinreichend liquiden Handel bilden die beobachteten Börsenkurse die Einschätzung des Kapitalmarkts zum systematischen Risiko eines Unternehmens zuverlässig ab. Wir haben die vier Unternehmen daher hinsichtlich der Liquidität ihrer Aktien untersucht. Die Vorgehensweise und die Ergebnisse dieser Analyse stellen wir in Abschnitt D.IV.2.c) dar. Alle vier Unternehmen weisen eine ausreichende Liquidität auf und werden als Vergleichsunternehmen für den Bereich Timesharing herangezogen. Diese werden nachfolgend beschrieben.

281. **Hilton Grand Vacations Inc., Orlando, Florida/USA,** („HGV“) entwickelt, vertreibt und verwaltet Timesharing-Resorts, unter der Marke Hilton Grand Vacations und den Marken der übernommenen Anbieter Diamond Resorts und Bluegreen. Die Kunden erwerben Ferienwohnrechte, entweder als Eigentumsanteil an einer bestimmten Wohneinheit für in der Regel eine Woche pro Jahr oder als jährliches Punkteguthaben, das sie in den Resorts des Netzes einlösen. Das Geschäft gliedert sich in zwei Segmente. „Real estate sales and financing“ (64,8 % der Segmentumsätze) umfasst den Verkauf von Ferienwohnrechten aus eigenem Bestand, den Vertrieb der Ferienwohnrechte anderer Projektentwickler gegen Provision und die Finanzierung der Kundenkäufe über Ratenkredite. Allein der Verkauf aus

eigenem Bestand trägt 40,2 % zum Umsatz bei. „Resort operations and club management“ (35,2 %) umfasst die Verwaltung der Resorts für die Eigentümergemeinschaften gegen eine Gebühr in Höhe eines Aufschlags auf die Betriebskosten, die Clubs mit jährlichen Mitgliedsbeiträgen sowie die Vermietung freier Einheiten. Die Resorts liegen überwiegend in den USA, vor allem in Florida und Hawaii, daneben unter anderem in Europa. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte HGV einen Umsatz von 5.047 Mio. USD (4.295 Mio. €) und ein EBITDA von 762 Mio. USD (649 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio mehr als 200 Resorts mit mehr als 720.000 Clubmitgliedern.

282. **Mahindra Holidays & Resorts India Limited, Mumbai/Indien,** („MHRIL“) vertreibt Ferienwohnrechte in Indien und Nordeuropa und betreibt die zugehörigen Resorts. Das Geschäft gliedert sich in zwei Segmente. Im indischen Geschäft unter der Marke Club Mahindra (52,2 % der Segmenterträge) erwerben Kunden Mitgliedschaften, die über eine mehrjährige Laufzeit jedes Jahr zu einem Ferienaufenthalt in einem verfügbaren Resort des Netzes berechtigen. Die Mitglieder zahlen eine Mitgliedsgebühr, einmalig oder in verzinsten Raten, sowie einen jährlichen Mitgliedsbeitrag. Hinzu kommen Erlöse aus der Gastronomie und der Vermietung an Nichtmitglieder. Holiday Club Resorts (47,8 %) verkauft in Finnland, Schweden und Spanien, dort auch auf den Kanarischen Inseln, unbefristete Wohnrechte für bestimmte Wochen in einer Ferienwohnung und betreibt in Finnland zudem Spa-Hotels für alle Gäste. Die Erlöse dieses Segments verteilen sich etwa gleichmäßig auf Timesharing und Hotelbetrieb. Im Konzern trägt der Verkauf von Ferienwohnrechten 31,4 % zum Umsatz bei. Im Geschäftsjahr 2025/26 (Bilanzstichtag: 31. März 2026) erzielte MHRIL einen Umsatz von 29.917 Mio. INR (277 Mio. €) und ein EBITDA von 6.095 Mio. INR (57 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Netz mehr als 125 Resorts. Club Mahindra zählte 303.906 Mitglieder, Holiday Club Resorts mehr als 60.000 Eigentümerfamilien.

283. **Marriott Vacations Worldwide Corporation, Orlando, Florida/USA,** („MVW“) entwickelt, vertreibt, finanziert und verwaltet Ferienwohnrechte im gehobenen Segment. Grundlage sind langfristige Lizenzen für Marken von Marriott International und Hyatt, etwa Marriott Vacation Club und Hyatt Vacation Club, für die MVW Lizenzgebühren zahlt. Das Geschäft gliedert sich in zwei Segmente. „Vacation Ownership“ (95,8 % der Segmentumsätze) umfasst den Verkauf von Ferienwohnrechten, überwiegend als Punkteguthaben, das die Kunden in den Resorts des Systems einlösen, die Finanzierung der Kundenkäufe, die Verwaltung der Resorts für die Eigentümergemeinschaften und die Vermietung freier Einheiten. Der Verkauf von Ferienwohnrechten trägt 43,9 % zum Umsatz bei. „Exchange & Third-Party Management“ (4,2 %) umfasst vor allem das Tauschnetzwerk Interval International, über das Eigentümer von Ferienwohnrechten gegen Mitglieds- und Tauschgebühren Aufenthalte in angeschlossenen Resorts anderer Anbieter buchen. Daneben verwaltet MVW Resorts und Hotels für Dritte. Die Resorts liegen vor allem in Nordamerika, daneben in der Karibik, in Europa und im asiatisch-pazifischen Raum. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte MVW einen Umsatz von 5.032 Mio. USD

(4.283 Mio. €) und ein EBITDA von 596 Mio. USD (507 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio 120 Resorts mit rd. 700.000 Eigentümerfamilien.

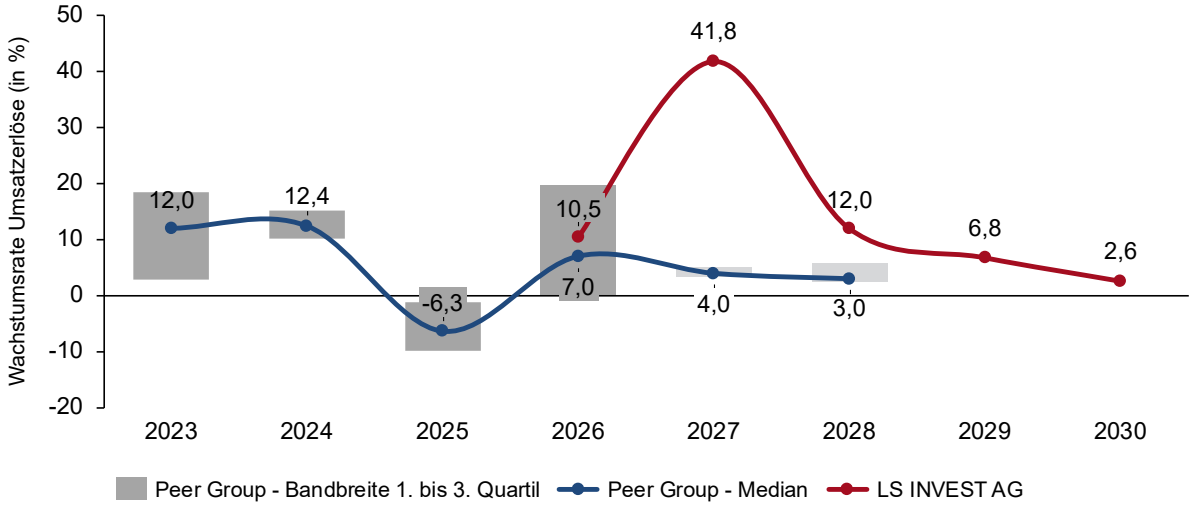
284. **Travel + Leisure Co., Orlando, Florida/USA,** („TNL") vertreibt Ferienwohnrechte und betreibt daneben ein Tauschnetzwerk und Reiseclubs. Das Geschäft gliedert sich in zwei Segmente. „Vacation Ownership" (83,5 % der Segmentumsätze) umfasst unter anderem die Marken Club Wyndham und WorldMark. TNL entwickelt und erwirbt Resorts und verkauft Ferienwohnrechte als Punkteguthaben oder als jährliches Nutzungsrecht für eine bestimmte Woche, an Neukunden ebenso wie als Zukauf an bestehende Eigentümer. Den Großteil der Käufe finanziert TNL über Kundenkredite. Zudem verwaltet TNL die Resorts gegen Gebühr für die Eigentümergemeinschaften. Der Verkauf von Ferienwohnrechten trägt 51,4 % zum Umsatz bei. „Travel and Membership" (16,5 %) umfasst das Tauschnetzwerk RCI, über das Eigentümer von Ferienwohnrechten gegen Mitglieds- und Tauschgebühren Aufenthalte in angeschlossenen Resorts anderer Anbieter buchen, sowie Reiseclubs, die ihren Mitgliedern Reiseangebote vermitteln. Die Resorts liegen in den USA, Kanada, Mexiko, der Karibik und im asiatisch-pazifischen Raum. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte TNL einen Umsatz von 4.021 Mio. USD (3.422 Mio. €) und ein EBITDA von 694 Mio. USD (591 Mio. €). Zum Geschäftsjahresende umfasste das Portfolio mehr als 280 Resorts mit 797.000 Eigentümerfamilien.

Benchmarking börsennotierter Vergleichsunternehmen

285. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur LSI haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der LSI gegenübergestellt.

286. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen Wachstumsraten der Umsatzerlöse für die Vergleichsunternehmen. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der Umsatzerlöse für die Vergleichsunternehmen sowie die Planwerte der LSI.

Umsatzwachstum der LSI sowie der Peer Group



Sparten LS INVEST AG	2026	2027	2028	2029	2030
Dominikanische Republik	11,4%	44,0%	9,8%	8,7%	1,8%
Gran Canaria	8,4%	2,0%	2,4%	1,9%	2,2%
Madrid	n.a.	n.a.	47,1%	9,2%	5,8%
Österreich	9,7%	4,3%	4,3%	1,4%	1,4%
Anfi	2,9%	1,2%	2,3%	2,3%	2,3%

Quelle: LSI; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 8: Entwicklung des Umsatzwachstums des LSI-Konzerns für die Jahre 2026 bis 2030 und der Bandbreite des Umsatzwachstums der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028

287. Die Umsatzentwicklung der Peer Group-Unternehmen (Median) zeigte in den Jahren 2023 und 2024 ein deutlich positives Wachstum mit leicht abnehmenden Wachstumsraten von 12,0 % bzw. 12,4 %. Im Jahr 2025 war für die Peer Group-Unternehmen (Median) ein Umsatzrückgang von -6,3 % zu beobachten, bevor sich im Jahr 2026 mit einem Umsatzwachstum von planmäßig 7,0 % wieder eine positive Entwicklung einstellt. Die Umsatzentwicklung der LSI ist in der Vergangenheit mangels Vergleichbarkeit erst ab dem Jahr 2026 dargestellt.

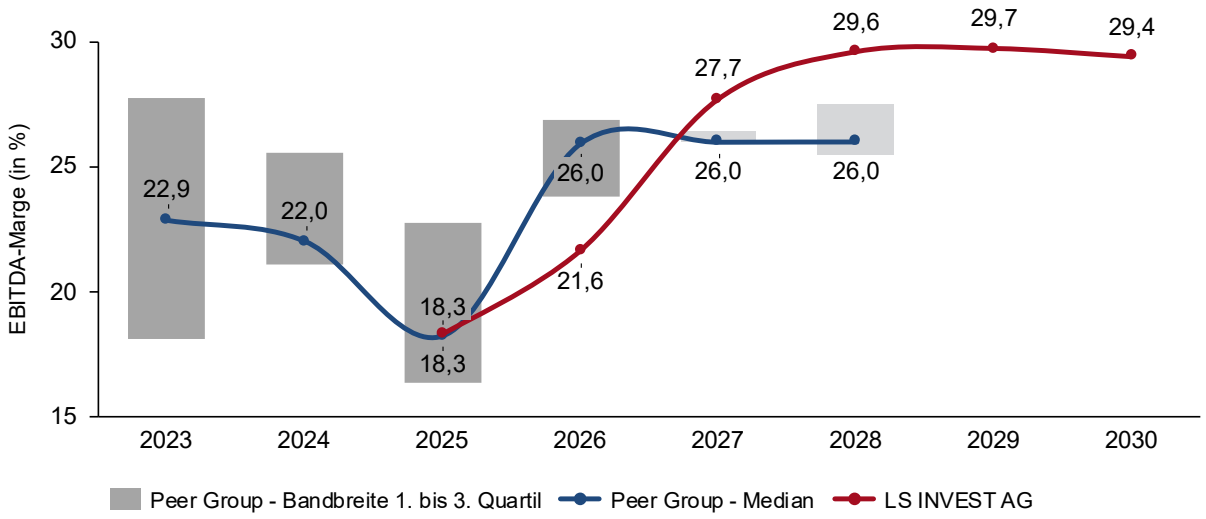
288. Die Planungsrechnung der LSI sieht für die Jahre 2026 bis 2030 ein durchgängig positives Umsatzwachstum im Bereich von 2,6 % bis 41,8 % vor. In den Jahren 2026 bis 2028, für die Vergleichswerte vorliegen, liegt das geplante Wachstum durchgängig oberhalb des Niveaus der Peer Group-Unternehmen (Median), das sich in einer Bandbreite von 3,0 % bis 7,0 % bewegt. Grund für das im Vergleich zur Peer Group deutlich höhere Wachstum der LSI sind im Wesentlichen die Hotelneueröffnungen in der Dominikanischen Republik und in Madrid.

289. Das geplante Umsatzwachstum von 10,5 % im Jahr 2026 liegt innerhalb der Bandbreite des 1. bis 3. Quartils der Peer Group-Unternehmen. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen die im Jahr 2026 teilweise erfolgte Eröffnung des Caoba-Komplexes in der Dominikanischen Republik. Daneben tragen die erwartete Erholung in Österreich nach dem Umsatzrückgang im Vorjahr sowie das fortgesetzte Wachstum auf Gran Canaria bei. Der sprunghafte Umsatzanstieg von 41,8 % im Jahr 2027 resultiert maßgeblich aus der Etablierung des Caoba-Komplexes. Hinzu kommt die Eröffnung des Hotels Miguel Ángel in Madrid. Mangels Vorjahresumsätzen ist für Madrid im Jahr 2027 keine Wachstumsrate ausgewiesen, die Umsätze tragen jedoch vollständig zum Konzernwachstum bei. Im Jahr 2028 normalisiert sich das Umsatzwachstum auf 12,0 %, liegt jedoch weiterhin oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Treiber ist insbesondere des Hotels in Madrid, ergänzt durch das fortgesetzte Wachstum in der Dominikanischen Republik. Die Sparten Gran Canaria, Österreich und Anfi weisen ab dem Jahr 2027 ein moderates Wachstum auf.

290. In den Planjahren 2029 und 2030 flacht das Umsatzwachstum mit 6,8 % bzw. 2,6 % ab. Im Jahr 2029 resultiert das Wachstum im Wesentlichen aus dem weiteren Hochlauf der Hotelbetriebe in der Dominikanischen Republik und in Madrid. Im Jahr 2030 verstetigt sich das Umsatzwachstum nach Abschluss der Anlaufphasen in allen Sparten.

291. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBITDA-Margen für die Vergleichsunternehmen. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen sowie die Planwerte der LSI.

EBITDA-Marge der LSI sowie der Peer Group



Sparten LS INVEST AG	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Dominikanische Republik	32,0%	21,6%	29,6%	30,9%	30,8%	30,2%
Gran Canaria	21,0%	27,8%	27,2%	26,8%	26,1%	25,6%
Madrid	n.a.	n.a.	28,5%	35,7%	36,5%	37,0%
Österreich	4,7%	11,2%	12,3%	13,5%	12,5%	11,5%
Anfi	0,0%	27,5%	29,0%	29,0%	28,9%	28,8%

Quelle: LSI; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 9: Entwicklung der EBITDA-Marge des LSI-Konzerns für die Jahre 2025 bis 2030 und der Bandbreite der EBITDA-Marge der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028

292. Die EBITDA-Marge der Peer Group-Unternehmen (Median) war in den Jahren 2023 bis 2025 rückläufig und sank von 22,9 % über 22,0 % auf 18,3 %. Im Jahr 2026 ist mit einem geplanten Anstieg auf 26,0 % eine deutliche Erholung zu beobachten. Die EBITDA-Marge der LSI ist mangels Vergleichbarkeit erst ab dem Jahr 2025 dargestellt.

293. Im Jahr 2025 erzielte die LSI eine EBITDA-Marge von 18,3 %. Diese lag damit auf dem Niveau des Peer Group-Medians sowie innerhalb der Bandbreite des 1. bis 3. Quartils. Während die Dominikanische Republik mit 32,0 % eine überdurchschnittliche Marge erzielte, belasteten insbesondere die margenschwächeren Sparten Österreich (4,7 %) und Anfi (0,0 %) die EBITDA-Marge in 2025 auf Konzernebene.

294. In der Planungsrechnung der LSI ist eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge um 11,1 Prozentpunkte auf 29,4 % im Jahr 2030 vorgesehen. Für die Peer Group-Unternehmen (Median) wird bis zum Jahr 2028 lediglich eine moderate Verbesserung auf 26,0 % erwartet. Im Jahr 2026 steigt die EBITDA-Marge der LSI zunächst nur leicht auf 21,6 % und liegt

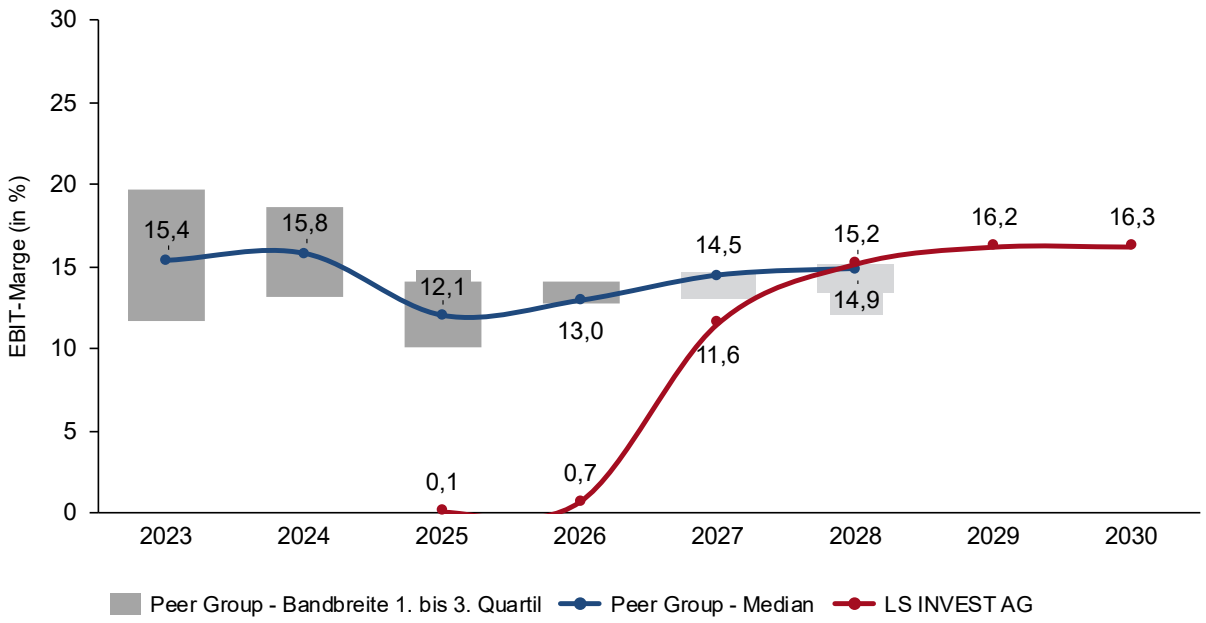
weiterhin unterhalb der Bandbreite der Peer Group. Ursächlich hierfür sind Anlaufkosten im Zuge der Hoteleröffnungen. Dazu zählen der Aufbau zusätzlicher Personalkapazitäten in der Dominikanischen Republik sowie tarifbedingte Gehaltssteigerungen. Entsprechend sinkt die EBITDA-Marge der Dominikanischen Republik im Jahr 2026 vorübergehend auf 21,6 %.

295. Ab dem Jahr 2027 übertrifft die EBITDA-Marge der LSI mit 27,7 % erstmals den Peer Group-Median (26,0 %). Im Jahr 2028 liegt sie mit 29,6 % um 3,6 Prozentpunkte oberhalb des Medians. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung sind die margenstarken Premiumhotels in der Dominikanischen Republik (30,9 %) und in Madrid (35,7 %) sowie das margenstarke Timesharing-Geschäft. Die EBITDA-Marge der Sparte Anfi verbessert sich deutlich von 12,5 % im Jahr 2025 auf 29,0 % im Jahr 2028.

296. In den Planjahren 2029 und 2030 stabilisiert sich die EBITDA-Marge der LSI auf einem hohen Niveau von 29,7 % bzw. 29,4 %. Die weitere Margenverbesserung des Hotels in Madrid auf 37,0 % im Jahr 2030 wird dabei durch leicht rückläufige Margen auf Gran Canaria (25,6 %) und in Österreich (11,5 %) ausgeglichen.

297. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der historischen EBIT-Margen für die Peer Group. Die Abbildung enthält außerdem die auf Basis von Analystenschätzungen ermittelten Prognosewerte der EBIT-Margen der Peer Group sowie die Planwerte der LSI.

EBIT-Marge der LSI sowie der Peer Group



Quelle: LSI; Capital IQ; IVA-Analysen

Abbildung 10: Entwicklung der EBIT-Marge des LSI-Konzerns für die Jahre 2025 bis 2030 und der Bandbreite der EBIT-Marge der Peer Group für die Jahre 2023 bis 2028

298. Die EBIT-Marge der Peer Group-Unternehmen (Median) stieg von 15,4 % im Jahr 2023 auf 15,8 % im Jahr 2024 und ging im Jahr 2025 auf 12,1 % zurück. Im Jahr 2026 ist mit 13,0 % eine leichte Erholung geplant. Die EBIT-Marge der LSI ist mangels Vergleichbarkeit erst ab dem Jahr 2025 dargestellt.

299. Im Jahr 2025 erzielte die LSI eine EBIT-Marge von 0,1 %. Diese lag damit deutlich unterhalb des Peer Group-Medians sowie unterhalb der Bandbreite des 1. bis 3. Quartils. Ursächlich hierfür sind neben der vergleichsweise niedrigen EBITDA-Marge die hohen Abschreibungen i.H.v. 31,5 Mio. €.

300. Im Jahr 2026 steigt die EBIT-Marge der LSI zunächst von 0,1 % (2025) auf 0,7 %. Der nur leichten Verbesserung des EBITDA infolge der Anlaufkosten der Hoteleröffnungen steht ein Anstieg der Abschreibungen auf 40,0 Mio. € gegenüber, der insbesondere aus den Investitionen in die neuen Hotelbetriebe resultiert. In den Folgejahren ist eine deutliche Verbesserung der EBIT-Marge auf 11,6 % im Jahr 2027 und 15,2 % im Jahr 2028 geplant. Damit erreicht die EBIT-Marge der LSI das Niveau der Peer Group-Unternehmen und liegt im Jahr 2028 um 0,3 Prozentpunkte oberhalb des Medians. Wesentliche Treiber sind die geplante

Verbesserung der EBITDA-Marge sowie die ab dem Jahr 2027 konstanten Abschreibungen von 43,7 Mio. €, die bei steigenden Umsatzerlösen zu einer sinkenden Abschreibungsquote führen.

301. In den Planjahren 2029 und 2030 steigt die EBIT-Marge der LSI weiter leicht auf 16,2 % bzw. 16,3 %. Bei einer weitgehend stabilen EBITDA-Marge resultiert diese Entwicklung aus der weiter sinkenden Abschreibungsquote infolge der unveränderten Abschreibungen bei weiterhin steigenden Umsatzerlösen.

II. Bewertungsstichtag

302. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungsstichtag wurde der 18. Dezember 2026 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die ordentliche Hauptversammlung der LSI über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.

303. Als technischer Bewertungsstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 31. Dezember 2025 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 18. Dezember 2026 aufgezinst.

304. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungsstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht.

III. Analyse des Börsenkurses

1. Vorbemerkung

305. Die Aktien der LSI waren seit Juli1995 bis zum Wirksamwerden des Delisting unter der ISIN DE0006131204 zum Handel im regulierten Markt der Wertpapierbörsen Frankfurt (General Standard) sowie Düsseldorf zugelassen und wurden im Freiverkehr der Börsen Hamburg, Berlin, Stuttgart und München sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt. Im Rahmen eines öffentlichen Erwerbsangebots der LTU hat der Vorstand der LSI mit Zustimmung des Aufsichtsrats am 15. April 2021 beschlossen, den Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter und Düsseldorfer Wertpapierbörsen zu beantragen sowie die Einbeziehung in den Freiverkehr zu beenden, soweit diese auf Antrag der Gesellschaft erfolgt ist.[102]

306. Das Delisting der LSI-Aktien im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgte mit Ablauf des 30. Juni 2021[103], während das Delisting an der Börse Düsseldorf zum 12. Juli 2022 wirksam wurde.[104] Im Zusammenhang mit dem Delisting wurde die Einbeziehung der LSI-Aktien in den Freiverkehr der Börsen Berlin, München und Stuttgart beendet.[105] Allerdings werden die Aktien der LSI weiterhin in den Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt.

307. Die LTU hat dem Vorstand der LSI AG mit Schreiben vom 26. Mai 2026 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI gegen eine angemessene Barabfindung auf die LTU nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out). Am selben Tag informierte die LSI die Öffentlichkeit per Corporate News über die Absicht der LTU, einen Squeeze Out anzustreben.

308. Der **BGH** hat mit den Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“)[106] und vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“)[107] bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht und

---

102 Vgl. LSI, Ad-hoc-Mitteilung, Öffentliches Erwerbsangebot der Lopesan Touristik S.A.U. für sämtliche Aktien der Gesellschaft, 15. April 2021; LTU, WpÜG-Mitteilung, Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Erwerbsangebots gem. § 10 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG, 15. April 2021.

103 Vgl. Deutsche Börse AG, XFRA: Deletion of instruments from Boerse Frankfurt - 30.06.2021, Juni 2021.

104 Vgl. LSI, Jahresabschluss 2023. Ein Handel der LSI-Aktien an diesem Börsenplatz fand nach unseren Analysen letztmalig am 30. Juni 2022 statt.

105 Gemäß Handelsdaten des Datenanbieters Bloomberg zur LSI-Aktie. Demnach wurden die Aktien des Unternehmens an der Börse Berlin zuletzt am 28. Juni 2021, an den Börsen München und Stuttgart zuletzt am 29. Juni 2021 gehandelt.

106 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21.

107 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22.

grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist.[108]

309. Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen"-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube und insofern der Rückgriff auf einen funktionierenden Kapitalmarkt ausscheidet, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.[109]

310. Grundsätzlich muss die zu ermittelnde angemessene Abfindung (u.a. §§ 305, 320b sowie §§ 327a f. AktG) oder der angemessene Ausgleich (§ 304 AktG) den Aktionär in Höhe des vollen wirtschaftlichen Werts seiner Beteiligung entschädigen.[110] Bei der Beurteilung der Angemessenheit des Börsenkurses ist in diesem Rahmen daher unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis zu beurteilen, ob der Börsenkurs einer Aktie den „wahren" Wert der Beteiligung abbildet.[111] Es ist somit zu untersuchen, ob im jeweiligen Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann und ob der Börsenkurs somit eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Anteile erlaubt.

311. Für die Bestimmung der Wertuntergrenze ist nach der Rechtsprechung hingegen der Desinvestitionswert maßgeblich, d.h. derjenige Preis, zu dem die Aktie unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können.[112] Anders als beim „wahren" Wert ist das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsbewertung durch den Markt für die Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für die Abfindung relevant ist (Untergrenzenfunktion), nicht von Bedeutung.[113] Damit unterscheiden sich die Kriterien für die Relevanz von Börsenkursen für eine Abfindungsuntergrenze von den Kriterien für die Frage der Angemessenheit eines Börsenkurses als Maßstab für den „wahren" Wert. Folglich sind die Analysen, ob der

---

108 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 18; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 20.

109 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

110 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94; BGH, Beschluss vom 19.7.2010 – II ZB 18/09.

111 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 17, 19; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 22, 24.

112 Vgl. IDW S 17, Tz. 42.

113 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

Börsenkurs einer Aktie den „wahren“ Wert der Beteiligung abbildet, zu trennen von der Fragestellung, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für eine angemessene Abfindung bzw. einen angemessenen Ausgleich gilt.

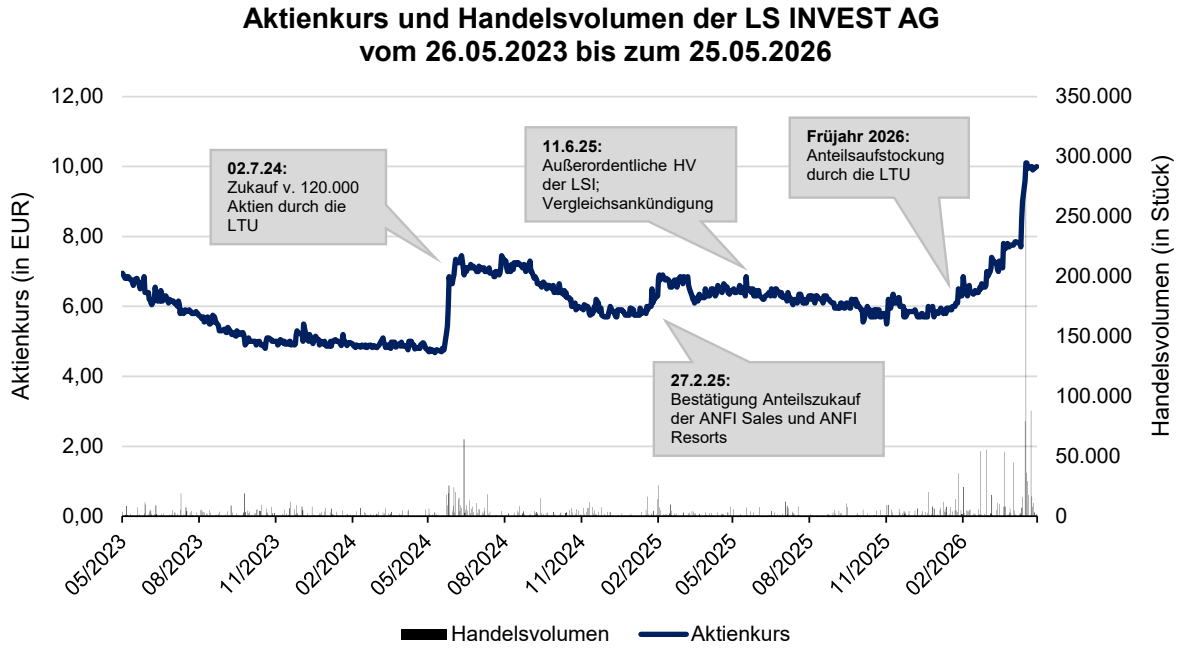
312. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Der IDW S 17 legt dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung im Hinblick auf den nach der Rechtsprechung geforderten „wahren“ Wert vorzunehmen hat.[114]

313. Nachfolgend werden wir zunächst die Entwicklung des Börsenkurses der LSI im dreijährigen Zeitraum vor der Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme darstellen und wesentliche Einflussfaktoren bzw. Ereignisse in diesem Zeitraum herausarbeiten (Abschnitt D.III.2). Darauf aufbauend werden wir den relevanten Börsenkurs ermitteln (Abschnitt D.III.3) und diesen im Hinblick auf die Eignung als Desinvestitionswert (Abschnitt D.III.4) bzw. als Schätzer für den „wahren“ Wert der Beteiligung (Abschnitt D.III.5) würdigen.

[114] Vgl. IDW S 17, Tz. 5.

2. Entwicklung des Börsenkurses

314. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der LSI-Aktie sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von drei Jahren bis zum 25. Mai 2026, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt. Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf den Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg, da die LSI-Aktie während des Betrachtungszeitraums ausschließlich an diesem Handelsplatz notierte.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 11: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der LSI vom 26. Mai 2023 bis zum 25. Mai 2026

315. Die Kursentwicklung der LSI-Aktie ist im Beobachtungszeitraum vor dem Hintergrund des im Jahr 2021 durchgeführten öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots der LTU zu betrachten. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 27. Mai 2021 hielt die LTU einschließlich ihrer Tochtergesellschaften bereits rund 76,33 % des Grundkapitals der LSI. Eine beherrschende Mehrheitsbeteiligung bestand somit schon vor dem Angebot. Durch das Erwerbsangebot zu 4,60 € je Aktie stieg der Anteil der LTU-Gruppe auf rund 89,67 %. Der Aktienhandel war damit im gesamten Betrachtungszeitraum von einem vergleichsweise geringen Streubesitz und einer insgesamt geringen Liquidität geprägt. Zur Entwicklung der Beteiligungsverhältnisse und zur Untersuchung der Handelsaktivität verweisen wir auf die Abschnitte D.III.5.b) „Anteilseignerstruktur“ und D.III.5.c) „Liquidität im Aktienhandel“. Einzelne Kurssprünge traten bereits bei sehr geringen Handelsvolumen auf.

316. Zu Beginn des Betrachtungszeitraums notierte die Aktie bei 6,95 € (26. Mai 2023). Bis zum Herbst 2023 sank der Kurs auf rund 5,00 € und bewegte sich anschließend bis Mitte Juni 2024 überwiegend zwischen rund 4,70 € und 5,20 €. Am 3. Juni 2024 wurde mit 4,68 € der niedrigste Schlusskurs des gesamten Betrachtungszeitraums erreicht. Gegenüber dem Ausgangskurs entsprach dies einem Rückgang von 32,7 %.

317. Innerhalb dieser Phase traten auch kurzfristige Ausschläge auf. So stieg der Kurs am 29. Dezember 2023 bei einem Handelsvolumen von 574 Aktien um 10,0 % auf 5,50 €, gab jedoch bereits am darauffolgenden Börsentag (2. Januar 2024) bei 158 gehandelten Aktien um 8,2 % auf 5,05 € nach. Am 29. Dezember 2023 veröffentlichte die Gesellschaft eine Bekanntmachung über die rechtskräftige Beendigung eines Anfechtungsprozesses nach Zurückweisung ihrer Revision durch den BGH am 28. November 2023.[115] Das Verfahren stand im Zusammenhang mit dem Erwerb der Creativ Hotel Catarina, S.A. von einer Gesellschaft der Lopesan-Gruppe durch Gesellschaften des LSI-Konzerns im Jahr 2015 („Catarina-Komplex“).[116]

318. Eine ausgeprägte Trendwende setzte Mitte Juni 2024 ein. Ausgehend von 4,76 € am 14. Juni 2024 stieg der Kurs am 17. Juni 2024 um 10,3 % auf 5,25 €, am 19. Juni 2024 um 10,1 % auf 6,00 € und am 20. Juni 2024 um weitere 14,2 % auf 6,85 €. Der Anstieg innerhalb dieser vier Handelstage belief sich damit auf 43,9 %. Zugleich nahm das Handelsvolumen zu. Am 20. Juni 2024 wurden 25.667 Aktien gehandelt, während der tägliche Durchschnitt vom Beginn des Betrachtungszeitraums bis einschließlich zum 14. Juni 2024 bei rund 2.055 Aktien gelegen hatte. Bis zum 5. Juli 2024 erhöhte sich der Kurs weiter auf 7,45 € und lag damit 56,5 % über dem Stand vom 14. Juni 2024.

319. Nach Angaben der Gesellschaft erwarb die LTU Anfang Juli 2024 rund 120.000 Aktien der LSI über die Börse Hamburg zu einem Preis von 7,80 € je Aktie (vgl. Tz. 104). Der bereits Mitte Juni einsetzende Kursanstieg lässt sich durch den späteren Erwerb allein jedoch nicht erklären. Weitere Erklärungsansätze liefern die Angaben der SCI AG, einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft und Aktionärin der LSI.[117] In ihrer Präsentation zur Hauptversammlung am 22. Juli 2024 verwies die SCI AG auf eine starke operative

---

115 Vgl. LSI, Bekanntmachung nach § 248a AktG, Bundesanzeiger vom 29. Dezember 2023.

116 Ein Minderheitsaktionär hielt den Kaufpreis für überhöht. Auf sein Verlangen beschloss die Hauptversammlung der LSI im Jahr 2015, Ersatzansprüche im Zusammenhang mit dem Erwerb geltend zu machen. Auf dieser Grundlage erhob die Gesellschaft, vertreten durch einen besonderen Vertreter, im Jahr 2023 Schadensersatzklage beim Landgericht Duisburg, u.a. gegen die LTU. Zur Berücksichtigung des Rechtsstreits in der Bewertung vgl. Abschnitt D.IV.8h).

117 Zum Portfolio der SCI AG gehörten zum damaligen Zeitpunkt Aktien der LSI. Die Anlagestrategie konzentriert sich auf deutsche Aktiennebenwerte, insbesondere im Umfeld von Übernahmen und Strukturmaßnahmen. Vgl. SCI AG, Unternehmensdarstellung, Abschnitte „Historie“ und „Strategie“, sowie Kapitalmarktmeldung vom 2. Juni 2026, zur langjährigen Beteiligung an der LS INVEST AG.

Entwicklung der LSI sowie positive Entwicklungen bei Anfi.[118] Im Bericht über die SCI-Hauptversammlung vom 8. Juli 2025 wurde ergänzend die Einschätzung des SCI-Vorstands wiedergegeben, wonach der Kurssprung zur Jahresmitte 2024 auf ein damaliges Gerücht über eine größere Pakettransaktion zu einem Preis deutlich oberhalb des Börsenkurses zurückzuführen gewesen sei.[119] Diese Angaben bieten einen möglichen Erklärungsansatz für den dem Erwerb vorausgehenden Kursanstieg, sind jedoch als Einschätzungen einer investierten LSI-Aktionärin einzuordnen.

320. Bereits am 8. Juli 2024 gab der Kurs bei einem Handelsvolumen von 64.135 Aktien um 7,4 % auf 6,90 € nach. Nach einer erneuten Erholung auf 7,45 € am 22. August 2024 setzte sich eine Abwärtsbewegung durch. Am 23. Dezember 2024 notierte die Aktie bei 5,70 €, zum Jahresende bei 6,00 €. Der im Sommer 2024 erreichte Kursanstieg wurde damit zu einem erheblichen Teil wieder abgegeben.

321. Im Februar 2025 kam es zu einem erneuten Anstieg. Am 18. Februar 2025 erhöhte sich der Kurs gegenüber dem Vortag um 8,3 % von 6,00 € auf 6,50 € (1.747 gehandelte Aktien). Am 26. Februar 2025 folgte bei einem Handelsvolumen von 25.952 Aktien ein weiterer Anstieg um 7,9 % auf 6,80 €. Am 27. Februar 2025 schloss die Aktie bei 6,90 €. Diese Entwicklung fiel zeitlich mit der Konkretisierung des Erwerbs der weiteren 50 % der Anteile an Anfi Sales und Anfi Resort zusammen. Am 17. Februar 2025 wurde öffentlich über den gerichtlich zugelassenen Verkaufsprozess und das Ausgangsangebot von Anfi International über 8 Mio. € berichtet.[120] Am 27. Februar 2025 bestätigte Lopesan den endgültigen Zuschlag an Anfi International.[121] Die Nachrichten sind ein plausibler Erklärungsansatz für die Erholung im Februar 2025. Der Anstieg vom 26. Februar 2025 ging der Bestätigung des Zuschlags jedoch bereits voraus.

322. Ein weiterer auffälliger Anstieg trat am 11. Juni 2025 auf, dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der LSI AG. Auf dieser wurde einem Vergleich zwischen der LSI und der LTU zur Beilegung der Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit dem Catarina-Komplex zugestimmt (vgl. Tz. 315). Danach sollte die LTU an die LSI einen Betrag von 9,0 Mio. € zahlen. Die LSI sollte im Gegenzug auf Schadensersatzansprüche gegen die LTU und gegen ihre Organmitglieder verzichten und den Betrag nach Eingang als Sonderdividende von rd.

---

118 Vgl. SCI AG, Präsentation zur Hauptversammlung am 22. Juli 2024.

119 Vgl. GSC Research, Bericht über die Hauptversammlung der SCI AG vom 8. Juli 2025, veröffentlicht am 18. Juli 2025, Abschnitt „Bericht des Vorstands“.

120 Vgl. Canarias Ahora, „Lopesan oferta 8 millones para hacerse con todo el grupo Anfi y el juez autoriza la venta de las acciones de Santana Cazorla“, veröffentlicht am 17. Februar 2025.

121 Vgl. LTU, „Comunicado íntegro de Lopesan sobre Anfi del Mar en Mogán“, Pressemitteilung vom 27. Februar 2025.

0,18 € je Aktie an alle Aktionäre ausschütten. Der Schlusskurs betrug an diesem Tag 6,85 € bei einem gehandelten Volumen von 7.099 Aktien. Gegenüber dem 9. Juni 2025, dem vorhergehenden Tag mit ausgewiesenen Transaktionen, entsprach dies einem Anstieg von 5,4 %. Bereits am 12. Juni 2025 fiel der Kurs jedoch bei 520 gehandelten Aktien wieder um 5,1 % auf 6,50 €. Gegen den Zustimmungsbeschluss erhoben mehrere Aktionäre Anfechtungsklagen. Der Vergleich wurde deshalb nicht vollzogen. Nach der Einschätzung der Rechtsberater der LSI ist der Vergleich nicht mehr durchführbar. Unabhängig vom Ausgang des Anfechtungsverfahrens hat die LSI daher keinen Anspruch auf die Vergleichszahlung.

323. In der zweiten Jahreshälfte 2025 schwächte sich der Kurs weiter ab und erreichte am 26. November 2025 einen Stand von 5,50 €. In diese Phase fiel die öffentliche Bekanntmachung der Anfechtung des Zustimmungsbeschlusses zum Vergleich im August 2025.[122] Zudem sah die im Herbst 2025 veröffentlichte Einberufung zur ordentlichen Hauptversammlung vor, den gesamten Bilanzgewinn in die Gewinnrücklagen einzustellen.[123] Auf der Hauptversammlung am 11. Dezember 2025 erläuterte der Vorstand, dass der Vergleich wegen der Anfechtungsklagen aus Vorsichtsgründen nicht umgesetzt und die vorgesehene Zahlung der LTU nicht geleistet worden sei. Die ursprünglich vorgesehene Dividende könne daher nicht finanziert werden.[124] Zum Jahresende lag der Kurs bei 5,90 €.

324. Ab Anfang 2026 erhöhte sich der Kurs erneut. Am 26. Februar 2026 stieg er um 7,9 % auf 6,85 €. Nach zwischenzeitlichen Rückgängen setzte ab Ende März 2026 eine deutlichere Aufwärtsbewegung ein. Am 26. März 2026 erhöhte sich der Schlusskurs bei einem Handelsvolumen von 55.590 Aktien um 6,1 % auf 7,00 €. Am 15. April 2026 folgte ein Anstieg um 9,9 % auf 7,80 €. Die Aufwärtsbewegung ging mit einer deutlich gestiegenen Handelsaktivität einher. Von Jahresbeginn bis zum 25. Mai 2026 betrug der durchschnittliche tägliche Stückumsatz 11.854 Aktien. Im Vorjahr lag der Durchschnitt bei rd. 1.750 Aktien.

325. Besonders ausgeprägt war die Kursbewegung Anfang Mai 2026. Innerhalb von vier aufeinanderfolgenden Handelstagen (7. bis 12. Mai 2026) stieg der Schlusskurs an jedem Tag zwischen 5,2 % und 10,4 %, insgesamt um 31,2 % auf 10,10 €.Der Schlusskurs von 10,10 €, der auch am 13. Mai 2026 ausgewiesen wurde, bildete den Höchststand des gesamten Betrachtungszeitraums. Auf diese vier Handelstage entfiel ein Handelsvolumen von insgesamt 398.024 Aktien und damit rund 33,9 % des gesamten Handelsvolumens von Jahresbeginn bis zum 25. Mai 2026. Am 12. Mai 2026 wurde dabei mit 295.714 gehandelten Aktien der höchste Tagesumsatz im dreijährigen Betrachtungszeitraum verzeichnet. Anschließend bewegte sich

---

122 Vgl. LSI, Bekanntmachung nach § 246 Abs. 4 AktG, veröffentlicht im Bundesanzeiger vom 14. August 2025.

123 Vgl. LSI, Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Dezember 2025.

124 Vgl. LSI, Rede von Antonio Rodríguez auf der ordentlichen Hauptversammlung am 11. Dezember 2025.

der Kurs bis zum 25. Mai 2026 in einer engen Bandbreite von 9,90 € bis 10,10 €. Am letzten Tag des Betrachtungszeitraums betrug der Schlusskurs 10,00 € bei einem Handelsvolumen von 1.484 Aktien.

326. Die Aufwärtsbewegung im Frühjahr 2026 ist im Zusammenhang mit der Anteilsaufstockung der LTU-Gruppe zu betrachten. Nach den Angaben der LTU wurden seit Jahresbeginn bis zum Tag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (25. Mai 2026) insgesamt 2.454.275 Aktien erworben. Der Anteil der LTU erhöhte sich dadurch von 90,17 % zum 31. Dezember 2025 auf 95,14 % (vgl. Tz. 360 f.). Den überwiegenden Teil davon, 2.170.362 Aktien, erwarb die LTU am 13. und 20. Mai 2026 außerbörslich von der mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG. Diese Erwerbe waren daher nicht unmittelbar ursächlich für den Kursanstieg an der Börse Hamburg. Trotzdem könnten die Zukäufe zu Spekulationen am Markt, insbesondere hinsichtlich einer nahenden Strukturmaßnahme, geführt haben. Denkbar wäre auch, dass sich die Veräußerer der außerbörslich erworbenen Aktien zuvor über die Börse eingedeckt haben und die Zukäufe der LTU dadurch mittelbar zu einer zusätzlichen Nachfrage an der Börse führten. Ein Einfluss von Erwerbs- und Abfindungserwartungen auf den Kursanstieg erscheint damit plausibel.

327. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Aktienkurs der LSI über den Beobachtungszeitraum deutlich zugenommen hat, von 6,95 € auf 10,00 € und damit um 43,9 %. Einer Abwärtsbewegung bis Anfang Juni 2024 folgte ein sprunghafter Anstieg im Juni und Juli 2024, der im weiteren Jahresverlauf teilweise wieder abgegeben wurde. Im Februar 2025 setzte eine Erholung ein, die zeitlich mit den Nachrichten über die Konkretisierung des Erwerbs der weiteren 50 % der Anteile an der Anfi-Gruppe zusammenfiel. Der Ausschlag im Juni 2025 fiel mit der außerordentlichen Hauptversammlung der LSI AG zusammen. In dieser wurde einem Vergleich mit der LTU, mit dem die Erwartung einer Sonderausschüttung verbunden war, zugestimmt. Nach einer erneuten Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2025 stieg der Kurs im Frühjahr 2026 deutlich an und erreichte im Mai 2026 ein Niveau von rund 10,00 € je Aktie. Für diese letzte Phase bestehen Hinweise auf einen Einfluss der Anteilsaufstockung der LTU-Gruppe und von Erwartungen eines Squeeze Out. Die formale Bekanntgabe des Squeeze Out-Verlangens erfolgte am 26. Mai 2026.

3. Ermittlung des relevanten Börsenkurses

a) Börsenkursstichtag und Durchschnittsbildung

328. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)[125] ist der zugrunde zu legende Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines **gewichteten Durchschnittskurses** innerhalb eines **dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung** der beabsichtigten Strukturmaßnahme zu ermitteln. In seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 hat der BGH bestätigt, dass diese Vorgehensweise auch für den Börsenkurs als Schätzgrundlage für den wahren Wert anzuwenden ist.[126]

329. Am 26. Mai 2026 informierte die LSI AG die Öffentlichkeit per Corporate News über die Absicht der LTU, einen Squeeze Out anzustreben. Der **Referenzzeitraum** für unsere nachfolgenden Analysen ist demnach vom **26. Februar 2026 bis einschließlich 25. Mai 2026**.

b) Hochrechnung des Börsenkurses

330. Die Voraussetzung für eine Hochrechnung des Börsenkurses liegen gemäß Rechtsprechung des BGH dann vor, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung liegt.[127] Der BGH war in seiner „Stollwerck“-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. Die Rechtsprechung[128] schränkt die Hochrechnung auf Ausnahmefälle ein, wobei es Ziel der Hochrechnung sei etwaigen Missbrauch durch den Mehrheitsaktionär vorzubeugen. Insofern kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses nur in Betracht, wenn die angekündigte Maßnahme ohne sachlichen Grund verzögert bzw. nicht innerhalb einer üblichen Zeitspanne durchgeführt wird.

331. Zwischen der Bekanntgabe der Absicht der vorliegenden Strukturmaßnahme am 26. Mai 2026 und der beschlussfassenden Hauptversammlung der LSI am 18. Dezember 2026 liegt ein Zeitraum von sechs Monaten und 22 Tagen, der durch die erforderliche Zeit für die Ermittlung und Prüfung der angemessenen Abfindung sowie die Vorbereitung und fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung bedingt ist. Anhaltspunkte für eine sachlich nicht gerechtfertigte Verzögerung der Maßnahme sind für uns nicht ersichtlich.

---

125 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, in: AG 2010, S. 629 ff.

126 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 16.

127 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, in: AG 2010, S. 629 ff.

128 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27. August 2020 - 21 W 59/19, Rn. 28.

332. Im vorliegenden Fall liegt ein Zeitraum von weniger als siebeneinhalb Monaten vor, weshalb wir in Übereinstimmung mit KPMG und der Rechtsprechung und rechtlichen Literatur der Auffassung sind, dass ein längerer Zeitraum im Sinne der BGH-Rechtsprechung nicht gegeben ist, so dass wir eine Hochrechnung der ermittelten Börsenwerte im vorliegenden Fall für nicht erforderlich halten.

333. Lediglich nachrichtlich hat KPMG den Dreimonatsdurchschnittskurs von 8,84 € je Aktie (vgl. Abschnitt D.III.3.c) mit der Entwicklung von CDAX, DAX und Peer Group zwischen dem 26. Mai 2026 und dem 28. Oktober 2026 fortgeschrieben. Daraus ergeben sich hochgerechnete Börsenkurse zwischen 8,82 € und 9,51 € je Aktie. Diese liegen unter dem mit dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €. Selbst eine Hochrechnung würde demnach nicht zu einer höheren Barabfindung führen. Wir haben diese Berechnung nachvollzogen. Zusätzlich haben wir eigene Analysen anhand der Entwicklung des DAX, CDAX und der von uns identifizierten Peer Group durchgeführt (vgl. Abschnitt D.I.5.c). Hieraus ergeben sich hochgerechnete Börsenkurse in einer Bandbreite von 8,61 € bis 9,51 €. Die von uns hochgerechneten Börsenkurse liegen somit ebenfalls unter dem ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €.

c) Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses

334. Die Frage, welche Handelsplätze bei der Ermittlung des gewichteten Durchschnittskurses zu berücksichtigen sind, wird in der Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beantwortet. Dies betrifft insbesondere die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen neben oder anstelle von Kursen des regulierten Marktes auch Freiverkehrskurse in die Durchschnittsbildung einzubeziehen sind. Das OLG Karlsruhe hat diese Frage ausdrücklich offengelassen.[129] Anerkannt ist in der Rechtsprechung hingegen, dass der Börsenwert auf Grundlage des nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen **inländischen Börsenkurses** zu ermitteln ist.[130] Börsenpreise sind nach § 24 Abs. 1 BörsG sowohl die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellten Preise als auch die während der Börsenzeit im Freiverkehr einer Wertpapierbörse festgestellten Preise.

335. Im vorliegenden Fall liegen für die Aktien der LSI AG im dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Börsenkursstichtag (26. Februar 2026 bis 25. Mai 2026) ausschließlich eine Notierung im Freiverkehr der Börse Hamburg vor. Die nachfolgenden Analysen basieren somit auf den

---

[129] Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16. April 2024 – 12 W 27/23, Tz. 75 (juris); Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.255.

[130] Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229, Tz. 20 (juris) („Stollwerck“); OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 21/23, Tz. 57 und 89 (juris).

Handelsdaten dieser Notierung. Dabei wurden nur tatsächlich ausgeführte Umsätze einbezogen.

336. In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina sowie den korrespondierenden Aktienkursen (tägliche, volumengewichtete Kurse) der LSI AG an der Börse Hamburg vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026 dargestellt. Die Tabelle enthält die in dem Zeitraum tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen.

Datum	Handelsvolumen Stück	Handelsumsatz €	Aktienkurs (volumengewichtet) €	Kursänderung %
26.02.2026	24.470	165.336	6,76	7,7%
27.02.2026	2.520	16.682	6,62	-2,0%
02.03.2026	5.100	33.141	6,50	-1,8%
03.03.2026	4.383	28.303	6,46	-0,6%
04.03.2026	4.090	26.444	6,47	0,1%
05.03.2026	5.000	32.900	6,58	1,8%
06.03.2026	5.764	37.440	6,50	-1,3%
09.03.2026	786	5.030	6,40	-1,5%
10.03.2026	2.134	13.551	6,35	-0,8%
11.03.2026	2.134	13.658	6,40	0,8%
12.03.2026	1.600	10.320	6,45	0,8%
16.03.2026	6.000	38.400	6,40	-0,8%
17.03.2026	2.000	12.900	6,45	0,8%
18.03.2026	1.180	7.711	6,53	1,3%
19.03.2026	54.148	365.068	6,74	3,2%
20.03.2026	1.470	9.752	6,63	-1,6%
23.03.2026	1.900	12.445	6,55	-1,3%
25.03.2026	700	4.620	6,60	0,8%
26.03.2026	55.590	388.828	6,99	6,0%
27.03.2026	1.055	7.234	6,86	-2,0%
30.03.2026	2.465	17.232	6,99	1,9%
31.03.2026	2.100	14.870	7,08	1,3%
01.04.2026	17.770	129.800	7,30	3,2%
02.04.2026	1.080	7.992	7,40	1,3%
07.04.2026	5.282	38.069	7,21	-2,6%
08.04.2026	11.065	79.764	7,21	0,0%
10.04.2026	10.310	73.769	7,16	-0,7%
13.04.2026	500	3.550	7,10	-0,8%
15.04.2026	7.913	60.750	7,68	8,1%
16.04.2026	53.700	415.890	7,74	0,9%
17.04.2026	8.125	62.456	7,69	-0,7%
20.04.2026	1.104	8.606	7,80	1,4%
21.04.2026	1.400	10.758	7,68	-1,4%
22.04.2026	3.000	23.100	7,70	0,2%
23.04.2026	6.400	49.315	7,71	0,1%
24.04.2026	2.760	21.338	7,73	0,3%
27.04.2026	44.791	342.087	7,64	-1,2%
28.04.2026	4.660	36.190	7,77	1,7%
29.04.2026	1.370	10.755	7,85	1,1%

Datum	Handelsvolumen	Handelsumsatz	Aktienkurs (volumengewichtet)	Kursänderung
04.05.2026	650	5.110	7,86	0,1%
05.05.2026	2.400	18.720	7,80	-0,8%
06.05.2026	1.200	9.240	7,70	-1,3%
07.05.2026	7.135	57.642	8,08	4,9%
08.05.2026	16.027	139.354	8,69	7,6%
11.05.2026	79.148	753.885	9,53	9,5%
12.05.2026	295.714	2.941.700	9,95	4,4%
13.05.2026	36.277	363.105	10,01	0,6%
14.05.2026	29.356	293.669	10,00	-0,1%
15.05.2026	17.758	177.587	10,00	0,0%
18.05.2026	88.045	880.275	10,00	0,0%
19.05.2026	16.511	165.117	10,00	0,0%
20.05.2026	7.750	77.165	9,96	-0,4%
21.05.2026	11.190	111.785	9,99	0,3%
22.05.2026	3.005	30.050	10,00	0,1%
25.05.2026	1.484	14.723	9,92	-0,8%
Gesamt	**981.469**	**8.675.177**		

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 8: Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der LSI-Aktie vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026

337. Im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme war der Handel der Aktie der LSI AG von einem schwankenden Volumen geprägt. Für die Aktie der LSI AG wurden an der Börse Hamburg an 55 von 60 Börsentagen Umsätze verzeichnet. Insgesamt wurden im betrachteten Zeitraum 981.469 Aktien mit einem Handelsumsatz von insgesamt 8.675.177 € gehandelt. Dabei wurden fünf Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % verzeichnet, von denen zwei an direkt aufeinanderfolgenden Börsentagen auftraten.

338. Auf Basis unserer Berechnungen betrug der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Zeitraum vom 26. Februar 2026 bis einschließlich zum 25. Mai 2026 **8,84 € je Aktie.**

339. Für den Dreimonatszeitraum vor Bekanntmachung der Maßnahme wurde kein volumengewichteter Durchschnittskurs bei der BaFin abgefragt, da die LSI-Aktie ausschließlich im Freiverkehr gehandelt wird und die Berechnung der BaFin nur Geschäfte im regulierten Markt berücksichtigt.

4. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze der Barabfindung

340. Die Bedeutung des Börsenkurses als Untergrenze für die Barabfindung begründet sich in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, wonach ein abzufindender Gesellschafter in einer ökonomisch dominierten Situation von einem Mehrheitsgesellschafter nicht in eine schlechtere Vermögenslage als vor der Abfindung gedrängt werden darf.[131] Demzufolge stellt der Börsenkurs, zu dem ein Aktionär vor der die Abfindung auslösenden Maßnahme seine Aktien in einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte verkaufen können (sog. Desinvestitionswert), die Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung dar. Dies gilt jedoch nur, sofern eine Veräußerbarkeit der Anteile zu diesem Kurs unter Abstraktion der jeweiligen Strukturmaßnahme gegeben war. Auf das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsverarbeitung oder -bewertung durch den Markt kommt es dabei – anders als beim „wahren" Wert – nicht an.

341. Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nach der Rechtsprechung des BVerfG und des BGH lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn[132]

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat,
- der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder
- der Börsenpreis manipuliert worden ist.

342. Gemäß dem OLG Stuttgart sei grundsätzlich nicht entscheidend, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen".[133] Auch komme es gem. dem OLG Frankfurt nicht darauf an, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern". Maßgeblich sei, dass der einzelne Minderheitsaktionär die Möglichkeit gehabt habe, „seine geringe Beteiligung (...)" zu veräußern. Es gehe vielmehr darum, dem Minderheitsaktionär „dasjenige zu sichern, was er ohne den Squeeze Out bei einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte erlangen können. Ohne die unternehmerische Maßnahme hätten aber nur einzelne Aktionäre ihre Beteiligung veräußern wollen, nicht hingegen alle Minderheitsaktionäre zusammen."[134] Entsprechend komme es nicht darauf an, ob alle

---

131 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

132 Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00; BVerfG, Beschluss vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94.

133 Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/08.

134 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 30. März 2010 – 5 W 32/09.

Minderheitsaktionäre ihre Aktien zu diesem Kurs hätten verkaufen können, sondern lediglich einzelne Aktionäre.

343. Zur Beurteilung der Veräußerbarkeit zieht die Rechtsprechung die in § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AngVO) genannten Kriterien als Indizien heran.[135] Nach diesen Kriterien findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn

- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden **und**
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.

344. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5,0 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.[136] Bei der Beurteilung, ob Kurssprünge nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegen, ist auf den gewichteten durchschnittlichen Kurs des jeweiligen Börsentages abzustellen.[137]

345. Nach unseren Analysen wurden die Aktien der LSI AG im betrachteten Referenzzeitraum an 55 von 60 Börsentagen gehandelt. Ferner waren zwei aufeinander folgende Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % zu verzeichnen (vgl. hierzu Tz. 337).

346. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine Marktenge vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend den Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden. Der Börsenkurs der LSI AG ist als Wertuntergrenze zu berücksichtigen.

---

135 Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 27/23, Tz. 54 (juris); OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. September 2024 – 26 W 10/22; OLG Hamburg, Beschluss vom 7. September 2020 – 13 W 123/20; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, Tz. 221 (juris).

136 Vgl. BGH, Beschluss vom 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18.

137 Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 27/23, Tz. 68 (juris); Winner, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 23.85.

5. Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts nach IDW S 17

a) Vorbemerkung

347. Wie bereits ausgeführt sind die Analysen, ob der Börsenkurs einer Aktie den „wahren“ Wert der Beteiligung abbildet, zu trennen von der Fragestellung, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für eine angemessene Abfindung bzw. einen angemessenen Ausgleich gilt.

348. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Vor dem Hintergrund der in der Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte legt der IDW S 17 die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen Werts („wahrer Wert“) der Aktie beurteilen.[138]

349. Der IDW S 17 formuliert Kriterien zur Beurteilung, ob der Börsenkurs im Einzelfall eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung widerspiegelt und damit als Ausdruck des „wahren“ Werts der Anteile gelten kann. Ziel ist es, eine fundierte und transparente Entscheidungsgrundlage für die Ableitung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen zu schaffen. Dabei kommen sechs zentrale Kriterien zur Anwendung:

- die Anteilseignerstruktur,
- die Liquidität im Aktienhandel,
- die Marktabdeckung durch Marktbeobachter,
- der Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft,
- die Beachtung des Stichtagsprinzips sowie
- mögliche Kursbeeinflussungen.

350. Der Standard stellt zur Beurteilung der Kriterien ein „Ampelsystem“ auf, das eine systematische und nachvollziehbare Einordnung der einzelnen Beurteilungsaspekte

---

[138] Vgl. IDW S 17, Tz. 1.

ermöglicht. Dabei wird jedem der Beurteilungskriterien eine farbliche Ausprägung (grün, gelb oder rot) zugewiesen, die die Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf die Angemessenheit der Kompensation qualitativ bewertet.[139]

- Grün signalisiert eine unkritische Ausprägung: Das jeweilige Kriterium wird im Sinne einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt erfüllt. Liegen ausschließlich grüne Bewertungen vor, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als geeignete Indikation für den „wahren" Wert herangezogen werden.

- Gelb kennzeichnet eine kritische Ausprägung. Sofern bei mindestens einem Kriterium eine gelbe Bewertung vorliegt, ist in jedem Fall eine ergänzende Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 vorzunehmen. In diesem Fall obliegt es dem Wirtschaftsprüfer, im Rahmen einer eigenverantwortlichen Gesamtbeurteilung zu entscheiden, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert als Maßstab für den „wahren" Wert maßgeblich ist. Je mehr gelbe Ausprägungen bei den einzelnen Kriterien vorliegen, desto kritischer ist die Angemessenheit des Börsenkurses zu beurteilen.

- Liegt bei mindestens einem Kriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für die Bemessung des „wahren" Werts herangezogen werden. Es ist zwingend auf den objektivierten Unternehmenswert zurückzugreifen.

351. Die Einordnung erfolgt dabei nicht hierarchisch, sondern im Sinne einer qualitativen Gesamtbetrachtung. Der Wirtschaftsprüfer hat auf Basis seiner Analysen und getroffenen Beurteilungen zu den aufgeführten Kriterien eine eigenverantwortliche Gesamtbeurteilung zur Angemessenheit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren" Wert zu treffen.[140]

b) Anteilseignerstruktur

352. Hintergrund des Beurteilungskriteriums Anteilseignerstruktur sind ökonomische Interessenskonflikte und potenzielle Auswirkungen auf die Preisbildung am Kapitalmarkt. In ökonomisch dominierten Situationen können nach der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und auch der Praxis Interessens- und Anreizkonflikte insb. bei bestehenden Informationsasymmetrien auftreten. Bei ökonomisch dominierten aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Squeeze Out) werden insb. Anreize im Hinblick auf Markttransaktionen, das „Timing" der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme – und

139 Vgl. IDW S 17, Tz. 32-35.

140 Vgl. IDW S 17, Tz. 31.

damit einer Fixierung des Börsenkurses als Schätzgrundlage – sowie der Möglichkeit einer einseitigen Kommunikation angeführt. Im Fall eines hohen Streubesitzes bzw. einer atomistischen Anteilseignerstruktur kann hingegen regelmäßig kein einzelner Marktteilnehmer durch seine Markttransaktionen den Börsenkurs beeinflussen, so dass der Transaktionspreis das Ergebnis freier und zahlreicher Transaktionen basierend auf Angebot und Nachfrage ist.[141]

353. Gemäß IDW S 17 bieten die im Zusammenhang mit dem Vorliegen eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelten Kriterien eine Orientierung für das Vorhandensein ökonomisch dominierender oder kontrollierender Anteilseigner.[142] Besonders hervorgehoben wird dabei die unmittelbare oder mittelbare Mehrheit der Stimmrechte. Bei einer analogen Anwendung der im Zusammenhang mit der Verpflichtung zur Aufstellung eines Konzernabschlusses nach HGB entwickelten Kriterien, ist in der Praxis regelmäßig zum Zeitpunkt des Closings der Transaktion von einem Übergang der Beherrschung auszugehen.[143]

354. Das Beurteilungskriterium Anteilseignerstruktur dient der Abwägung, ob und inwieweit die Anteilseignerstruktur (isoliert betrachtet) im Einzelfall zu verzerrten Börsenkursen geführt haben könnte und somit der Ertragswert zu Kontrollzwecken oder als maßgebliche Schätzgrundlage heranzuziehen wäre.

355. Im Rahmen der Würdigung kann berücksichtigt werden, ob die abfindungs- oder ausgleichsauslösende Strukturmaßnahme in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang zu einem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot (oder einer vergleichbaren freien Transaktionssituation) steht, durch das erst die mittel- oder unmittelbare Stimmenmehrheit im Rahmen freier Transaktionen zwischen fremden Dritten erworben wurde. Sofern bereits in der Angebotsunterlage auf die Absicht der Durchführung einer nachfolgenden Strukturmaßnahme hingewiesen wurde, kann dies in im Rahmen einer Gesamtbeurteilung als Indiz für einen materiellen Zusammenhang herangezogen werden.[144]

356. Eine atomistische Anteilseignerstruktur, in der sich die Anteile auf viele Gesellschafter verteilen und kein Anteilseigner mit einem beherrschenden Einfluss vorliegt, zeugt nach dem Standard IDW S 17 von einer unkritischen Ausprägung (**grüne** Ampel). Wenn der beherrschende Einfluss erst durch eine zeitnahe Transaktion zwischen einer Vielzahl

---

141 Vgl. IDW S 17, Tz. 25, 36.

142 Vgl. IDW S 17, Tz. 36.

143 Vgl. Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 562.

144 Vgl. IDW S 17, Tz. 36.

voneinander unabhängigen freien Parteien (insb. ein öffentliches Übernahmeangebot) zustande kommt und der dabei mehrheitlich akzeptierte Preis im zu beurteilenden Börsenkurs reflektiert ist, kann auch in einem solchen Fall von einer grünen Ausprägung des Kriteriums Anteilseignerstruktur auszugehen sein. Dabei ist zu berücksichtigen, ob bisherige Anteilseigner mit wesentlichen Anteilsquoten mittelbar an dem Unternehmen beteiligt bleiben.

357. Eine kritische Anteilseignerstruktur (**gelbe** Ampel) liegt vor, sofern ein einzelner oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner über einen (faktisch) beherrschenden Einfluss verfügen.

358. Demnach ist eine börsenkursorientierte Kompensation ausgeschlossen (**rote** Ampel), sofern das Unternehmen gemäß § 291 AktG vertraglich beherrscht ist. Dies ist der Fall, wenn es seine Leitung einem anderen Unternehmen unterstellt hat (Beherrschungsvertrag) oder sich verpflichtet hat, seinen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag).

359. Im Folgenden analysieren wir die Anteilseignerstruktur der LSI AG für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026. Ergänzend betrachten wir die Entwicklung der Beteiligung der LTU seit dem öffentlichen Delisting-Erwerbsangebot, dessen Angebotsunterlage am 27. Mai 2021 veröffentlicht wurde, um zu beurteilen, ob ein beherrschender Einfluss erst durch eine zeitnahe Transaktion zwischen voneinander unabhängigen Parteien zustande gekommen ist (vgl. Tz. 353 f.)

360. Eine vertragliche Beherrschung der LSI nach § 291 AktG lag weder zum 25. Mai 2026 (Tag vor Ankündigung der Strukturmaßnahme) noch zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 5. November 2026 vor. Zudem besteht zwischen der LTU und der LSI weder ein Beherrschungs- noch ein Gewinnabführungsvertrag.[145] Eine rote Ausprägung des Kriteriums Anteilseignerstruktur (vgl. Tz. 356) scheidet damit aus.

361. Die LTU hält ihre Beteiligung an der LSI AG unmittelbar sowie mittelbar über ihre Tochterunternehmen BT Beteiligungs Treuhand“ und Buenaventura, zusammen nachfolgend die „LTU-Gruppe“.

---

[145] Im Einklang damit hat der Vorstand der LSI für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025 jeweils einen Bericht über die Beziehungen zu verbundenen Unternehmen nach § 312 AktG aufgestellt (vgl. LSI, Jahresabschlüsse 2021 bis 2025). Ein solcher Bericht ist nur zu erstatten, wenn keiner der beiden Verträge besteht (§§ 312 Abs. 1, 316 AktG).

362. Zu Beginn des Referenzzeitraums am 26. Februar 2026 hielt die LTU-Gruppe 44.677.448 Aktien bzw. rd. 90,5 % der ausstehenden Aktien.[146] Bis zum Börsenkursstichtag am 25. Mai 2026 stieg ihr Anteil auf 46.948.378 Aktien bzw. rd. 95,1 % der ausstehenden Aktien.[147] Der Anstieg beruht darauf, dass die LTU-Gruppe im Referenzzeitraum 2.270.930 weitere LSI-Aktien erwarb (vgl. Tz. 105 f.). Der Anteil der übrigen Aktionäre halbierte sich dadurch näherungsweise von rd. 9,5 % auf rd. 4,9 % (2.398.372 Aktien).

363. Die LTU-Gruppe verfügte damit im gesamten Referenzzeitraum unmittelbar und mittelbar über die Mehrheit der Stimmrechte an der LSI. Am Börsenkursstichtag (25. Mai 2026) übte die LTU damit einen beherrschenden Einfluss auf die LSI aus.[148] Dies entspricht der Einschätzung der LSI selbst, die in ihren Abschlüssen der Jahre 2021 bis 2025 jeweils feststellt, dass sie von der LTU beherrscht wird (Abhängigkeitsverhältnis gemäß § 17 AktG, vgl. Tz. 358). Nach IDW S 17 liegt damit grundsätzlich eine kritische (gelbe) Ausprägung des Kriteriums vor.

364. Trotz eines beherrschenden Einflusses käme eine grüne Ausprägung in Betracht, wenn der beherrschende Einfluss erst durch eine zeitnahe Transaktion zwischen einer Vielzahl voneinander unabhängiger Parteien entstanden ist, insbesondere durch ein öffentliches Übernahmeangebot. Zudem müsste die Strukturmaßnahme in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang mit dieser Transaktion stehen (vgl. Tz. 353 f.). Nur dann bildet der Börsenkurs trotz des beherrschenden Aktionärs das Ergebnis einer freien Preisbildung zwischen unabhängigen Parteien ab. Diese Voraussetzungen sind im vorliegenden Fall nicht erfüllt.

365. Der beherrschende Einfluss der LTU wurde nicht durch ein öffentliches Angebot begründet. Die LTU ist nach eigenen Angaben seit 1999 Mehrheitsgesellschafterin der LSI.[149] Sie hielt bereits vor dem Delisting-Erwerbsangebot im Jahr 2021 rd. 76,33 % der Aktien. Zum diesem Zeitpunkt befanden sich 4.868.940 Aktien (rd. 9,84 %) im Streubesitz. Zweitgrößte Aktionärin war die von der LTU unabhängige NewInvest Assets Beteiligungs GmbH mit rd. 13,52 %.[150] Das Angebot diente nicht dem Kontrollerwerb, sondern der Beendigung der Zulassung der

---

146 Bezogen auf 49.346.750 ausstehende Aktien. Diese ergeben sich aus den 49.500.000 ausgegebenen Aktien abzüglich 153.250 eigener Aktien.

147 Vgl. LSI, Corporate News „Verlangen des Hauptaktionärs auf Durchführung eines Squeeze-out“ vom 26. Mai 2026.

148 Vgl. § 290 Abs. 2 Nr. 1 HGB.

149 Vgl. LTU, Unternehmensgeschichte, https://www.lopesan.com/de/unternehmen/lopesan-geschichte/.

150 Vgl. LTU, Angebotsunterlage Delisting-Erwerbsangebot vom 27. Mai 2021.

Aktien zum Handel im regulierten Markt. Es erhöhte lediglich eine bestehende Mehrheit von rd. 76,33 % auf rd. 89,67 %.[151]

366. Ebenso wenig besteht ein zeitlicher und materieller Zusammenhang zwischen dem Delisting-Erwerbsangebot und dem Squeeze Out. Zwischen dem Ende der Annahmefrist am 24. Juni 2021 und dem Übertragungsverlangen vom 26. Mai 2026 liegen rd. fünf Jahre. In dieser Zeit lag der Anteil der LTU-Gruppe nahezu unverändert bei rd. 90 %. In der Angebotsunterlage hatte die LTU zwar angekündigt, zu gegebener Zeit weitere Strukturmaßnahmen zu prüfen, und dabei auch einen Squeeze Out genannt. Zugleich erklärte sie jedoch ausdrücklich, dass sie zum Zeitpunkt der Veröffentlichung keine solchen Absichten habe.[152] Ein solcher allgemeiner Prüfvorbehalt begründet nach unserer Einschätzung keinen materiellen Zusammenhang. Dagegen sprechen auch der zeitliche Abstand und der abweichende Zweck des Angebots.

367. Vor diesem Hintergrund gehen wir im Ergebnis von einer kritischen (**gelben**) Ausprägung des Kriteriums Anteilseignerstruktur aus.

c) Liquidität im Aktienhandel

368. Die Messung der Liquidität von Wertpapieren dient dazu, die Markteffizienz zu bewerten und die Belastbarkeit der Marktdaten zu beurteilen. In einem liquiden Markt kann davon ausgegangen werden, dass neue Informationen i.d.R. schnell verarbeitet und in den Kursen reflektiert werden. Somit ist bei einem liquiden Markt die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung hoch. Ein Wertpapiermarkt gilt als liquide, wenn an diesem schnell, einfach und ohne signifikante Preisänderungen Wertpapiere in großen Mengen gekauft und verkauft werden können.[153]

369. Gemäß IDW S 17 ist von einer unkritischen (**grünen**) Ausprägung auszugehen, wenn die Liquidität des Wertpapiers des Unternehmens im relevanten Zeitraum im Bereich der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX liegt. Dabei ist die Liquidität unter Beachtung der unterschiedlichen Dimensionen eines liquiden Markts (vor allem Marktbreite und -tiefe) anhand von unterschiedlichen Liquiditätskennziffern – z.B. relative Geld-Brief-Spanne, relatives und absolutes Handelsvolumen pro Tag, Handelsumsatz pro Tag, Anzahl Handelstage oder Streubesitz – zu beurteilen.

---

151 Vgl. LSI, Jahresabschluss 2022.

152 Vgl. LTU, Angebotsunterlage vom 27. Mai 2021.

153 Vgl. IDW S 17, Tz. 37.

370. Es liegt eine kritische (**gelbe**) Ausprägung vor, wenn unter Heranziehung obiger Liquiditätskennziffern keine zu den Unternehmen des Aktienindex MDAX vergleichbare Liquidität vorliegt.

371. Der Börsenkurs ist nicht zu berücksichtigen (**rote** Ausprägung), wenn eine Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO vorliegt.

372. Ein Gradmesser für die Liquidität sind neben Handelsvolumen, Handelstagen und Streubesitzanteil (Free-Float) auch die Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spread“ oder kurz: „BAS“), deren Bedeutung im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt am Main vom 26. April 2021 hervorgehoben wurde.[154]

373. Die Differenz zwischen **Geld- und Briefkurs** ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Je geringer der BAS ist, desto liquider ist das gehandelte Wertpapier. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen hat sich bisher in der Bewertungspraxis nicht etabliert. In den Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte wird von einer eingeschränkten Liquidität ausgegangen, wenn der relative BAS eine Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % überschreitet.[155] Nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main liegt bei BAS für unterschiedliche Betrachtungszeiträume von 1,56 % bzw. 1,88 % kein hinreichend liquider Handel vor.[156] In einem weiteren Beschluss erachtet das OLG Frankfurt am Main unter Verweis auf Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben, wenn der BAS größer als 1,25 % ist.[157] Diese Auffassung wird vom LG Stuttgart geteilt, das bei einem BAS von über 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu 115 T€ nicht mehr von einem hinreichend liquiden Börsenkurs ausgeht.[158] Das LG München I sieht den Grenzwert, bei dem eine hinreichende Liquidität nicht mehr vorliegt, bei einem BAS von 1,0 % bis 1,25 %.[159]

---

154 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. April 2021, 21 W 139/19.

155 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5. September 2019 – 26 W 8/17; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14; LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16; LG München I, Beschluss vom 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15; Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 565.

156 Vgl. OLG Frankfurt am Main, 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, Tz. 55.

157 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14.

158 Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16, S. 103.

159 Vgl. LG München I, Beschluss vom 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15.

374. Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen darauf hingewiesen, dass bei einem täglichen Handelsumsatz von weniger als 115 T€ regelmäßig nicht mehr von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.[160] Hierzu wird in der Literatur indes kritisch angemerkt, dass es sich hierbei um eine einzelne Datenerhebung handele, die weder in der Fachliteratur breiter diskutiert wurde noch eine generelle Gültigkeit für sich in Anspruch nehmen könne.[161]

375. Die Bewertungsgutachterin hat für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026 einen durchschnittlichen BAS i.H.v. 2,7 % ermittelt. Den vergleichbaren durchschnittlichen BAS der MDAX-Unternehmen ermittelt KPMG i.H.v. 0,4 %. Darüber hinaus ermittelt die Bewertungsgutachterin im Referenzzeitraum ein durchschnittliches Handelsvolumen von 17.845 LSI-Aktien pro Tag. Dies entspricht rd. 0,04 % aller ausstehenden Aktien der Gesellschaft.[162]

376. Zur Beurteilung der Liquidität haben wir eigene Analysen durchgeführt und die Entwicklung des relativen BAS der LSI-Aktie im Dreimonatszeitraum, endend zum 25. Mai 2026, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, analysiert.

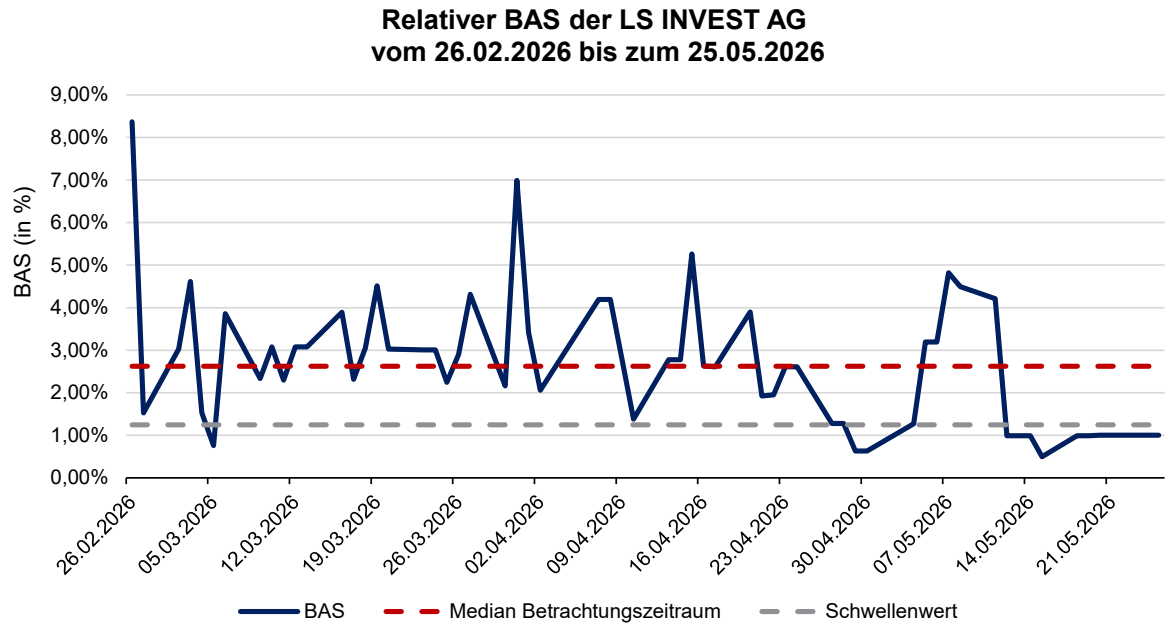
377. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des **relativen BAS** für den Dreimonatszeitraum per 25. Mai 2026.

---

160 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5. September 2019 – 26 W 8/17; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14.

161 Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.126 f.

162 Bezogen auf 49.346.750 ausstehende Aktien. Diese ergeben sich aus den 49.500.000 ausgegebenen Aktien abzüglich 153.250 eigener Aktien.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 12: Relativer BAS der LSI-Aktie vom 26. Februar 2025 bis zum 25. Mai 2026

378. Der relative BAS der LSI-Aktie liegt im Betrachtungszeitraum zwischen 0,50 % und 8,37 %, im Durchschnitt (Median) bei 2,68 % (2,62 %). Damit liegt der durchschnittliche relative BAS der LSI-Aktie im Betrachtungszeitraum über den in der Rechtsprechung und in der Literatur vorherrschend als Obergrenze erachteten Wert.

379. Darüber hinaus haben wir den **Handelsumsatz** und die **Handelsquote** der Aktie für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026 sowie für Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren bis einschließlich 25. Mai 2026 untersucht. Die Analyse bezieht sich dabei auf die entsprechenden Werte aus dem Handel der Aktien an inländischen börslichen Handelsplätzen notierte Aktien[163]. In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse dieser Analyse dargestellt.

163 Berücksichtigt wurden die über Bloomberg abgefragten Handelsdaten für Xetra, Frankfurt, Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart, Tradegate BSX, Gettex und Quotrix.

LSI		Beobachtungszeitraum			
		26.02.2026 - 25.05.2026	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Handelsumsatz (Mittelwert)	€	157.730	38.942	30.473	34.715
Handelsumsatz (Median)	€	32.900	12.160	10.724	11.881
Handelsquote (Mittelwert)	%	0,35%	0,10%	0,08%	0,10%
Handelsquote (Median)	%	0,09%	0,04%	0,03%	0,03%

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 9: Übersicht zu Handelsumsatz und Handelsquote der LSI-Aktie den Referenzzeitraum (26. Februar 2026 bis 25. Mai 2026) sowie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 25. Mai 2026

380. Der Handelsumsatz der LSI belief sich in den letzten fünf Jahren auf 11.881 € (Median), im Dreijahreszeitraum auf 10.724 € und im Zweijahreszeitraum auf 12.160 €. Innerhalb des Referenzzeitraums (26. Februar 2026 bis 25. Mai 2026) liegt der Handelsumsatz mit 32.900 € (Median) deutlich höher. Die Handelsquote, die sich aus der Division des Handelsvolumens durch die Anzahl der Aktien im Streubesitz ergibt, steigt im Median von 0,03 % im fünfjährigen Beobachtungszeitraum auf 0,04 % im zweijährigen Beobachtungszeitraum und im Referenzzeitraum auf 0,09 %.

381. Der IDW S 17 fordert bezüglich der Liquiditätsbeurteilung einen Vergleich der Kennzahlen des Bewertungsobjekts mit den Kennzahlen des MDAX-Index. In der folgenden Tabelle sind daher die entsprechenden Liquiditätskennzahlen des MDAX-Index für den Handelsplatz XETRA im Referenzzeitraum dargestellt.[164]

Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 26.02.2026 bis zum 25.05.2026			
	Bid-Ask-Spread	Handelsumsatz	Handelsquote
	%	T€	%
Minimum	0,02%	243	0,02%
25%-Perzentil	0,11%	6.980	0,32%
Mittelwert	0,19%	17.371	0,59%
Median	0,15%	12.734	0,48%
75%-Perzentil	0,22%	22.189	0,72%
Maximum	1,37%	136.648	5,82%

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 10: Übersicht zu den Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026

164 Der Berechnung der Kennzahlen liegt eine gleichgewichtete Betrachtung der einbezogenen Werte zugrunde. Eine Gewichtung, beispielsweise auf Basis der Marktkapitalisierung der Indexbestandteile, wurde nicht vorgenommen.

382. Der BAS der MDAX-Unternehmen lag im Referenzzeitraum im Mittelwert bzw. Median bei 0,19 % bzw. 0,15 %. Der Wert für das 75 %-Perzentil des BAS lag in diesem Zeitraum bei 0,22 % sowie das Maximum bei 1,37 %. Der durchschnittliche (Median) BAS der LSI lag im Referenzzeitraum bei 2,68 % (2,62 %) und somit spürbar über dem Maximalwert von 1,37 %. Der tägliche Handelsumsatz in Euro der MDAX-Unternehmen liegt oberhalb des Handelsumsatzes der LSI. Das Minimum der MDAX-Unternehmen im Referenzzeitraum lag bei rd. 243 T€ pro Tag, wohingegen der Handelsumsatz der LSI-Aktien im selben Zeitraum im Mittelwert (Median) nur rd. 158 T€ (32 T€) pro Tag betragen hat. Die Handelsquote der Aktien der MDAX-Unternehmen lag im Mittelwert (Median) im betrachteten Zeitraum bei 0,59 % (0,48 %). Die LSI weist über denselben Zeitraum im Mittelwert (Median) eine niedrigere Quote von 0,35 % (0,09 %) auf.

383. Vor dem Hintergrund der Analyse verschiedener Liquiditätskennzahlen der Aktie kann u.E. nicht von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der LSI-Aktie ausgegangen werden. Im Sinne des IDW S 17 liegt unseres Erachtens eine kritische (**gelbe**) Ausprägung vor, da die Aktien des Bewertungsobjekts eine Liquidität aufweisen, die unterhalb der üblichen Liquidität der MDAX-Unternehmen liegt.

d) Marktabdeckung durch Marktbeobachter

384. Gemäß IDW S 17 erhöht das Vorliegen einer Vielzahl von Marktmeinungen zum Unternehmen von professionellen Marktbeobachtern wie bspw. Analysten, Ratingagenturen oder institutionellen Marktteilnehmen sowie insb. relativ übereinstimmende Erwartungen dieser Marktbeobachter die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert.[165]

385. Eine unkritische (**grüne**) Ausprägung liegt insofern vor, wenn eine breite und aktuelle Marktabdeckung vorliegt, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefert und die Prognosen der Marktteilnehmer untereinander relativ geringe Spannweiten aufweisen.

386. Eine kritische (**gelbe**) Ausprägung ist gegeben, wenn deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Marktteilnehmer zum Stichtag vorliegen oder deren Einschätzungen wesentlich durch vom vollen wirtschaftlichen Wert unabhängige Einflussfaktoren bestimmt sind.

---

[165] Vgl. IDW S 17, Tz. 38.

387. Sofern aktuell keine Publikationen von professionellen Marktbeobachtern vorliegen, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefern, besteht gemäß dem IDW S 17 eine **rote** Ausprägung.

388. Für den Referenzzeitraum vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026 konnten wir keine Publikation eines professionellen Marktbeobachters zur LSI feststellen, die ein Kursziel, einen fairen Wert oder eine sonstige quantitative Einschätzung zum Wert der Aktie enthält. Auch für einen davor liegenden dreijährigen Analysezeitraum ab dem 26. Mai 2023 haben wir weder Analystenstudien noch Auftragsresearch, Ratings oder Stellungnahmen institutioneller Investoren mit Wertaussage. Die Angebotsunterlage LTU zum Delisting-Erwerbsangebot vom 27. Mai 2021 enthält keine Übersicht von Analystenkurszielen. Der Angebotspreis von 4,60 € je Aktie beruhte dort auf einem Vorerwerbspreis und nicht auf einer Unternehmensbewertung. Die Bieterin ging in der Angebotsunterlage selbst von einem vernachlässigbaren Streubesitz, einer geringen Liquidität und einem geringen Anlegerinteresse aus. Publikationen, die geeignete Informationen zur Einschätzung des vollen wirtschaftlichen Werts liefern, liegen damit nicht vor.

389. Im Sinne des IDW S 17 liegt hinsichtlich der Marktabdeckung daher eine zum Ausschluss führende Ausprägung (**rot**) vor.

e) Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft

390. Eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs eines Wertpapiers ist ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen.[166]

391. Im Sinne des IDW S 17 liegt eine unkritische (**grüne**) Ausprägung vor, wenn die Wertpapiere des Unternehmens im regulierten Markt oder einem vergleichbaren ausländischen Börsensegment notiert sind, das die höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern umfasst und das Unternehmen diesen Berichtspflichten auch vollumfänglich nachkommt. Sofern die Gesellschaft freiwillig Informationen in einem vergleichbaren Umfang und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den Berichterstattungspflichten des regulierten Marktes veröffentlicht, wird dies ebenfalls als unkritisch beurteilt.

392. Werden die Wertpapiere der Gesellschaft nach Antrag und Zustimmung des Emittenten nur im Freiverkehr gehandelt und unterliegt die Gesellschaft somit nur eingeschränkten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern und veröffentlicht auch

166 Vgl. IDW S 17, Tz. 39.

freiwillig keine Informationen, die den höchsten Berichterstattungspflichten entsprechen, so wird die Informationsbereitstellung als kritisch (**gelb**) beurteilt.

393. Ein Ausschluss (**rot**) erfolgt im Rahmen dieses Beurteilungskriteriums, wenn die Wertpapiere der Gesellschaft ausschließlich ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt werden und somit keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen.

394. Seit dem Wirksamwerden des Delistings an der Börse Düsseldorf zum 12. Juli 2022 sind die Aktien der LSI in keinem regulierten Markt mehr zum Handel zugelassen (vgl. Tz. 305 f.). Im Konzernabschluss zum 31. Dezember 2024 bezeichnet sich die LSI entsprechend als nicht kapitalmarktorientiert.[167] In der Folge wurden die Aktien der LSI seitdem nur noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt, wobei die Einbeziehung ohne Antrag oder Zustimmung der LSI erfolgt.

395. Für die LSI bestehen damit keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern. Der Freiverkehr ist kein organisierter Markt im Sinne des § 2 Abs. 11 WpHG. Die Pflichten zur Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten nach §§ 114 f. WpHG finden daher keine Anwendung. Die Emittentenpflichten der Marktmissbrauchsverordnung (Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten, Eigengeschäfte von Führungskräften) gelten für Finanzinstrumente, die ausschließlich in einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden, nur, wenn der Emittent den Handel beantragt oder genehmigt hat.[168] Es verbleiben lediglich die allgemeinen Rechnungslegungs- und Offenlegungspflichten nach HGB und AktG.

396. Entsprechend hat die LSI seit dem Jahr 2022 keine Ad-hoc-Mitteilungen und keine Halbjahresberichte mehr veröffentlicht. Auch freiwillig stellt die LSI keine Informationen bereit, die nach Umfang und zeitlicher Nähe der Berichterstattung im regulierten Markt entsprechen.

397. Da die Aktien der LSI im Referenzzeitraum ausschließlich ohne Antrag oder Zustimmung der Gesellschaft im Freiverkehr gehandelt wurden und somit keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestanden, erachten wir die Informationsbereitstellung der LSI im Sinne des IDW S 17 als Ausschluss (**rot**).

---

167 Vgl. LSI, Konzernabschluss zum 31. Dezember 2024.

168 Vgl. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 3, Art. 18 Abs. 7 und Art. 19 Abs. 4 MAR. Die Verbote von Insidergeschäften und Marktmanipulation gelten demgegenüber unabhängig von einer Zustimmung des Emittenten.

f) Stichtagsprinzip

398. Nach den gesetzlichen Vorgaben sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme (Bewertungsstichtag) zu berücksichtigen (vgl. §§ 305 Abs. 3 Satz 2, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist gemäß des IDW S 17 zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkursstichtag, im vorliegenden Fall der 25. Mai 2026, die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.[169]

399. Sofern sich die operative und finanzielle Struktur der Gesellschaft sowie die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert haben, liegt eine unkritische (**grüne**) Ausprägung vor.

400. Anderenfalls wird von einer Verletzung des Stichtagsprinzip und somit von einem nicht aussagefähigen Börsenkurs (**rote** Ausprägung) ausgegangen. Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt hierfür liegt vor, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.

401. Im Zeitraum zwischen dem Börsenkursstichtag (25. Mai 2026, letzter Handelstag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) und dem Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 5. November 2026 haben sich weder die operative oder finanzielle Struktur noch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der LSI wesentlich verändert.

402. Wir erachten das Stichtagsprinzip i.S.d. IDW S 17 im vorliegenden Fall zum gegenwärtigen Zeitpunkt als erfüllt (**grün**).

g) Kursbeeinflussung

403. Gemäß IDW S 17 ist der Betrachtungszeitraum auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.[170]

404. Liegen keine offensichtlichen Anhaltspunkte solcher Umstände vor, so ist das Kriterium der Kursbeeinflussung als unkritisch (**grün**) zu beurteilen. Solche Anhaltspunkte sind z.B. deutliche Kursausschläge von über 5 %, die nicht durch neue Informationen zum konkreten

---

169 Vgl. IDW S 17, Tz. 40.

170 Vgl. IDW S 17, Tz. 41.

Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können, und eingeleitete Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen.

405. Liegen entsprechende Anhaltspunkte vor, so ist die Kursentwicklung als kritisch (**gelb**) zu beurteilen.

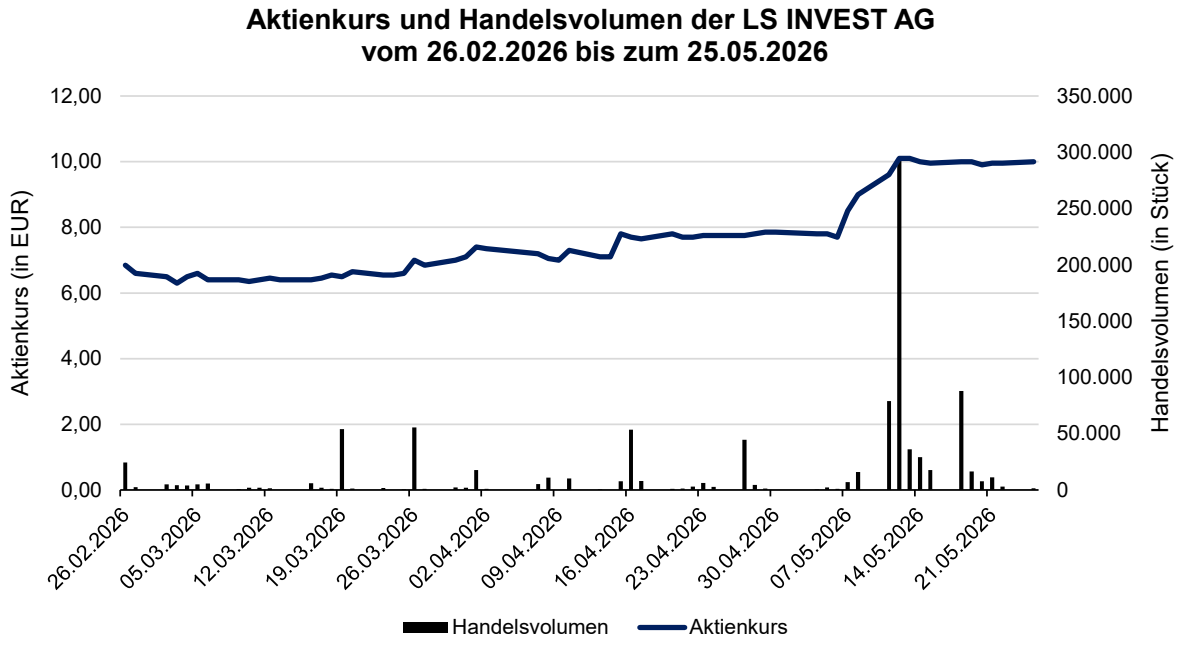
406. Ein Ausschluss (**rote** Ausprägung) erfolgt, sofern behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung)[171] vorliegen.

407. Hinweise über behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße der LSI gegen die Marktmissbrauchsverordnung liegen uns nicht vor. Ferner sind uns keine von Behörden oder Gerichten eingeleiteten Untersuchungen im Hinblick auf etwaige Börsenkursmanipulationen bekannt.

408. Darüber hinaus haben wir im Rahmen des Kriteriums der Kursbeeinflussung analysiert, ob im Referenzzeitraum deutliche Kursausschläge von über 5 % vorlagen, die nicht durch neue Informationen zum konkreten Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können.

409. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der LSI (Schlusskurs) und die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von drei Monaten bis zum 25. Mai 2026, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt. Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf den Handel an der Börse Hamburg.

171 Vgl. Europäisches Parlament, Verordnung (EU) Nr. 596/2014, 16. April 2014.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 13: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der LSI vom 26. Februar 2026 bis zum 25. Mai 2026

410. Auf Basis unserer Analysen des Börsenkurses der LSI-Aktie haben wir im betrachteten Dreimonatszeitraum sieben Kurssprünge von über 5 % festgestellt.[172] Diese Kurssprünge sind nach unseren Erkenntnissen nicht durch Entwicklung in Bezug auf die Geschäftstätigkeiten der LSI begründet, sondern vielmehr durch die Marktspekulationen in Hinblick auf eine mögliche Strukturmaßnahme zu verstehen (vgl. Tz. 322 ff.). Der Kurs bewegte sich im Beobachtungszeitraum in einer Bandbreite zwischen 6,30 € (am 3. März 2026) und 10,10 € (am 12. und 13. Mai 2026). Der größte Kursrückgang war mit -3,6 % am 27. Februar 2026 zu beobachten, der maximale Kursanstieg lag bei 10,4 % am 7. Mai 2026.

411. Zur Identifikation offensichtlicher Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Kursentwicklung kann zudem untersucht werden, ob und wie der Börsenkurs auf die Veröffentlichung von Unternehmensnachrichten, insbesondere adhoc-Mitteilungen, reagiert hat. Ergänzend bietet

[172] Die Angabe bezieht sich auf die täglichen Schlusskurse. Auf Basis der täglichen umsatzgewichteten Durchschnittskurse (VWAP) ergeben sich abweichend fünf Kurssprünge von über 5 % (vgl. Abschnitt D.III.3.c)).

sich eine Analyse an, ob eine mögliche Entkopplung der Kursentwicklung sowohl vom Markt insgesamt als auch von der Entwicklung der Peer Group-Unternehmen vorliegt.[173]

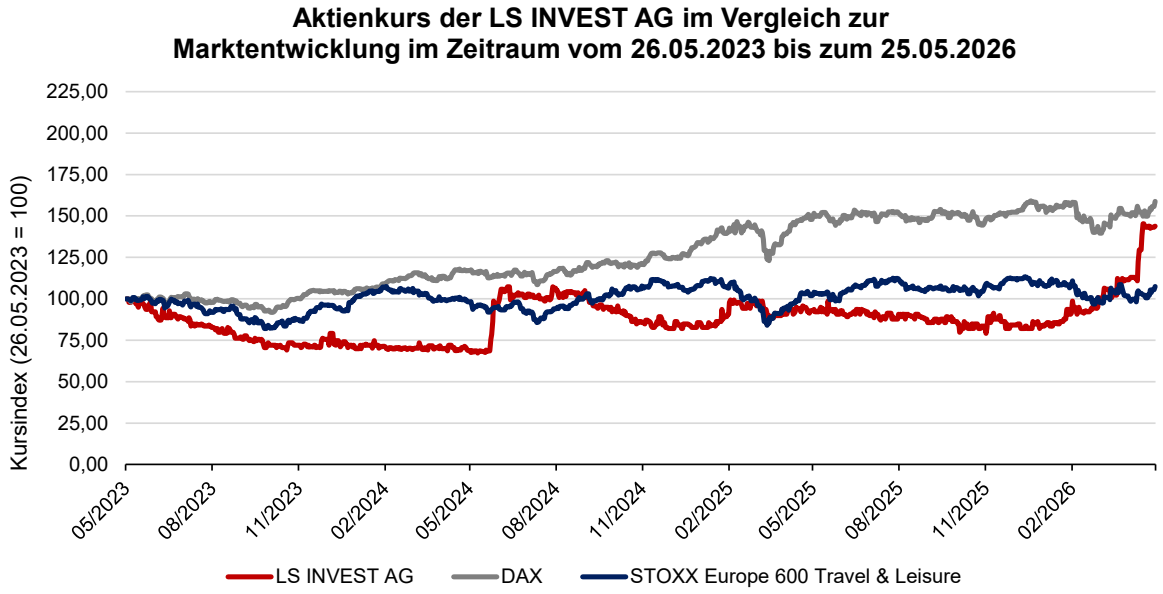
412. Im betrachteten Dreimonatszeitraum vom 26. Februar bis zum 25. Mai 2026 konnten wir keine Ad-hoc-Mitteilungen oder Pressemitteilungen der LSI feststellen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Aktien ausschließlich ohne Antrag oder Zustimmung der Gesellschaft im Freiverkehr gehandelt wurden und deshalb keine Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung bestand (vgl. Abschnitt „Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft“). Ergänzend haben wir die öffentlich zugänglichen freiwilligen Unternehmensmitteilungen untersucht. Der auf den 22. April 2026 datierte Newsletter der LSI berichtete insbesondere über Modernisierungsmaßnahmen in den bestehenden Hotels, die Neupositionierung des Hotel Miguel Ángel im Luxussegment sowie den Baufortschritt des Lopesan Caoba Lagoon Resort und dessen geplante Eröffnung am 1. Mai 2026. Konzernweite Ergebniskennzahlen oder konkrete Ergebnisprognosen enthielt diese Veröffentlichung nicht. Darüber hinaus liegt eine Bekanntmachung im Bundesanzeiger vom 23. April 2026 vor.[174] Diese betraf eine Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage gegen den Beschluss der Hauptversammlung vom 11. Dezember 2025, den Bilanzgewinn vollständig in die Gewinnrücklagen einzustellen. Aus diesen Veröffentlichungen allein lässt sich keine eindeutige Erklärung für die ausgeprägten Kursanstiege im Referenzzeitraum ableiten.

413. Ergänzend haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der LSI im Vergleich zur Entwicklung des DAX und eines branchenspezifischen Index (STOXX Europe 600 Travel & Leisure) über einen Zeitraum von drei Jahren vor dem Börsenkursstichtag analysiert. Dazu wurden der Aktienkurs der LSI sowie die zum Vergleich herangezogenen Indizes zum Beginn des Betrachtungszeitraums (am 26. Mai 2023) jeweils auf 100 normiert. Die folgende Grafik zeigt den Verlauf des Börsenkurses der LSI sowie der herangezogenen Indizes im Vergleich.

---

173 Vgl. Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 569; Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

174 Vgl. LSI, Bekanntmachung nach § 246 Abs. 4 AktG, 23. April 2026.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 14: Entwicklung des indexierten Börsenkurses der LSI sowie ausgewählter Indizes im Zeitraum vom 26. Mai 2023 bis zum 25. Mai 2026

414. Die Abbildung verdeutlicht, dass sich der Börsenkurs der LSI über den dreijährigen Betrachtungszeitraum in wesentlichen Phasen abweichend von den Vergleichsindizes entwickelt hat. Bis Anfang Juni 2024 gab der Aktienkurs gegenüber dem Ausgangsniveau um rd. 32,7 % nach. Demgegenüber verzeichnete der DAX nach einem zwischenzeitlichen Rückgang eine deutliche Aufwärtsbewegung, während der STOXX Europe 600 Travel & Leisure sein Ausgangsniveau wieder überschritt. Die LSI-Aktie blieb damit hinter der Entwicklung beider Vergleichsindizes zurück.

415. Eine Trendwende setzte Mitte Juni 2024 ein. Der sprunghafte Kursanstieg führte bis Anfang Juli 2024 zu einer deutlichen Verringerung des Abstands zum DAX und zeitweise zu einem Überschreiten des STOXX Europe 600 Travel & Leisure. Als mögliche Erklärungsansätze kommen die seinerzeit berichteten Erwartungen hinsichtlich einer größeren Pakettransaktion sowie Einschätzungen zur operativen Entwicklung der LSI in Betracht (vgl. Tz. 318 f.). Im weiteren Jahresverlauf wurde dieser Kursanstieg jedoch zu einem erheblichen Teil wieder abgegeben. Auch die Erholung im Februar 2025, die zeitlich mit der Konkretisierung des weiteren Anfi-Erwerbs zusammenfiel, führte nicht zu einer nachhaltigen Annäherung an die Vergleichsindizes (vgl. Tz. 321). Nach einer erneuten Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2025 lag der Aktienkurs zum Jahresende weiterhin unter seinem Ausgangsniveau und unterhalb beider Vergleichsindizes.

416. Ab Anfang 2026 setzte eine erneute Aufwärtsbewegung ein, die sich insbesondere Anfang Mai deutlich verstärkte. Allein vom 6. bis zum 12. Mai 2026 erhöhte sich der Aktienkurs um 31,2 %. Hierdurch überschritt der indexierte Kurs der LSI den STOXX Europe 600 Travel & Leisure deutlich, blieb jedoch hinter dem DAX zurück. Anschließend bewegte sich die Aktie bis zum Ende des Betrachtungszeitraums in einer engen Bandbreite zwischen 9,90 € und 10,10 €. Der Schlusskurs am 25. Mai 2026 von 10,00 € entsprach einem indexierten Wert von rd. 143,9 Punkten und damit einem Anstieg um 43,9 % gegenüber dem Ausgangsniveau. Für diese letzte Phase erscheint ein Einfluss von Erwerbs- und Abfindungserwartungen im Zusammenhang mit der Anteilsaufstockung der LTU-Gruppe plausibel (vgl. Tz. 322 ff.).

417. Zusammenfassend lässt sich die Kursentwicklung der LSI nicht allein durch die allgemeine Marktentwicklung erklären. Die zeitweise erheblichen Abweichungen von den Vergleichsindizes und die beschriebenen Kursausschläge sprechen für einen wesentlichen Einfluss unternehmensspezifischer Nachrichten und Erwartungen. Anhaltspunkte für Kursmanipulationen oder sonstige Verstöße gegen die Marktmissbrauchsverordnung liegen uns nicht vor. Damit bestehen auch keine offensichtlichen Anhaltspunkte dafür, dass die Börsenkursentwicklung nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren bestimmt war. Im Hinblick auf die vorliegenden Beurteilung einer angemessenen Barabfindung erachten wir das Beurteilungskriterium der Kursbeeinflussung daher im Sinne des IDW S 17 im Ergebnis als unkritisch (grün).

6. Zusammenfassendes Ergebnis

418. Unsere Analyseergebnisse zu den Kriterien des IDW S 17 zur Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts fassen sich wie folgt zusammen.

Kriterien des IDW S 17 zur Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts		
Kriterium	**Feststellung**	**Ausprägung**
Anteilseignerstruktur	Beherrschender Einfluss der LTU seit 1999. Kein zeitlicher und materieller Zusammenhang zwischen dem Delisting-Erwerbsangebot 2021 und dem Squeeze Out. Keine vertragliche Beherrschung.	kritisch
Liquidität	Keine mit den MDAX-Unternehmen vergleichbare Liquidität. Deutlich höhere Geld-Brief-Spanne sowie geringerer Handelsumsatz und geringere Handelsquote.	kritisch
Marktabdeckung	Keine aktuellen Veröffentlichungen professioneller Marktbeobachter mit geeigneten quantitativen Wertaussagen zur LSI-Aktie vorliegend.	Ausschluss
Umfang der Berichterstattung	Ausschließlicher Freiverkehrshandel ohne Antrag oder Zustimmung der LSI. Keine spezifischen Berichterstattungspflichten und keine freiwillige Berichterstattung in einem dem regulierten Markt vergleichbaren Umfang.	Ausschluss
Stichtagsprinzip	Keine für die Angemessenheit der Barabfindung relevante Veränderung der operativen oder finanziellen Struktur sowie wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens zwischen dem 25. Mai 2026 und dem Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 5. November 2026.	unkritisch
Kursbeeinflussung	Keine Kursmanipulation bzw. kursverzerrende Umstände, die nicht durch Unternehmens- und Umfeldentwicklungen zu erklären sind. Keine offensichtlichen Anhaltspunkte, dass der Börsenkurs die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren als zu niedrig bewertet.	unkritisch

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 11: Übersicht der Analyseergebnisse in Bezug auf die Kriterien des IDW S 17 zur Angemessenheit des Börsenkurses als „wahrer“ Wert

419. Vor dem Hintergrund unserer Analysen zur Marktenge i.S.d. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO stellen wir fest, dass der Börsenkurs der LSI als Wertuntergrenze zu berücksichtigen ist.

420. Da bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine „rote“ Ausprägung vorliegt, ist der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert der LSI heranzuziehen. Es ist maßgeblich auf den objektivierten Wert (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 abzustellen.

421. Die Bewertungsgutachterin kommt zu der Schlussfolgerung, dass der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der LSI von 8,84 € nicht als alleinige Schätzgrundlage im Sinne der Rechtsprechung des BGH für die Bemessung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der LSI geeignet ist. Der Börsenkurs ist jedoch nach Einschätzung der

Bewertungsgutachterin gemäß der Rechtsprechung des BGH als Untergrenze bei der Ableitung der Barabfindung zu beachten.

422. Nach unseren eigenen Analysen gelangen wir analog zur Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs der LSI nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert geeignet ist und deshalb maßgeblich auf den Zukunftserfolgswert nach IDW S 1 abzustellen ist. Der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs von 8,84 € je Aktie ist als Wertuntergrenze zu beachten.

IV. Ermittlung des Unternehmenswertes

1. Vergangenheitsanalyse

a) Vorbemerkung

423. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar.

424. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.

425. Die nachfolgenden Analysen zur Ertragslage (Abschnitt D.IV.1.b) und der Vermögens- und Finanzlage (Abschnitt D.IV.1.c) erfolgten für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Grundlage der nach IFRS aufgestellten und geprüften Konzernabschlüsse der LSI. Diese wurden für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 jeweils mit einem eingeschränkten und für das Geschäftsjahr 2025 mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen. Der Konzernabschluss der Gesellschaft wurde in Euro aufgestellt.

426. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insb. die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens- und Ertragslage vorgenommen.

b) Ertragslage

427. Die nachfolgende Tabelle stellt die bereinigte Ertragslage des LSI-Konzerns für die Geschäftsjahre 2024 und 2025 nach IFRS dar.

LSI Konzern-Ergebnisrechnung nach IFRS bereinigt	IST 2024 in Mio.€	IST 2025 in Mio.€	Pro Forma 2025 in Mio.€	*IST* *2024/25* *in %*
Umsatzerlöse	112,6	155,7	173,4	*38,2*
davon Hotel	112,6	122,8	n.a.	*9,1*
in % der UE	*100,0*	*78,9*		
davon Time-Sharing	-	29,1	n.a.	*n.a.*
in % der UE	*-*	*18,7*		
davon Holding/Sonstige	-	3,7	n.a.	*n.a.*
in % der UE	*-*	*2,4*		
Materialaufwand	-36,9	-52,2	-38,5	*41,5*
in % der Umsatzerlöse	*-32,8*	*-33,5*	*-22,2*	
Rohergebnis	**75,7**	**103,5**	**134,8**	***36,6***
in % der Umsatzerlöse	*67,2*	*66,5*	*77,8*	
Personalaufwand	-25,3	-43,9	-52,7	*73,4*
in % der Umsatzerlöse	*-22,5*	*-28,2*	*-30,4*	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-22,2	-22,3	-50,5	*0,5*
EBITDA (bereinigt)	**28,2**	**37,3**	**31,7**	***32,0***
in % der Umsatzerlöse	*25,1*	*23,9*	*18,3*	
Abschreibungen	-23,9	-30,7	-31,5	*28,8*
in % der Umsatzerlöse	*-21,2*	*-19,8*	*-18,2*	
EBIT (bereinigt)	**4,4**	**6,5**	**0,2**	***50,0***
in % der Umsatzerlöse	*3,9*	*4,2*	*0,1*	
Neutrales Ergebnis	9,5	23,7	23,7	*n.a.*
Finanzergebnis	-22,1	4,1	*5,2*	*n.a.*
EBT (unbereinigt)	**-8,3**	**34,3**	**29,1**	***n.a.***
in % der Umsatzerlöse	*-7,4*	*22,0*	*16,8*	
Ertragsteuern	-2,0	-4,5	-5,0	*n.a.*
in % des EBT	*n.a.*	*13,1*	*17,0*	
EAT	**-10,3**	**29,8**	**24,2**	***n.a.***
in % der Umsatzerlöse	*-9,1*	*19,1*	*13,9*	
auf nicht beherrschende Anteile entfallend	-0,4	-0,5	-0,5	
auf die Aktionäre der LS INVEST AG entfallend	-9,9	30,3	24,6	

Quelle: LSI, Geschäftsberichte 2024 und 2025

Tabelle 12: Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung des LSI-Konzerns der Geschäftsjahre 2024 und 2025

428. Im Geschäftsjahr 2024 erzielte der LSI-Konzern bereinigte Umsatzerlöse i.H.v. 112,6 Mio. €, die vollständig auf das Hotelgeschäft entfielen. Die Erlöse aus dem Management der deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe wurden aus den Umsatzerlösen bereinigt.

429. Im Geschäftsjahr 2025 stiegen die Umsatzerlöse um 38,2 % auf 155,7 Mio. €. Maßgeblich hierfür war die erstmalige Einbeziehung der Anfi-Gruppe in den Konzernabschluss zum 1. Juni 2025, woraus der neue Tätigkeitsbereich Time-Sharing hervorging. Das Hotelgeschäft

erhöhte sich um 9,1 % auf 122,8 Mio. €; sein Anteil an den Umsatzerlösen ging aufgrund des neu hinzugekommenen Geschäfts jedoch auf 78,9 % zurück. Auf den Tätigkeitsbereich Time-Sharing entfielen 29,1 Mio. € bzw. 18,7 % der Umsatzerlöse. Die übrigen Umsatzerlöse (Holding/Sonstige) beliefen sich auf 3,7 Mio. € bzw. 2,4 % und umfassten im Wesentlichen Vermietungserlöse der Anfi-Gruppe. Auf Pro-forma-Basis – d. h. bei ganzjähriger Einbeziehung der Anfi-Gruppe – beliefen sich die Umsatzerlöse auf 173,4 Mio. €.

430. Der Materialaufwand umfasste im Wesentlichen den für die Erbringung der Hotelleistungen notwendigen Material- und Leistungseinsatz. Er erhöhte sich im Jahr 2025 um 41,5 % auf 52,2 Mio. € (Vorjahr: 36,9 Mio. €) und entwickelte sich damit annähernd proportional zu den Umsatzerlösen; die Materialaufwandsquote lag mit 33,5 % leicht über dem Vorjahreswert (32,8 %). Das Rohergebnis stieg entsprechend um 36,6 % auf 103,5 Mio. € (Vorjahr: 75,7 Mio. €), die Rohergebnismarge lag mit 66,5 % nahezu auf Vorjahresniveau (67,2 %). Auf Pro-forma-Basis beliefen sich der Materialaufwand auf 38,5 Mio. € und das Rohergebnis auf 134,8 Mio. €.

431. Der Personalaufwand erhöhte sich im Jahr 2025 um 73,4 % auf 43,9 Mio. € (Vorjahr: 25,3 Mio. €). Der überproportionale Anstieg war im Wesentlichen auf die erstmalige Einbeziehung der Anfi-Gruppe zurückzuführen. Die Personalaufwandsquote stieg entsprechend von 22,5 % auf 28,2 %. Auf Pro-forma-Basis belief sich der Personalaufwand auf 52,7 Mio. €.

432. Das sonstige betriebliche Ergebnis (saldiert aus Erträgen und Aufwendungen) belief sich im Jahr 2025 auf -22,3 Mio. € (Vorjahr: -22,2 Mio. €) und war im Wesentlichen durch Verwaltungs- und Vertriebskosten sowie Kostenumlagen verbundener Unternehmen geprägt. Auf Pro-forma-Basis belief sich das sonstige betriebliche Ergebnis auf -50,5 Mio. €.

433. Auf Basis der beschriebenen Posten ergab sich im Jahr 2024 ein bereinigtes EBITDA von 28,2 Mio. € und eine bereinigte EBITDA-Marge von 25,1 %. Im Jahr 2025 stieg das bereinigte EBITDA um 32,0 % auf 37,3 Mio. €. Die bereinigte EBITDA-Marge verringerte sich auf 23,9 % (Vorjahr: 25,1 %). Auf Pro-forma-Basis belief sich das bereinigte EBITDA auf 31,7 Mio. €.

434. Die Abschreibungen erhöhten sich im Jahr 2025 um 28,8 % auf 30,7 Mio. € (Vorjahr: 23,9 Mio. €), was im Wesentlichen aus der erstmaligen Einbeziehung der Anfi-Gruppe resultierte. Bezogen auf die Umsatzerlöse verringerte sich die Abschreibungsquote von 21,2 % auf 19,8 %. Auf Pro-forma-Basis beliefen sich die Abschreibungen auf 31,5 Mio. €.

435. Hieraus ergab sich für das Jahr 2024 ein bereinigtes EBIT von 4,4 Mio. € (bereinigte EBIT-Marge 3,9 %), das sich im Jahr 2025 auf 6,5 Mio. € verbesserte (bereinigte EBIT-Marge

4,2 %). Auf Pro-forma-Basis belief sich das bereinigte EBIT auf 0,2 Mio. € (bereinigte EBIT-Marge 0,1 %).

436. Das neutrale Ergebnis belief sich im Jahr 2024 auf 9,5 Mio. € und im Jahr 2025 auf 23,7 Mio. € und umfasste die im Rahmen der Bereinigung abgegrenzten Sondereffekte des operativen Ergebnisses. In beiden Jahren wurden die Umsatzanteile aus der Verwaltung der deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe aus den bereinigten Umsatzerlösen herausgenommen (2024: rd. 6,0 Mio. €; 2025: insgesamt rd. 11,4 Mio. €, einschließlich des Kaufpreises aus der im Jahr 2025 erfolgten Veräußerung dieses Geschäfts von rd. 5,9 Mio. €). Im Jahr 2024 trug zum neutralen Ergebnis darüber hinaus die Bereinigung operativer Währungseffekte (rd. 3,5 Mio. €) bei. Wesentlicher positiver Effekt im Jahr 2025 war der Ertrag aus dem günstigen Erwerb der Anfi-Gruppe (negativer Unterschiedsbetrag/Badwill) i.H.v. rd. 39,6 Mio. €; hinzu kam die Auflösung einer Rückstellung für Prozessrisiken der Anfi-Gruppe (rd. 4,6 Mio. €); gegenläufig wirkten der Aufwand aus dem Abgang von Anlagevermögen des Hotels Miguel Ángel in Madrid (rd. 11,8 Mio. €), die Zuführung zu Rückstellungen für Prozessrisiken der Anfi-Gruppe (rd. 7,0 Mio. €), Abfindungen im Zusammenhang mit dem Hotel Miguel Ángel (rd. 5,0 Mio. €), Aufwendungen im Zusammenhang mit der Veräußerung des deutschen Geschäfts (rd. 5,5 Mio. €) sowie die Rückzahlung von Covid-19-Hilfen (rd. 2,9 Mio. €).

437. Das Finanzergebnis veränderte sich von -22,1 Mio. € im Jahr 2024 auf 4,1 Mio. € im Jahr 2025. Die Verbesserung im Jahr 2025 gegenüber dem Vorjahr war im Wesentlichen auf das Entfallen der außerordentlichen Wertminderung des Jahres 2024 sowie ein positives Währungsergebnis zurückzuführen; das Zinsergebnis verschlechterte sich hingegen auf rd. -11,0 Mio. € (Vorjahr: rd. -3,3 Mio. €), das Ergebnis aus assoziierten Unternehmen lag bei rd. 3,7 Mio. € (Vorjahr: rd. 3,6 Mio. €). Weitere wesentliche Bestandteile des Finanzergebnisses waren das Währungsergebnis (2025: +11,3 Mio. € aus in USD aufgenommenen Finanzschulden; 2024: -5,3 Mio. €) sowie die außerordentliche Wertminderung im Beteiligungsergebnis des Jahres 2024 (-17,2 Mio. €). Das Finanzergebnis ist nicht bereinigt; außerordentliche Effekte und Einmaleffekte verbleiben darin und sind nicht im neutralen Ergebnis enthalten. Auf Pro-forma-Basis belief sich das Finanzergebnis auf 5,2 Mio. €.

438. Das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT) verbesserte sich von -8,3 Mio. € im Jahr 2024 auf 34,3 Mio. € im Jahr 2025. Die Ertragsteuern beliefen sich im Jahr 2025 auf 4,5 Mio. € (Vorjahr: 2,0 Mio. €) und umfassten im Wesentlichen laufende Ertragsteuern sowie latente Steuern. Auf Pro-forma-Basis belief sich das EBT auf 29,1 Mio. € und die Ertragsteuern auf 5,0 Mio. €.

439. Insgesamt ergab sich auf Basis der beschriebenen Erlöse, Aufwendungen und Erträge ein Ergebnis nach Steuern (EAT) von -10,3 Mio. € im Jahr 2024, das sich im Jahr 2025 auf

29,8 Mio. € verbesserte. Hiervon entfielen 30,3 Mio. € auf die Aktionäre der LS INVEST AG; die auf nicht beherrschende Anteile entfallenden Ergebnisanteile waren in beiden Jahren von untergeordneter Bedeutung. Auf Pro-forma-Basis belief sich das EAT auf 24,2 Mio. €, wovon 24,6 Mio. € auf die Aktionäre der LS INVEST AG entfielen.

c) Vermögens- und Finanzlage

440. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur des LSI-Konzerns zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2024 und 2025 nach IFRS dargestellt.

LSI Konzern-Bilanz nach IFRS	31.12.2024 in Mio. €	 *in %*	31.12.2025 in Mio. €	 *in %*
Immaterielle Vermögenswerte	3,5	*0,4*	4,3	*0,4*
Sachanlagevermögen	555,7	*61,9*	656,7	*57,5*
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	-	*-*	161,9	*14,2*
Anteile an assoziierten Unternehmen	12,0	*1,3*	15,6	*1,4*
Übrige Finanzanlagen	54,1	*6,0*	28,0	*2,5*
Sonstige finanzielle Forderungen	74,1	*8,2*	-	*-*
Latente Steueransprüche	11,3	*1,3*	16,3	*1,4*
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-	*-*	7,5	*0,7*
Langfristige Vermögenswerte	**710,7**	***79,1***	**890,3**	***77,9***
Vorräte	2,7	*0,3*	12,1	*1,1*
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,6	*2,8*	68,3	*6,0*
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	2,4	*0,3*	3,0	*0,3*
Sonstige Forderungen	68,0	*7,6*	55,0	*4,8*
Bankguthaben und Kassenbestände	88,2	*9,8*	111,9	*9,8*
Rechnungsabgrenzungsposten	0,4	*0,0*	2,3	*0,2*
Kurzfristige Vermögenswerte	**187,3**	***20,9***	**252,7**	***22,1***
AKTIVA	**898,0**	***100,0***	**1.142,9**	***100,0***
Gezeichnetes Kapital	128,3	*14,3*	128,3	*11,2*
Kapitalrücklage	173,8	*19,4*	173,8	*15,2*
Gewinnrücklagen	129,1	*14,4*	119,2	*10,4*
Übriges Konzernergebnis	33,4	*3,7*	-4,4	*-0,4*
Konzernergebnis	-9,9	*-1,1*	30,3	*2,6*
Anteil der Aktionäre der LS INVEST AG	454,7	*50,6*	447,2	*39,1*
Anteil anderer Gesellschafter	13,4	*1,5*	11,0	*1,0*
Eigenkapital	**468,0**	***52,1***	**458,2**	***40,1***
Finanzschulden (langfristig)	327,1	*36,4*	383,4	*33,5*
Sonstige Rückstellungen (langfristig)	0,8	*0,1*	1,9	*0,2*
Sonstige Verbindlichkeiten (langfristig)	0	*0,0*	11,5	*1,0*
Langfristiges Fremdkapital	**327,9**	***36,5***	**396,8**	***34,7***
Ertragsteuerverbindlichkeiten	25,4	*2,8*	23,7	*2,1*
Sonstige Rückstellungen (kurzfristig)	0	*0,0*	94,7	*8,3*
Finanzschulden (kurzfristig)	20,6	*2,3*	41,6	*3,6*
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	22,3	*2,5*	36,2	*3,2*
Vertragsverbindlichkeiten	5,9	*0,7*	6,8	*0,6*
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	22,8	*2,5*	54,2	*4,7*
Sonstige Verbindlichkeiten (kurzfristig)	5,1	*0,6*	30,7	*2,7*
Kurzfristiges Fremdkapital	**102,1**	***11,4***	**287,9**	***25,2***
PASSIVA	**898,0**	***100,0***	**1.142,9**	***100,0***

Quelle: LSI, Geschäftsberichte 2024 und 2025

Tabelle 13: IFRS-Bilanz des LSI-Konzerns der Geschäftsjahre 2024 und 2025

441. Die Bilanzsumme des LSI-Konzerns erhöhte sich zum 31. Dezember 2025 um 27,3 % auf 1.142,9 Mio. € (31. Dezember 2024: 898,0 Mio. €). Der Anstieg resultiert im Wesentlichen aus der erstmaligen Vollkonsolidierung der Anfi-Gruppe zum 1. Juni 2025. Die Vermögensstruktur ist weiterhin durch die langfristigen Vermögenswerte geprägt, die mit 890,3 Mio. € bzw. 77,9 % der Bilanzsumme (Vorjahr: 710,7 Mio. € bzw. 79,1 %) den überwiegenden Teil der Aktiva ausmachen.

442. Den größten Posten der langfristigen Vermögenswerte bildet das Sachanlagevermögen, das im Wesentlichen die im Eigentum des Konzerns stehenden Ferienhotels und Hotelanlagen in der Dominikanischen Republik, in Spanien und in Österreich umfasst. Es erhöhte sich auf 656,7 Mio. € bzw. 57,5 % der Bilanzsumme (Vorjahr: 555,7 Mio. € bzw. 61,9 %), im Wesentlichen infolge der Einbeziehung der Anfi-Gruppe.

443. Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien i.H.v. 161,9 Mio. € bzw. 14,2 % der Bilanzsumme werden erstmals zum 31. Dezember 2025 ausgewiesen. Sie betreffen die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien der Anfi-Gruppe (u.a. vermietete Ladenlokale). Ein wesentlicher Teil betrifft dabei das Entwicklungsprojekt Tauro Tal, was im Rahmen der Bewertung als Sonderwert berücksichtigt wird.

444. Die Anteile an assoziierten Unternehmen betreffen im Wesentlichen die Lopesan Hotel Management S.L. und beliefen sich auf 15,6 Mio. € (Vorjahr: 12,0 Mio. €). Die übrigen Finanzanlagen verringerten sich auf 28,0 Mio. € (Vorjahr: 54,1 Mio. €); die im Vorjahr mit 74,1 Mio. € ausgewiesenen sonstigen finanziellen Forderungen wurden zum 31. Dezember 2025 nicht mehr ausgewiesen. Die immateriellen Vermögenswerte (4,3 Mio. €) sowie die latenten Steueransprüche (16,3 Mio. €; Vorjahr: 11,3 Mio. €) sind von untergeordneter Bedeutung.

445. Die kurzfristigen Vermögenswerte stiegen auf 252,7 Mio. € bzw. 22,1 % der Bilanzsumme (Vorjahr: 187,3 Mio. € bzw. 20,9 %). Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich – ebenfalls infolge der Einbeziehung der Anfi-Gruppe – auf 68,3 Mio. € (Vorjahr: 25,6 Mio. €), die Vorräte stiegen auf 12,1 Mio. € (Vorjahr: 2,7 Mio. €). Die sonstigen Forderungen verringerten sich auf 55,0 Mio. € (Vorjahr: 68,0 Mio. €).

446. Die Bankguthaben und Kassenbestände erhöhten sich auf 111,9 Mio. € (Vorjahr: 88,2 Mio. €) und entsprachen zu beiden Stichtagen 9,8 % der Bilanzsumme.

447. Wesentlicher Bestandteil des Fremdkapitals sind die Finanzschulden, die ausschließlich aus Darlehen von Kreditinstituten – einschließlich in US-Dollar aufgenommener Darlehen – bestehen. Sie erhöhten sich insgesamt von 347,7 Mio. € auf 425,0 Mio. €; davon entfielen zum 31. Dezember 2025 383,4 Mio. € auf langfristige (Vorjahr: 327,1 Mio. €) und 41,6 Mio. € auf

kurzfristige Finanzschulden (Vorjahr: 20,6 Mio. €). Der Anstieg steht im Wesentlichen im Zusammenhang mit der erstmaligen Einbeziehung der Anfi-Gruppe.

448. Die sonstigen Rückstellungen erhöhten sich deutlich und betreffen mit 94,7 Mio. € zum 31. Dezember 2025 im Wesentlichen kurzfristige Rückstellungen für Prozessrisiken aus dem Time-Sharing-Geschäft, die überwiegend aus der Erstkonsolidierung der Anfi-Gruppe resultieren. Die langfristigen sonstigen Rückstellungen (im Wesentlichen Jubiläumsrückstellungen der spanischen Hotelgesellschaften) sind mit 1,9 Mio. € von untergeordneter Bedeutung.

449. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen betreffen überwiegend Lieferantenverbindlichkeiten aus dem laufenden Hotelbetrieb und stiegen auf 36,2 Mio. € (Vorjahr: 22,3 Mio. €). Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen – im Wesentlichen gegenüber Gesellschaften des Lopesan-Konzerns – erhöhten sich auf 54,2 Mio. € (Vorjahr: 22,8 Mio. €). Die Vertragsverbindlichkeiten (Kundenanzahlungen für gebuchte Reisen) blieben mit 6,8 Mio. € nahezu unverändert (Vorjahr: 5,9 Mio. €).

450. Insgesamt erhöhte sich das kurzfristige Fremdkapital auf 287,9 Mio. € bzw. 25,2 % der Bilanzsumme (Vorjahr: 102,1 Mio. € bzw. 11,4 %), maßgeblich getragen von den vorgenannten Rückstellungen für Prozessrisiken sowie den Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen.

2. Planungsprozess

451. Die von der Gesellschaft unter Anwendung des Rechnungslegungsstandard IFRS in den auf Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche erstellte Planung (im Folgenden auch: „Managementplanung“[175]), umfasst GuV- sowie Bilanz-Planungen. Die für die Dominikanische Republik in US-Dollar und für die anderen Geschäftsbereiche in Euro aufgestellten Einzelplanungen werden in eine konsolidierte Planung für den LSI-Konzern in Euro zusammengeführt.

452. Die reguläre Unternehmensplanung der LSI erfolgt im Rahmen eines jährlichen Budgetierungsprozesses, der auf das jeweils folgende Geschäftsjahr ausgerichtet ist. Die Budgetplanung wird dezentral nach einem Bottom-up-Ansatz erstellt und beginnt üblicherweise im August des Vorjahres. Sie wird in der Regel zwischen Dezember und Mitte Januar abgeschlossen. In die Budgetplanung sind die jeweils verantwortlichen Fachbereiche eingebunden. Der Vertrieb plant insbesondere die erwarteten Übernachtungszahlen, Auslastungsquoten, Verpflegungsarten und durchschnittlichen Zimmerraten (ADR). Die operativen Bereiche ermitteln den Personalbedarf sowie die erwarteten Material- und Betriebskosten einschließlich der Aufwendungen für Energie und Instandhaltung. Der Personalbereich liefert die Annahmen zu den Gehaltsstrukturen und deren erwarteter Entwicklung. Das Controlling koordiniert den Planungsprozess, plant die allgemeinen Kosten und führt die Einzelplanungen zusammen. Anschließend überprüft das Controlling die Planungen auf Unstimmigkeiten und Abweichungen gegenüber dem Vorjahr. Die Budgetentwürfe werden mit der Leitung des Tourismusbereichs abgestimmt und nach deren Freigabe dem Vorstand und dem Aufsichtsrat zur abschließenden Genehmigung vorgelegt.

453. Über die jährliche Budgetierung hinaus besteht bei der LSI kein formalisierter Prozess zur regelmäßigen Erstellung einer mehrjährigen Unternehmensplanung. Mehrjahresplanungen werden vielmehr anlassbezogen erstellt, beispielsweise im Zusammenhang mit größeren Investitions- und Finanzierungsvorhaben oder gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen. Für die vorliegende Unternehmensbewertung im Rahmen des geplanten Squeeze Out wurde das nach dem regulären Budgetierungsprozess erstellte und genehmigte Budget für das Geschäftsjahr 2026 im Oktober 2026 aktualisiert und unter Berücksichtigung der aktuellen Geschäftsentwicklung auf die Jahre 2027 bis 2030 erweitert.

454. Über die jährliche Budgetierung hinaus besteht bei der LSI kein fest etablierter Prozess zur regelmäßigen Erstellung einer mehrjährigen Unternehmensplanung. Mehrjahresplanungen werden vielmehr anlassbezogen erstellt, etwa im Zusammenhang mit größeren Investitions- und Finanzierungsvorhaben oder gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen. Dies betrifft

[175] Im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2026

beispielsweise die Planung des Caoba-Komplexes in der Dominikanischen Republik sowie die für den geplanten Squeeze Out erforderliche Unternehmensbewertung. Für die vorliegende Bewertung wurde das regulär erstellte und genehmigte Budget für das Geschäftsjahr 2026 im Oktober 2026 aktualisiert und unter Berücksichtigung der aktuellen Geschäftsentwicklung auf die Jahre 2027 bis 2030 erweitert. Die Mehrjahresplanung baut auf den Annahmen der jährlichen Budgetplanung auf und berücksichtigt die erwartete Markt- und Geschäftsentwicklung. Die Planung verbindet dabei Bottom-up- und Top-down-Elemente. Während die Umsatzerlöse anhand der erwarteten Auslastung, Übernachtungszahlen und durchschnittlichen Zimmerpreise sowie die wesentlichen direkten Betriebskosten detailliert geplant werden, erfolgt die Fortschreibung der allgemeinen Betriebs- und Verwaltungskosten teilweise anhand einheitlicher Kostensteigerungsannahmen. Dabei werden insbesondere branchenspezifische Inflationserwartungen, historische fixe und variable Kosten sowie erwartete Skaleneffekte berücksichtigt.

455. Die der Bewertung zugrunde liegende Mehrjahresplanung umfasst den Zeitraum vom 1. Januar 2026 bis zum 31. Dezember 2030 und wurde nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt. Sie wurde am 15. Oktober 2026 vom Vorstand der LSI verabschiedet und am 16. Oktober 2026 vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen. Die Planung bildet die Grundlage für die Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse im Rahmen der Unternehmensbewertung.

3. Planungstreue

456. Im Rahmen ihrer Analysen hat KPMG die Planungstreue der LSI für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 untersucht und hierzu die jährlichen Budgets der Hotelbetriebe den tatsächlich erzielten Umsatzerlösen sowie dem EBITDA gegenübergestellt. Im Ergebnis sah KPMG keine Anhaltspunkte, die gegen die Eignung der Planungsrechnung der LSI als Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts sprechen.

457. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir ebenfalls die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit analysiert. Für zurückliegende Zeiträume bestand keine konzernweit integrierte Mehrjahresplanung; die Planungstreue ließ sich daher nur anhand der vorliegenden Jahresbudgets der einzelnen Hotelbetriebe an den Standorten Kanarische Inseln, Dominikanische Republik und Österreich beurteilen. Zu diesem Zweck haben wir die jeweiligen Jahresbudgets den unbereinigten Ist-Ergebnissen[176] der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 gegenübergestellt. Konkret haben wir dabei die Umsatzerlöse und das EBITDA analysiert. Folgende Tabelle zeigt die Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025.

LSI	2023				2024			
Plan-Ist-Analyse Hotelbetrieb	Plan in Mio. €	Ist in Mio. €	Abw. absolut	Abw. in %	Plan in Mio. €	Ist in Mio. €	Abw. absolut	Abw. in %
Umsatzerlöse	**69,2**	**87,8**	**18,5**	***26,8***	**98,7**	**113,5**	**14,8**	***15,0***
EBITDA	**21,6**	**28,2**	**6,5**	***30,3***	**37,3**	**44,9**	**7,6**	***20,3***
EBITDA-Marge in %	*31,2*	*32,1*	*0,9*	*n. a.*	*37,8*	*39,6*	*1,7*	*n. a.*

LSI	2025			
Plan-Ist-Analyse Hotelbetrieb	Plan in Mio. €	Ist in Mio. €	Abw. absolut	Abw. in %
Umsatzerlöse	**123,6**	**120,0**	**-3,6**	***-2,9***
EBITDA	**50,4**	**47,3**	**-3,2**	***-6,3***
EBITDA-Marge in %	*40,8*	*39,4*	*-1,4*	*n. a.*

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Analysen

Tabelle 14: Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025 - Hotelbetrieb

458. Die Gegenüberstellung zeigt, dass die LSI die geplanten Umsatzerlöse im Hotelbetrieb in den Jahren 2023 und 2024 deutlich übertroffen hat und erst gegen Ende des Betrachtungszeitraums wieder weitgehend im Planrahmen lag. Im Jahr 2023 lagen die Ist-Umsatzerlöse mit 87,8 Mio. € um 18,5 Mio. € bzw. 26,8 % über dem Planwert von 69,2 Mio. €; im Jahr 2024 wurde der Planwert von 98,7 Mio. € mit 113,5 Mio. € um 14,8 Mio. € bzw. 15,0 % übertroffen. Im Jahr 2025 lagen die Umsatzerlöse mit 120,0 Mio. € hingegen nur noch um

[176] Vor Konsolidierung, daher ggf. Abweichung zu den in der Ertragslage dargestellten Jahreswerten „Hotel“.

3,6 Mio. € bzw. 2,9 % unter dem Planwert von 123,6 Mio. €. Die deutliche Planüberschreitung der Jahre 2023 und 2024 entfiel schwerpunktmäßig auf die dominikanischen Hotels, in denen die Erlöse infolge einer stärkeren Auslastung, angehobener Zimmerraten und zusätzlicher Einnahmen aus dem Veranstaltungsgeschäft über den Budgetansätzen lagen; maßgeblich hierfür waren überwiegend zum Planungszeitpunkt kaum kalkulierbare Nachholeffekte nach der Pandemie. Im Jahr 2025 blieben die Standorte in der Dominikanischen Republik und in Österreich wegen rückläufiger Übernachtungszahlen hinter dem Umsatzbudget zurück, während die kanarischen Hotels in sämtlichen Jahren nur minimal vom Budget abwichen (2023: +4,2 %, 2024: +2,8 %, 2025: +1,3 %).

459. Das EBITDA übertraf die Planwerte in den Jahren 2023 und 2024 überproportional. Im Jahr 2023 erzielte die LSI ein EBITDA von 28,2 Mio. €, das den Planwert von 21,6 Mio. € um 6,5 Mio. € bzw. 30,3 % überstieg; die EBITDA-Marge lag mit 32,1 % um 0,9 Prozentpunkte über Plan. Im Jahr 2024 übertraf das EBITDA mit 44,9 Mio. € den Planwert von 37,3 Mio. € um 7,6 Mio. € bzw. 20,3 %, womit die Marge mit 39,6 % um 1,7 Prozentpunkte über dem Planwert von 37,8 % lag. Hintergrund war, dass die höheren Umsätze aus gestiegener Auslastung und angehobenen Zimmerraten nur unterproportional mit zusätzlichen operativen Aufwendungen einhergingen; der Mehraufwand bei Material und Personal folgte unmittelbar der jeweiligen Auslastung, weshalb 2023 und 2024 vor allem der Aufbau zusätzlicher Stellen und der flexible Einsatz von Leihpersonal notwendig wurden. Weitere Abweichungen ergaben sich aus ungeplanten Instandhaltungs- und Werbeaufwendungen sowie gestiegenen Energiekosten. Im Jahr 2025 lag das EBITDA mit 47,3 Mio. € um 3,2 Mio. € bzw. 6,3 % unter dem Planwert von 50,4 Mio. €; der umsatzseitige Rückgang konnte nicht vollständig durch Kosteneinsparungen kompensiert werden, sodass die EBITDA-Marge mit 39,4 % um 1,4 Prozentpunkte unter dem Planwert von 40,8 % lag.

460. Zwischen den einzelnen Standorten bestanden erkennbare Unterschiede. Das kanarische Geschäft traf seine Budgets zuverlässig, wohingegen die Betriebe in der Dominikanischen Republik und in Österreich größeren, gleichwohl nachvollziehbaren Schwankungen unterlagen. In der Dominikanischen Republik war die Planung vor allem 2023 und 2024 mit erhöhter Unsicherheit behaftet, weil sich weder das Tempo der Erholung nach der Covid-19-Pandemie noch die Baukosten des neu eröffneten Caoba-Komplexes verlässlich abschätzen ließen. Das Österreich-Geschäft hängt überdies stark von den winterlichen Schneeverhältnissen ab, die sich zuletzt immer schwerer vorhersehen ließen, was die Budgetierung dort zusätzlich erschwert.

461. Auf Basis unserer Analysen zur Planungstreue für den Bereich Hotelbetrieb zeigt sich, dass die Gesellschaft ihre Planwerte im Hotelbetrieb in den Jahren 2023 und 2024 sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig übertroffen und im Jahr 2025 nur geringfügig unterschritten hat. Eine systematische Verzerrung der Budgetplanung haben wir dabei nicht festgestellt. Vor dem

Hintergrund unserer Analysen zur Planungstreue des umsatz- und ergebnisseitig bedeutendsten Bereichs Hotelbetrieb erachten wir die Managementplanung als geeignete Grundlage zur Ermittlung des Ertragswerts der LSI. Dies steht im Einklang mit den Feststellungen von KPMG, aus denen sich ebenfalls keine Anhaltspunkte gegen die Eignung der Planungsrechnung der LSI als Bewertungsgrundlage ergeben haben.

4. Analyse der Detailplanung und der ewigen Rente

a) Vorbemerkung

462. Das Bewertungsobjekt umfasst die LSI sowie alle weiteren (mittelbaren) Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Der Unternehmenswert setzt sich grundsätzlich aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens sowie aus dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. der Sonderwerte zusammen. Im vorliegenden Fall wurden Sonderwerte identifiziert (vgl. hierzu Abschnitt D.IV.8).

463. Grundlage der Bewertung ist die Zukunftserfolgsplanung. Diese basiert auf der von der Gesellschaft erstellten Managementplanung der LSI und umfasst die Geschäftsjahre 2026 bis 2030. KPMG hat die geplanten operativen Ergebnisse bis zum EBIT unverändert übernommen und diese zusammen mit der Planung der Investitionen und der Veränderung des Nettoumlaufvermögens in eine vollständig integrierte Planungsrechnung mit aufeinander abgestimmten Gewinn- und Verlustrechnungen, Bilanzen und Finanzrechnungen überführt („Zukunftserfolgsplanung“).

464. Im Rahmen der Überleitung wurden die Bilanz zum 31. Dezember 2025 sowie die Planbilanzen an zwischenzeitlich gewonnene Erkenntnisse angepasst. Dies betrifft insbesondere die Verpflichtungen der Anfi-Gruppe aus Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit der Insolvenz einzelner Gesellschaften. Aufgrund neuer Gerichtsentscheidungen wurden die hierfür angesetzten Rückstellungen und Verbindlichkeiten von der Bewertungsgutachterin bereits in der Ausgangsbilanz zum 31. Dezember 2025 angepasst. Die daraus resultierenden positiven Wertwirkungen wurden durch einen entsprechend geringeren Verbrauch bzw. geringere Zahlungen im Planungszeitraum berücksichtigt. Ein zusätzlicher Ertrag aus der Auflösung von Rückstellungen oder dem Erlass von Verbindlichkeiten wurde für diesen Sachverhalt im Jahr 2026 daher nicht angesetzt. Darüber hinaus wurde die Ausgangsbilanz um diejenigen Vermögenswerte bereinigt, die im Rahmen dieser Bewertung gesondert als Sonderwerte berücksichtigt werden. Hierdurch wird sichergestellt, dass diese Vermögenswerte nicht sowohl im operativen Ertragswert als auch bei den Sonderwerten in die Bewertung eingehen.

465. Das Zinsergebnis und die Ertragsteuern wurden von KPMG auf Grundlage der integrierten Planungsrechnung eigenständig abgeleitet. Die Steuerplanung berücksichtigt die steuerlichen Bemessungsgrundlagen unter Einbeziehung bestehender steuerlicher Verlustvorträge sowie die jeweils geltenden Steuersätze. Beteiligungserträge aus der Lopesan Hotel Management (LHM) wurden nicht in der Zukunftserfolgsplanung berücksichtigt, da die Beteiligung gesondert als Sonderwert bewertet wurde. Für die Ermittlung der den Anteilseignern der LSI zuzurechnenden finanziellen Überschüsse wurde zudem das auf Minderheitsgesellschafter entfallende Ergebnis abgezogen.

Wechselkursprognose

466. Die Planung der Geschäftstätigkeit des LSI-Konzerns in der Dominikanischen Republik erfolgt in US-Dollar. Für die Einbeziehung in die auf Euro lautende Konzernplanung werden die in US-Dollar geplanten Größen in Euro umgerechnet.

467. Der Umrechnung liegt für den gesamten Planungszeitraum von 2026 bis 2030 ein konstanter Wechselkurs von 0,87477 Euro je US-Dollar zugrunde. Dies entspricht rund 1,1432 USD/€.

468. Wir haben den in der Managementplanung verwendeten USD/€-Wechselkurs von 1,14 USD/€ nachvollzogen und ihn mit dem zum 29. Oktober 2026 vorliegenden Spotkurs abgeglichen. Danach liegt ein zum 29. Oktober 2026 herangezogener Spotkurs für USD/€ bei rd. 1,12. Der gegenüber der Planungsrechnung zugrunde gelegte Wechselkurs hat sich damit nur geringfügig verändert. Die Abweichung ist insgesamt als unwesentlich einzustufen.

469. In der Unternehmensbewertung ist es gängige Praxis (Teil-)Planungen, die in einer Fremdwährung geplant werden, im Rahmen der sog. indirekten Methode, anhand prognostizierter Wechselkurse in Euro umzuwandeln. Zur Ableitung dieser Wechselkursprognosen kann dabei auf mehrere Methoden zurückgegriffen werden. Eine etablierte Methode ist die Prognose der Planwechselkurse auf Grundlage von Terminkursen bzw. Forwardwechselkursen. Vor diesem Hintergrund haben wir zu Plausibilisierungszwecken die Forwardwechselkurse für USD/€ zum 29. Oktober 2026 abgefragt. Diese stellen sich für den Zeitraum 2026 bis 2030 wie folgt dar.

Forwardwechselkurse	2026	2027	2028	2029	2030
USD / €	1,12	1,14	1,15	1,17	1,19

Quelle: Bloomberg

Tabelle 15: Forwardwechselkurse: USD/€

470. Die Forwardwechselkurse liegen in den Jahren 2026 und 2027 im Bereich bzw. leicht unterhalb des der Planung zugrunde liegenden Kurses von 1,1432 USD/€, ab 2028 darüber. Dementsprechend ergäben sich für die in US-Dollar geplanten Größen c.p. in den ersten Planjahren geringfügig höhere, ab 2028 und insbesondere im Jahr 2030 niedrigere Euro-Beträge. Da der Fortführungswert, auf den bei Unternehmensbewertungen regelmäßig der überwiegende Teil des Unternehmenswerts entfällt, auf dem Planjahr 2030 aufsetzt, würde eine Umrechnung der Planungsrechnung anhand von Forwardwechselkursen statt dem Kurs von 1,1432 USD/€ insgesamt c.p. tendenziell zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen.

b) Synergien

Beurteilungsmaßstab

471. Für die Beurteilung der angemessenen Berücksichtigung von Synergien haben wir die Grundsätze des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung 2026 (IDW S 1 i.d.F. 2026) zugrunde gelegt. Maßgeblich ist bei der Bemessung einer Barabfindung nach § 327b AktG das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts.

472. Der wirtschaftliche Verbund zwischen der LTU-Gruppe und der Gesellschaft besteht seit Jahrzehnten. Die LTU-Gruppe hält seit der Übernahme im Jahr 1999 die Mehrheit an der LSI und hat ihren Anteil seitdem sukzessive ausgebaut, zuletzt auf 95,2 % des Grundkapitals nach Abzug der eigenen Aktien (vgl. Abschnitt D.III.5.b, Abschnitt A.I.)). Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre begründet den Verbund nicht, sondern beendet lediglich die Beteiligung der Minderheit an einer Gesellschaft, die dem Verbund seit langem angehört.

473. Ist zum Bewertungsstichtag ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht, sind die aus diesem Verbund zu erwartenden Zukunftserfolge im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung und ihrer Plausibilitätsbeurteilung zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 81). Zusätzliche Synergien aus einer Intensivierung des Verbunds sind nach Tz. 82 zu berücksichtigen, soweit die Maßnahme aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber zu erwarten ist und die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge plausibel sind. Nach Tz. 83 ist nicht darauf abzustellen, wo im Verbund die Synergien anfallen. Sie sind angemessen aufzuteilen. Legt der Wirtschaftsprüfer aufgrund der rechtlichen Rahmenbedingungen des Bewertungsanlasses abweichende Annahmen zugrunde, hat er diese anzugeben und zu begründen (Tz. 84).

474. Für die Beurteilung sind daher zwei Gruppen zu unterscheiden: die Verbundwirkungen aus dem bestehenden Verbund und die Einsparungen, die erst durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entstehen.

Behandlung der Synergien durch die Bewertungsgutachterin

475. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass die operativen Synergien aus der langjährigen Konzerneinbindung bereits realisiert und in der Planungsrechnung berücksichtigt sind. Dazu zählt sie insbesondere die Hotelmanagementdienstleistungen, zentrale Dienstleistungen an einzelnen Hotelstandorten und die Steuerung der Gästeströme an einzelnen Standorten.

476. Als zusätzliche Synergien aus dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre hat sie entfallende Kosten für die Hauptversammlung, den Konzernabschluss, den Geschäftsbericht, den Abhängigkeitsbericht und die Prüfung sowie geringere Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten und Rechtsberatung identifiziert. Sie teilt sie hälftig zwischen der LTU und der LSI auf. Der auf die LSI entfallende Anteil liegt nach ihrer Einschätzung unter 0,5 Mio. € jährlich.

477. Diese Synergien setzt die Bewertungsgutachterin bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nicht an. Sie stützt sich dabei auf die Rechtsprechung zu Abfindungsfällen, nach der Vorteile außer Betracht bleiben, die erst durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erzielt werden können. Die Abweichung von den Grundsätzen des IDW S 1 i.d.F. 2026 legt sie unter Verweis auf Tz. 4 und Tz. 84 offen. Den Wertbeitrag dieser Synergien beziffert sie auf unter 1 % des Unternehmenswerts der LSI.

Prüfungshandlungen

478. Wir haben die Ausarbeitung der Gesellschaft zu den bestehenden und potenziellen Synergien mit Stand vom 13. Oktober 2026 ausgewertet, die auf die Informationsanforderung der Bewertungsgutachterin erstellt wurde, einschließlich der Angaben zu den Einsparungen.

479. Wir haben die genannten Verbundleistungen und Einsparungen mit den Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2024 und 2025 abgeglichen, insbesondere mit den Kostenumlagen verbundener Unternehmen sowie den Aufwendungen für die Hauptversammlung, die Prüfung und die Rechtsberatung.

480. Wir haben das Arbeitspapier der Bewertungsgutachterin zu den Synergien inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und den Barwert der Einsparungen eigenständig nachgerechnet.

Verbundwirkungen aus dem bestehenden Verbund

481. Die Gesellschaft benennt folgende Verbundwirkungen, die bereits heute wirksam sind:

- Hotelmanagement: Die LSI ist mit 24,01 % an der Lopesan Hotel Management S.L. (LHM) beteiligt und partizipiert über diese Beteiligung an den Erlösen aus den Managementleistungen für das Hotelportfolio der Gruppe. Die Beteiligung ist als Sonderwert erfasst.

- Zentrale Dienstleistungen am Standort Meloneras: Das Hotel Faro bezieht Reinigung, Catering, Veranstaltungsflächen und Wäschereileistungen über die Gruppe zu den Konditionen einer großen Hotelkette.

- Überbuchungen: Gäste aus Überbuchungen anderer Häuser der Gruppe im Gebiet Meloneras werden an das Hotel Faro weitergeleitet.

- Verwaltungsleistungen: Die Tochtergesellschaften auf den Kanarischen Inseln beziehen auf Grundlage eines Rahmenvertrags Leistungen in Verwaltung, Recht, IT, Arbeitsrecht und Steuern. Die Vergütung erfolgt auf Kostenbasis zuzüglich einer Marge, die auf einem geprüften Verrechnungspreisbericht beruht.

482. Diese Verbundwirkungen sind wegen der langjährigen Konzerneinbindung bereits in den Ist-Zahlen enthalten, auf denen die Planungsrechnung aufbaut. Das gilt für die bezogenen Leistungen ebenso wie für ihre Vergütung. So sind die Kostenumlagen verbundener Unternehmen, im Wesentlichen der LHM, von 6,7 Mio. € im Jahr 2024 auf 7,8 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen und in den Verwaltungskosten erfasst. Eine gesonderte Berücksichtigung als Synergie würde zu einer Doppelerfassung führen.

483. Die Leistungsbeziehungen beruhen auf bestehenden Verträgen zu Konditionen, die sich an einem geprüften Verrechnungspreisbericht orientieren. Die Gesellschaft hat erklärt, diese Verträge fortzuführen. Für die Fortführung sind nach ihren Angaben keine zusätzlichen Investitionen oder Implementierungskosten erforderlich. Wir haben keine Anhaltspunkte, die gegen den Fortbestand sprechen.

484. Zusätzliche operative Synergien aus dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre erwartet die Gesellschaft nicht. Die Vorteile aus der einheitlichen Preis- und Markenpolitik der Gruppe fallen nach ihren Angaben bereits vor dem Ausschluss an. Die nach dem Ausschluss erweiterte Flexibilität bei Strukturmaßnahmen ist nicht mit konkreten Maßnahmen unterlegt. Ein Wertbeitrag lässt sich daraus nach Tz. 82 nicht ableiten.

485. Zusammenfassend stellen wir fest, dass die Verbundwirkungen aus dem bestehenden Verbund in der Planungsrechnung abgebildet sind.

Einsparungen durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

486. Nach dem Ausschluss kann die Gesellschaft als Einpersonengesellschaft Vollversammlungen nach § 121 Abs. 6 AktG abhalten. Die Kosten einer Publikumshauptversammlung und die von Minderheitsaktionären veranlassten Verfahren und Beratungsleistungen entfallen weitgehend. Die Kosten des Aufsichtsrats und der Jahresabschlussprüfung bleiben bestehen, weil die Gesellschaft als Aktiengesellschaft fortbesteht.

487. Diese Einsparungen sind keine Wirkung des bestehenden Verbunds. Sie entstehen erst durch die Strukturmaßnahme selbst, und zwar gerade dadurch, dass die Minderheitsaktionäre

ausscheiden. Die entfallenden Kosten sind Kosten der Publikumsgesellschaft. Die Barabfindung entschädigt die Minderheitsaktionäre für den Wert ihrer Beteiligung ohne die Strukturmaßnahme. Vorteile, die erst durch ihr Ausscheiden entstehen, sind nicht Teil dessen, was sie aufgeben. Die Abweichung der Bewertungsgutachterin von Tz. 82 und Tz. 83 entspricht damit der Rechtsprechung zu Abfindungsfällen, nach der Vorteile außer Betracht bleiben, die erst durch die Strukturmaßnahme entstehen. Sie ist nach Tz. 84 offengelegt und begründet. Wir halten sie für sachgerecht.

488. Die Schätzung der Einsparungen und ihre hälftige Aufteilung haben wir gleichwohl nachvollzogen. Die Einsparungen lassen sich nur gemeinsam realisieren. Für eine von der hälftigen Aufteilung abweichende Verteilung sehen wir keine Anhaltspunkte. Die Einsparungen bei der Hauptversammlung und der Berichterstattung fallen nachhaltig an, solange die Gesellschaft fortbesteht. Die Einsparungen bei den Verfahrens- und Beratungskosten dürften im Zeitablauf geringer ausfallen.

Zusammenfassendes Ergebnis

489. Der wirtschaftliche Verbund zwischen der LTU-Gruppe und der Gesellschaft ist seit Jahrzehnten verwirklicht. Die aus ihm zu erwartenden Zukunftserfolge sind in den Ist-Zahlen und in der Planungsrechnung enthalten. Die Einsparungen, die erst durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entstehen, hat die Bewertungsgutachterin zutreffend außer Ansatz gelassen und dies nach Tz. 84 des IDW S 1 i.d.F. 2026 offengelegt.

c) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der Detailplanungsphase

490. Zur Beurteilung der Planung der LSI haben wir auf der Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der LSI sowie der Bewertungsgutachterin KPMG Plausibilisierungsgespräche geführt.

aa) LSI-Konzern

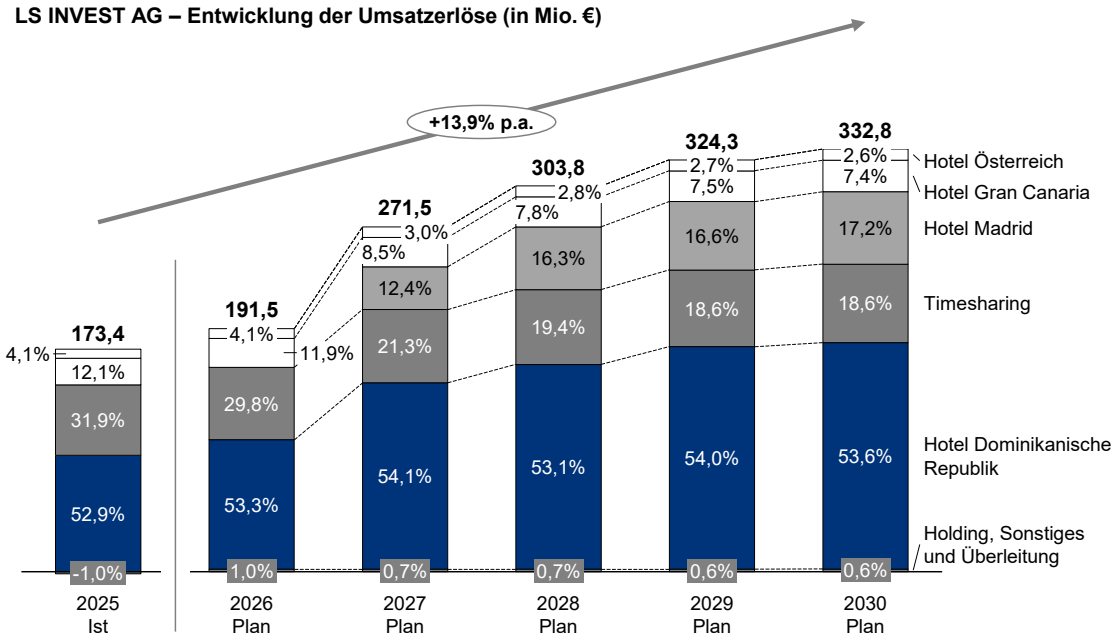
491. Die nachfolgende Übersicht zeigt die der Bewertung zugrunde gelegte konsolidierte Planungsrechnung des LSI-Konzerns für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBIT nach IFRS in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025.

LSI-Konzern Planungsrechnung	IST (Pro Forma) 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2025-30 %
Umsatzerlöse	**173,4**	**191,5**	**271,5**	**303,9**	**324,4**	**332,8**	***13,9%***
Umsatzwachstum		*10,5%*	*41,8%*	*12,0%*	*6,8%*	*2,6%*	
Sonstige betriebliche Erträge	6,1	8,5	9,4	9,5	9,6	9,6	*9,5%*
Summe betriebliche Erträge	**179,4**	**200,0**	**280,8**	**313,4**	**334,0**	**342,4**	***13,8%***
Materialaufwand	-38,5	-42,5	-57,8	-62,5	-67,6	-69,4	*12,5%*
Personalaufwand	-52,7	-60,0	-72,0	-79,4	-83,9	-87,2	*10,6%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-56,4	-56,2	-75,9	-81,5	-86,0	-88,0	*9,3%*
EBITDA	**31,7**	**41,4**	**75,1**	**89,9**	**96,4**	**97,8**	***25,3%***
Abschreibungen	-31,5	-40,0	-43,7	-43,7	-43,7	-43,7	*6,8%*
EBIT	**0,2**	**1,4**	**31,4**	**46,2**	**52,7**	**54,1**	***>100,0%***
in % der Umsatzerlöse							
Materialaufwand	*-22,2%*	*-22,2%*	*-21,3%*	*-20,6%*	*-20,8%*	*-20,9%*	
Personalaufwand	*-30,4%*	*-31,3%*	*-26,5%*	*-26,1%*	*-25,9%*	*-26,2%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*-32,6%*	*-29,3%*	*-28,0%*	*-26,8%*	*-26,5%*	*-26,4%*	
EBITDA-Marge	*18,3%*	*21,6%*	*27,7%*	*29,6%*	*29,7%*	*29,4%*	
EBIT-Marge	*0,1%*	*0,7%*	*11,6%*	*15,2%*	*16,2%*	*16,3%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 16: Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns im Zeitraum von 2026 bis 2030

492. Die geplanten Umsatzerlöse setzen sich im Planungszeitraum wie folgt zusammen:



Quelle: LSI

Abbildung 15: Entwicklung der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum

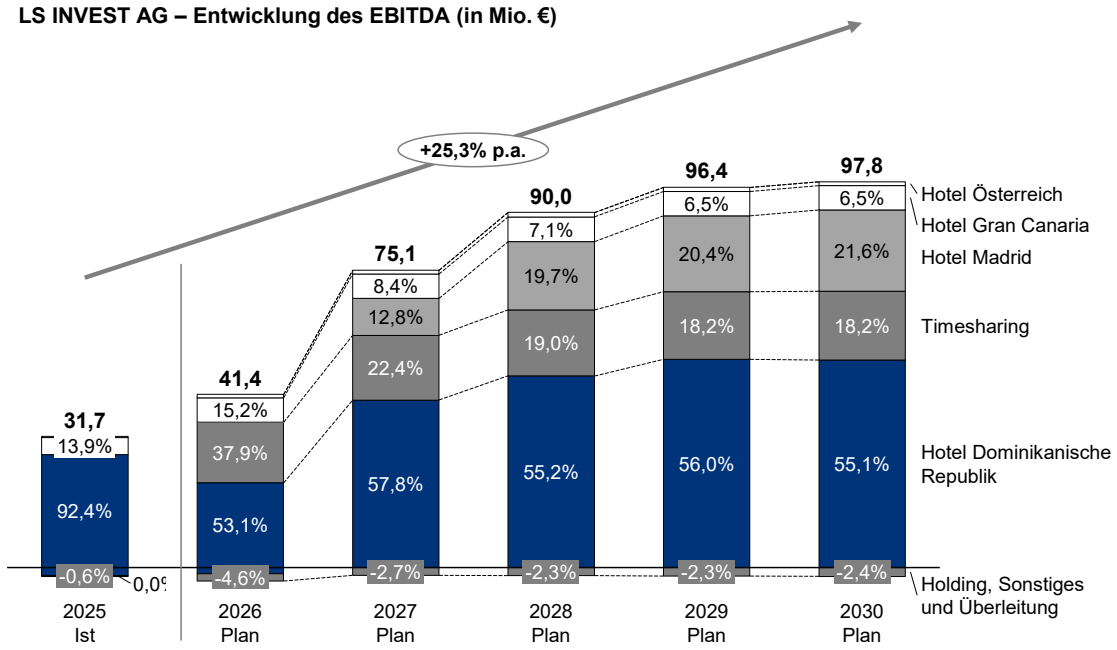
493. Das geplante Umsatzwachstum wird im Wesentlichen durch den Ausbau des Hotelbetriebs in der Dominikanischen Republik und die Wiedereröffnung des Hotels in Madrid getragen. In der Dominikanischen Republik wird die Zimmerkapazität durch den neu errichteten Caoba-Komplex nahezu verdoppelt. Die Planung sieht einen schrittweisen Anstieg der Auslastung und der durchschnittlichen Zimmerpreise vor, wobei ab 2029 ein weitgehend stabilisiertes Auslastungsniveau erwartet wird. Einen weiteren wesentlichen Wachstumsbeitrag soll das Hotel Miguel Ángel in Madrid leisten, das nach seiner umfassenden Renovierung im Jahr 2027 wiedereröffnet und als erstes Stadt- und Ultra-Luxushotel der Gruppe positioniert werden soll.

494. Im Timesharing-Geschäft der Anfi-Gruppe soll durch den Verkauf neuer Nutzungsrechte, zusätzliche Verkäufe und Upgrades an Bestandsmitglieder sowie die Gewinnung neuer Mitglieder aus dem Kreis der Einmalurlauber ein moderates Umsatzwachstum erzielt werden. Die verstärkte kurzfristige Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen trägt zudem zum Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge bei. Für die bestehenden Hotelbetriebe auf Gran Canaria und in Österreich werden moderate Umsatzsteigerungen erwartet, die im Wesentlichen auf höheren Zimmerpreisen und teilweise verbesserten Auslastungen beruhen. Zusätzliche Zimmerkapazitäten sind in diesen Regionen nicht vorgesehen.

495. Die Entwicklung der operativen Aufwendungen wird maßgeblich durch die Inbetriebnahme des Caoba-Komplexes und die Wiedereröffnung des Hotels in Madrid bestimmt. Insbesondere der Personalaufwand steigt aufgrund des hierfür erforderlichen Personalaufbaus deutlich an. Daneben werden in den einzelnen Hotelbetrieben jährliche Lohn- und Gehaltssteigerungen von grundsätzlich rd. 3,5 % berücksichtigt. Im Timesharing-Geschäft ist ein Personalabbau vorgesehen, dessen Einsparungen ab 2027 wirksam werden sollen. Diese werden im weiteren Planungsverlauf weitgehend durch steigende Lohnkosten ausgeglichen.

496. Auch die Materialaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen insbesondere aufgrund der zusätzlichen Hotelkapazitäten. Für die bestehenden Betriebe werden im Wesentlichen an der erwarteten Inflation und der jeweiligen Kostenstruktur ausgerichtete Steigerungsraten unterstellt. In der Dominikanischen Republik ergeben sich darüber hinaus zusätzliche steuerliche Belastungen aus der Anpassung des Advance Pricing Agreement (APA). Im Timesharing-Geschäft wird nach dem Wegfall wesentlicher Sondereffekte aus Rechtsstreitigkeiten und Vertragsrückabwicklungen eine Normalisierung der Aufwandsstruktur erwartet.

497. Das EBITDA setzt sich im Planungszeitraum wie folgt zusammen:



Quelle: LSI

Abbildung 16: Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum

498. Das EBITDA erhöht sich im Planungszeitraum mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 25,3 % p.a. deutlich. Ab dem Jahr 2027 wird mit dem zunehmenden Umsatzbeitrag der beiden Hotelprojekte (Caoba-Komplex und Hotel Madrid) ein deutlicher Ergebnisanstieg geplant. Gegen Ende des Planungszeitraums schwächt sich das Ergebniswachstum ab, da insbesondere die Personalkosten weiter steigen, während die Möglichkeiten zur Durchsetzung zusätzlicher Zimmerpreiserhöhungen in den bestehenden Hotels zunehmend begrenzt sind.

499. Die Abschreibungen steigen infolge der umfangreichen Investitionen in den Caoba-Komplex und das Hotel in Madrid von 31,5 Mio. € im Jahr 2025 auf 43,7 Mio. € und verbleiben ab 2027 auf einem weitgehend konstanten Niveau. Zusammen mit den Ergebnisbelastungen aus der Anlaufphase des Caoba-Komplexes führt dies im ersten Planjahr 2026 zu einem **EBIT** von 1,4 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 0,7 % entspricht. Mit dem geplanten Umsatz- und Ergebnishochlauf der beiden Hotelprojekte verbessert sich das EBIT in den Folgejahren deutlich und erreicht im Jahr 2030 einen Wert von 54,1 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von 16,3 %.

bb) Hotelbetrieb Dominikanische Republik

500. Die Planungsrechnung des Hotelbetriebs in der Dominikanischen Republik wurde in US-Dollar erstellt, da die Umsatzerlöse überwiegend in dieser Währung erzielt werden und auch wesentliche Teile der betrieblichen Aufwendungen auf US-Dollar lauten. Für die Überführung in die Konzernplanung wurde über den gesamten Planungszeitraum ein konstanter Wechselkurs von 1,14 USD/€ zugrunde gelegt.

501. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung des Hotelbetriebs Dominikanische Republik für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2024 und 2025:

Hotelbetrieb Dominikanische Republik	IST (Pro Forma) 2024 Mio. €	2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	2027 Mio. €	2028 Mio. €	2029 Mio. €	2030 Mio. €	CAGR 2025-30 %
Umsatzerlöse	**87,6**	**91,5**	**102,0**	**146,8**	**161,2**	**175,2**	**178,3**	***14,3%***
Umsatzwachstum	*n/a*	*4,5%*	*11,4%*	*44,0%*	*9,8%*	*8,7%*	*1,8%*	
Materialaufwand	-27,9	-29,0	-34,8	-47,4	-51,1	-55,7	-57,2	*14,5%*
Personalaufwand	-11,9	-12,6	-20,4	-22,2	-23,9	-25,7	-26,6	*16,1%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-20,7	-20,6	-24,8	-33,8	-36,4	-39,7	-40,8	*14,6%*
EBITDA	**27,2**	**29,3**	**22,0**	**43,4**	**49,7**	**54,0**	**53,8**	***12,9%***
in % der Umsatzerlöse								
Materialaufwand	*-31,8%*	*-31,7%*	*-34,1%*	*-32,3%*	*-31,7%*	*-31,8%*	*-32,1%*	
Personalaufwand	*-13,6%*	*-13,8%*	*-20,0%*	*-15,1%*	*-14,8%*	*-14,7%*	*-14,9%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*-23,6%*	*-22,5%*	*-24,3%*	*-23,0%*	*-22,6%*	*-22,7%*	*-22,9%*	
EBITDA-Marge	*31,0%*	*32,0%*	*21,6%*	*29,6%*	*30,9%*	*30,8%*	*30,2%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 17: Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Dominikanische Republik im Zeitraum von 2026 bis 2030

502. Die **Umsatzerlöse** erhöhen sich im Planungszeitraum von 91,5 Mio. € im Jahr 2025 auf 178,3 Mio. € im Jahr 2030. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR 2025–2030) von 14,3 %. Die Umsatzerlöse werden durch den Hotelbetrieb in der Dominikanischen Republik beigetragen, der den an der Playa Bávaro in Punta Cana gelegenen Resort-Komplex mit insgesamt 2.077 Zimmern umfasst. Dieser besteht aus dem im Jahr 2019 eröffneten Lopesan Costa Bávaro Resort, Spa & Casino mit 1.042 Zimmern sowie dem im Jahr 2026 eröffneten Caoba-Komplex mit 1.035 Zimmern. Sie sind über eine gemeinsam genutzte Infrastruktur, den sogenannten Boulevard, miteinander verbunden, der insbesondere Restaurants, Bars, Freizeiteinrichtungen und vermietete Gewerbeflächen

umfasst. Beide Anlagen werden nach dem All-Inclusive-Konzept betrieben und durch die Lopesan Hotel Management („LHM“) einheitlich geführt.

503. Costa Bávaro Resort, Spa & Casino befindet sich in erster Strandlinie mit unmittelbarem Strandzugang. Der Caoba-Komplex befindet sich in zweiter Strandlinie ohne unmittelbaren Strandzugang. Wesentliche geplante Ausstattungsmerkmale sind u.a. die Poollandschaft sowie ein Convention Center zur Erschließung des Veranstaltungs- und Gruppengeschäfts. Beide Hotels enthalten sowohl Erwachsenen- als auch Familienbereiche. Die Umsatzerlöse werden ausschließlich mit internationalen Gästen erzielt. Dabei stellen die USA und Kanada die bedeutendsten Quellmärkte dar. Weitere Gäste stammen u.a. aus Südamerika und Frankreich.

504. Der Vertrieb erfolgt insbesondere über Reiseveranstalter, wobei Online-Reiseportale („OTAs“) im nordamerikanischen Markt, sowie der Direktvertrieb über die Lopesan-Marke zunehmend an Bedeutung gewinnen. Die Verlagerung zu OTAs geht mit einer höheren Preistransparenz und teilweise erheblichen Vermittlungsprovisionen einher. Angesichts der erweiterten Zimmerkapazitäten soll das Geschäft mit Reiseveranstaltern, Agenturen und Gruppenveranstaltern wieder verstärkt werden, um eine hinreichende Auslastung beider Anlagen sicherzustellen. Der Hotelbetrieb in der Dominikanischen Republik wird von saisonalen Effekten beeinflusst. Während in der Hauptsaison von Dezember bis April regelmäßig eine nahezu vollständige Auslastung erreicht wird, ist die Nachfrage während der Hurrikansaison im Herbst deutlich geringer. Auskunftsgemäß ist der Betrieb in diesen Monaten teilweise kaum kostendeckend. Eine hohe Bedeutung kommt im Caoba-Komplex dem geplanten Convention Center zu, durch das außerhalb der Hauptsaison zusätzliche Nachfrage generiert werden soll.

505. Die **Umsatzerlöse** entfallen überwiegend auf Beherbergungsleistungen. Daneben werden in geringerem Umfang sonstige Umsatzerlöse erzielt, insbesondere aus der Vermietung von Gewerbeflächen sowie der Erbringung von Zusatzleistungen. Die Umsatzplanung für das Hotel Costa Bávaro Resort, Spa & Casino unterstellt im Planjahr 2026 einen durchschnittlichen Zimmerpreis (ADR) von über 300 € und eine Auslastung von rd. 70,0 %. Im Planungszeitraum wird eine moderate Erhöhung des ADR von rd. 1,0 % p.a. als auch eine Verbesserung der Auslastungsquote von rd. einem Prozentpunkt jährlich unterstellt. Die Umsatzplanung für den Caoba-Komplex sieht eine schrittweise Steigerung der durchschnittlichen Zimmerrate und der Auslastung über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren vor. Das Geschäftsjahr 2027 stellt planmäßig das erste vollständige Betriebsjahr mit dem gesamten Zimmerbestand dar. Für 2029 wird erstmals ein weitgehend stabilisiertes Auslastungsniveau erwartet. Das Management betrachtet das für 2030 geplante Umsatz- und Auslastungsniveau als nachhaltig. Nach Angaben des Managements werden im Jahr 2026 Umsatzverlagerungen zwischen den beiden Hotels erwartet. Bis zum letzten Planjahr nähern sich die ADR und die Auslastung des

Caoba-Komplexes den für das Costa Bávaro Resort, Spa & Casino geplanten Werten an, bleiben jedoch darunter. Dies ist insbesondere auf die Lage des Caoba-Komplexes ohne unmittelbaren Strandzugang, die höhere Preissensitivität von Familien sowie den höheren Anteil an Buchungen im Gruppen- und Veranstaltungsgeschäft zurückzuführen.

506. Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen den Wareneinsatz für Speisen und Getränke sowie Verbrauchsmaterialien für den laufenden Hotelbetrieb. Aufgrund des All-Inclusive-Konzepts kommt dabei dem Einkauf von Lebensmitteln und Getränken eine besondere Bedeutung zu. Der Materialaufwand erhöht sich im Planungszeitraum von 29,0 Mio. € in 2025 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,5 % p.a. auf 57,2 Mio. €. Die Entwicklung steht im Zusammenhang mit dem Caoba-Komplex und der schrittweisen Erhöhung der Gästezahl. In Costa Bávaro Resort, Spa & Casino wird für direkte Betriebskosten eine jährliche Steigerung von 2,5 % unterstellt, im Caoba-Komplex nach dem Hochlauf von 1,5 %. Nach einem Anstieg der Materialaufwandsquote auf 34,1 % in 2026 bewegt sie sich im darauffolgenden Planungszeitraum um etwa 32,0 %.

507. Der **Personalaufwand** erhöht sich im Planungszeitraum von 12,6 Mio. € in 2025 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 16,1 % p.a. auf 26,6 Mio. € in 2030. Für beide Hotels wird grundsätzlich eine einheitliche jährliche Lohnkostensteigerung von 3,5 % unterstellt, die die gesetzlichen Mindestlohnanpassungen in der Dominikanischen Republik sowie die Entwicklung der Sozialabgaben berücksichtigen soll. Das Hotel Costa Bávaro Resort, Spa & Casino befindet sich im Regelbetrieb, sodass der Personalaufwand mit der unterstellten jährlichen Lohnkostensteigerung von 3,5 % fortgeschrieben wird. Die hiervon abweichende Entwicklung in den Jahren 2026 und 2027 ist im Wesentlichen auf mittelbare Auswirkungen der Inbetriebnahme des Caoba-Komplexes zurückzuführen. Dabei wird das von beiden Hotels gemeinsam genutzte Personal in den Verwaltungs- und Gemeinschaftsbereichen planerisch dem Costa Bávaro Resort, Spa & Casino zugeordnet. Ab dem Jahr 2028 wird der Personalaufwand entsprechend der geplanten Lohnkostensteigerung von jährlich 3,5 % fortgeschrieben. Für den Caoba-Komplex unterscheidet die Planung zwischen der Anlauf- bzw. Hochlaufphase (Ramp-up) in den Jahren 2026 bis 2029 und dem Regelbetrieb ab 2030. Mit geplanter zunehmender Auslastung zwischen 2026 und 2029 ist ein sukzessiver Personalaufbau vorgesehen, sodass die Entwicklung des Personalaufwands maßgeblich durch Mengeneffekte bestimmt wird. Nach Abschluss dieser Phase wird der Personalaufwand im Jahr 2030 mit der unterstellten jährlichen Lohnkostensteigerung von 3,5 % fortgeschrieben. Insgesamt steigt die Personalaufwandsquote im Jahr 2026 zunächst auf 20,0 %, bevor sie sich im weiteren Planungszeitraum bei rd. 15,0 % stabilisiert. Die Entwicklung der Quote spiegelt den zeitlich vorgelagerten Personalaufbau im Zuge der Inbetriebnahme des Caoba-Komplexes und die anschließende Stabilisierung des Personalbestands wider.

508. Der Anstieg der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** ist im Wesentlichen auf die Inbetriebnahme des Caoba-Komplexes zurückzuführen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen Energie- und Versorgungskosten, Versicherungen, Instandhaltung, Vertriebsprovisionen, Marketingaufwendungen, Managementvergütungen sowie indirekte Steuern. Aufgrund der hohen Luftfeuchtigkeit, der salzhaltigen Meeresluft und des ganzjährigen Betriebs der Klimaanlagen besteht ein vergleichsweise hoher Instandhaltungsbedarf. Hinzu kommen Kosten für die Pflege der gemeinschaftlich genutzten Anlagen und des Boulevards sowie für die Strandreinigung aufgrund des saisonalen Auftretens von Sargassum-Algen. Die Vertriebskosten entfallen insbesondere auf Provisionen an Reiseveranstalter und Online-Buchungsportale (OTAs). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen außerdem die Managementvergütung an die LHM. Die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthaltenen indirekten Steuern werden maßgeblich durch das mit der dominikanischen Steuerbehörde vereinbarte sogenannte Advance Pricing Agreement („APA“, spanisch: Acuerdo de Precios Anticipados) beeinflusst. Dieses legt für All-inclusive-Hotels einen steuerlich maßgeblichen Referenzwert fest, der unabhängig von den tatsächlich erzielten Übernachtungserlösen als Bemessungsgrundlage herangezogen wird. Hieraus ergeben sich zwei wesentliche Kostenkomponenten: die Umsatzsteuer („ITBIS“) sowie das gesetzlich vorgeschriebene Trinkgeld zugunsten der Arbeitnehmer („Legal Tip“), dessen Bemessungsgrundlage durch das APA beeinflusst wird. Im Zuge der Neuverhandlung des APA zwischen der LSI und der dominikanischen Steuerbehörde wird eine Erhöhung des maßgeblichen Referenzwerts im Planungszeitraum von rd. 115 USD auf rd. 140 USD geplant. Dies führt sowohl zu einem Anstieg sowohl der indirekten Steuerbelastung als auch der Aufwendungen für das Legal Tip, ohne dass dem entsprechende Mehrerlöse gegenüberstehen.

509. Das **EBITDA** steigt nach dem durch die Anlaufphase belasteten Jahr 2026 bis 2030 auf 53,8 Mio. €. Gegenüber dem Ist-Wert 2025 von 29,3 Mio. € entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,9 % p.a. Die EBITDA-Marge erholt sich zunächst auf bis zu 30,9 % im Jahr 2028, bevor sie bis zum letzten Planjahr auf 30,2 % zurückgeht. Im Jahr 2030 ist trotz weiter steigender Umsatzerlöse ein leichter Rückgang des EBITDA geplant. Ursächlich hierfür ist, dass die Aufwendungen stärker steigen als die Umsatzerlöse. Dabei wird die Kostenentwicklung durch gesetzliche und regulatorische Vorgaben beeinflusst. Dies betrifft neben dem Personalaufwand die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Die der Planung zugrunde gelegte Annahme einer jährlichen Steigerung des Personalaufwands von 3,5 % berücksichtigt branchenspezifische Mindestlöhne und gesetzlich bedingte Vergütungssteigerungen sowie die damit verbundenen Sozialabgaben. Ohne diesen Effekt würde die EBITDA-Marge im Jahr 2030 das Niveau der EBITDA-Marge des Jahres 2025 übersteigen.

510. Insgesamt erachten wir die Planungsrechnung für den Hotelbetrieb in der Dominikanischen Republik als ambitioniert, aber erreichbar. Der hohe Ambitionsgrad ergibt sich insbesondere aus dem kurzen Hochlauf des Caoba-Komplexes. Trotz der bis 2027 verzögerten vollständigen Inbetriebnahme soll bereits in 2029 der Regelbetrieb erreicht werden. Dabei unterstellt die Planung eine weitgehende Annäherung von ADR und Auslastung an das Costa Bávaro Resort, Spa & Casino. Nach Abschluss der Anlaufphase des Caoba-Komplexes stehen keine zusätzlichen Kapazitätserweiterungen mehr zur Verfügung, sodass weiteres Umsatzwachstum im Wesentlichen nur durch höhere durchschnittliche Zimmerpreise und/oder Auslastungssteigerungen erzielt werden kann. Die Zimmerpreise haben jedoch infolge der Erhöhungen in den Jahren 2025 (+9,0 %) und 2026 (+21,0 %) bereits ein vergleichsweise hohes Niveau erreicht (vgl. Tz. 210 ff.). Weitere Preisanhebungen werden durch den zunehmenden Wettbewerb, den starken Ausbau der Beherbergungskapazitäten in Punta Cana sowie die begrenzte Zahlungsbereitschaft der Gäste eingeschränkt. Gestiegene Flugpreise und die zunehmende Preistransparenz über Online-Vertriebskanäle begrenzen ebenfalls die Möglichkeiten zur Durchsetzung höherer Preiserhöhungen (vgl. Tz. 213 f., 218, 220). Auch die sich für das Jahr 2030 ergebende EBITDA-Marge von 30,2 % beurteilen wir als ambitioniert. Zwar liegt diese unter dem Ist-Niveau von 2025 (32,0 %), jedoch berücksichtigt die Planungsrechnung zusätzliche konkretisierte Kostenbelastungen, denen keine entsprechenden Mehrerlöse gegenüberstehen. So führt die vorgesehene Anhebung des steuerlichen APA-Referenzwerts zu höheren Aufwendungen für Umsatzsteuer und das gesetzlich vorgeschriebene Trinkgeld zugunsten der Arbeitnehmer. Ohne diese Mehrbelastungen würde die geplante EBITDA-Marge das Niveau von 2025 übertreffen.

cc) Hotelbetrieb Madrid

511. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung des Hotelbetriebs Madrid für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2024 und 2025:

Hotelbetrieb Madrid	IST (Pro Forma)		Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025-30
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	%
Umsatzerlöse	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**33,6**	**49,4**	**53,9**	**57,1**	***n.a.***
Umsatzwachstum	*n.a*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*47,1%*	*9,2%*	*5,8%*	
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	*6,6%*
Summe betriebliche Erträge	**0,1**	**0,1**	**0,0**	**33,7**	**49,5**	**54,1**	**57,2**	***n.a.***
Materialaufwand	0,0	0,0	-0,2	-2,7	-3,5	-3,7	-3,9	*n.a.*
Personalaufwand	-0,4	-1,6	-0,7	-11,9	-16,3	-17,7	-18,6	*63,4%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-1,0	-0,6	-0,7	-9,4	-12,1	-12,9	-13,6	*86,5%*
EBITDA	**-1,3**	**-2,1**	**-1,6**	**9,6**	**17,7**	**19,7**	**21,1**	***n.a.***
in % der Umsatzerlöse								
Materialaufwand	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-8,1%*	*-7,1%*	*-6,9%*	*-6,9%*	
Personalaufwand	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-35,4%*	*-33,0%*	*-32,8%*	*-32,6%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-28,1%*	*-24,4%*	*-24,0%*	*-23,7%*	
EBITDA-Marge	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*28,5%*	*35,7%*	*36,5%*	*37,0%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 18: Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Madrid im Zeitraum von 2026 bis 2030

512. Nach Abschluss der Renovierung verfügt das Hotel über 172 Zimmer und Suiten und soll im Ultra-Luxussegment („Fünf-Sterne-Plus“) neu positioniert werden. Es ist das erste Stadthotel der LSI sowie deren erstes Haus in diesem Segment. Die Abgrenzung gegenüber Wettbewerbern soll insbesondere durch großzügige Suiten, einen für ein Stadthotel ungewöhnlich weitläufigen Garten- und Außenbereich sowie einen Spa-Bereich und Konferenz- und Veranstaltungsflächen erfolgen. Nach Einschätzung des Managements sollen etwa 65 % der Umsatzerlöse mit Freizeitreisenden erzielt werden. Auf Gruppenreisende und Geschäftskunden entfallen voraussichtlich rd. 20 % bzw. 15 %. Für diese Kundengruppen bietet Madrid als internationaler Messe- und Kongressstandort gute Voraussetzungen. Als wichtigste Quellmärkte werden unter anderem die USA, Mexiko, Brasilien, das Vereinigte Königreich und der Mittlere Osten erwartet. Der Vertrieb soll neben Direktbuchungen und Online-Reiseportalen (OTAs) vor allem über eine internationale Luxushotel-Allianz erfolgen. Nach Einschätzung des Managements ist die Einbindung eines solchen Vertriebs- und Marketingpartners entscheidend, um den geplanten schnellen Umsatzhochlauf zu erreichen.

513. Nach der Wiedereröffnung im Juli 2027 sollen die **Umsatzerlöse** von 33,6 Mio. € im Jahr 2027 auf 57,1 Mio. € im Jahr 2030 steigen. Die Umsätze werden im Wesentlichen im Hotel- und Gastronomiebetrieb erzielt, wobei der Gastronomiebereich einen im Vergleich zu den All-Inclusive-Resorts der Gruppe höheren Umsatzanteil aufweist, wie es für ein Stadthotel üblich ist. Das geplante Umsatzwachstum soll vor allem durch steigende durchschnittliche Zimmerpreise (ADR) und eine höhere Auslastung erreicht werden. Der ADR soll bis 2030 auf über 800 € steigen. Für das Eröffnungsjahr wird eine Auslastung von rd. 68 % unterstellt, die sich in den Folgejahren moderat erhöhen soll. Die Hochlaufphase soll bis Ende 2029 abgeschlossen sein, sodass das Hotel ab 2030 im eingeschwungenen Zustand betrieben wird.

514. Der **Materialaufwand** erhöht sich von 0,2 Mio. € im Jahr 2026 auf 2,7 Mio. € im Jahr 2027 und 3,9 Mio. € im Jahr 2030. Er umfasst im Wesentlichen den Wareneinsatz für Speisen und Getränke sowie Verbrauchsmaterialien. Die Planung sieht eine weitgehend umsatzabhängige Entwicklung des Materialaufwands vor. Da das Umsatzwachstum zu einem wesentlichen Teil auf höheren Zimmerpreisen beruht, geht die Materialaufwandsquote von 8,1 % im Jahr 2027 auf 6,9 % im Jahr 2030 zurück.

515. Der **Personalaufwand** liegt in den Jahren 2024 bis 2026 zwischen 0,4 Mio. € und 1,6 Mio. € und entfällt auf die während der Schließung und Renovierung verbliebene Belegschaft. Mit der Wiedereröffnung wird der Personalbestand für den Hotelbetrieb wieder aufgebaut, sodass der Personalaufwand im Jahr 2027 auf 11,9 Mio. € und bis 2030 auf 18,6 Mio. € ansteigt. Die Kosten für die Personalgewinnung und Einarbeitung sind dabei im Jahr 2027 berücksichtigt. Ab 2028 werden Tarifsteigerungen gemäß dem Tarifvertrag für das Gastgewerbe der Comunidad de Madrid sowie ein an die Auslastung angepasster Personalbestand unterstellt. Die Personalaufwandsquote sinkt von 35,4 % im Jahr 2027 auf 32,6 % im Jahr 2030. Nach Angaben des Managements stellt insbesondere die Gewinnung und langfristige Bindung qualifizierter Mitarbeiter im Luxussegment eine Herausforderung dar.

516. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** steigen von 0,7 Mio. € im Jahr 2026 auf 9,4 Mio. € im Jahr 2027 und 13,6 Mio. € im Jahr 2030. Sie umfassen neben den Aufwendungen der operativen Bereiche vor allem übergreifende Kosten für Verwaltung, IT, Marketing und Instandhaltung sowie die Vergütung der LHM. Die für 2026 angesetzten Aufwendungen betreffen nach Angaben des Managements insbesondere Marketingmaßnahmen zur Eröffnung sowie externe Dienstleistungen und operative Unterstützung während der Vorbereitungsphase. Nach der Eröffnung wird ab 2028 im Wesentlichen eine inflationsbedingte Kostensteigerung unterstellt. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sinkt von 28,1 % im Jahr 2027 auf 23,7 % im Jahr 2030.

517. Das **EBITDA** ist in den Jahren 2024 bis 2026 aufgrund der Hotelschließung negativ (2025: -2,1 Mio. €; 2026: -1,6 Mio. €). Nach der Wiedereröffnung steigt es von 9,6 Mio. € im Jahr 2027

auf 21,1 Mio. € im Jahr 2030. Die EBITDA-Marge erhöht sich von 28,5 % im Jahr 2027 auf 37,0 % im Jahr 2030 und liegt damit deutlich über dem Niveau der übrigen Hotelbetriebe der Gruppe. Ursächlich hierfür sind insbesondere die geplanten Zimmerpreissteigerungen, denen nur unterproportional steigende operative Aufwendungen und weitgehend konstante Gemeinkosten gegenüberstehen. Das Management betrachtet das für 2030 geplante Umsatz- und Margenniveau als nachhaltig.

518. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung für das Hotel Miguel Ángel in Madrid als ambitioniert, aber grundsätzlich erreichbar. Insbesondere die hohen Zimmerpreise von über 800 € im Jahr 2030 und der kurze Hochlauf stellen hohe Anforderungen an die Marktpositionierung. Bereits für das Eröffnungsjahr 2027 wird eine Auslastung von rd. 68 % erwartet. Auch die im Verhältnis zu den Umsatzerlösen unterproportional steigenden Material-, Personal- und sonstigen Aufwendungen sowie die daraus resultierende kontinuierliche Verbesserung der EBITDA-Marge auf bis zu 37,0 % im Jahr 2030 sind als ambitioniert einzustufen. Da die Gruppe bislang weder im Stadthotel- noch im Ultra-Luxussegment tätig war, fehlen zudem historische Erfahrungswerte, anhand derer sich die Planung überprüfen ließe. Der Hotelmarkt in Madrid ist im Ultra-Luxussegment durch einen starken Wettbewerb gekennzeichnet. Auch der Aufbau einer vollständig neuen, für das Luxussegment qualifizierten Belegschaft stellt eine Herausforderung dar. Die geplante kurze Anlaufphase mit einer bereits im ersten Planjahr hohen Auslastung dürfte nur durch den Beitritt zu einer etablierten Vertriebsallianz realisierbar sein. Trotz des hohen Ambitionsgrads erachten wir die Planung für erreichbar. Hierfür spricht die Attraktivität Madrids, die wachsende Nachfrage im Luxussegment und die geringere Preissensitivität der angesprochenen Gäste. Mit der hochwertigen Ausstattung und dem besonderen Hotelkonzept bestehen gute Voraussetzungen, sich im oberen Marktsegment zu etablieren.

dd) Hotelbetrieb Gran Canaria

519. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung des Hotelbetriebs Gran Canaria für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2024 und 2025:

Hotelbetrieb Gran Canaria	IST (Pro Forma) 2024	2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	CAGR 2025-30
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	%
Umsatzerlöse	**17,7**	**21,0**	**22,7**	**23,2**	**23,7**	**24,2**	**24,7**	***3,4%***
Umsatzwachstum	*n/a*	*18,1%*	*8,4%*	*2,0%*	*2,4%*	*1,9%*	*2,2%*	
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	*n.a.*
Summe betriebliche Erträge	**17,8**	**21,0**	**22,8**	**23,3**	**23,8**	**24,3**	**24,8**	***3,4%***
Materialaufwand	-1,6	-2,4	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	*-2,0%*
Personalaufwand	-5,3	-7,4	-8,0	-8,3	-8,6	-8,9	-9,2	*4,6%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-5,0	-6,9	-6,5	-6,6	-6,8	-6,9	-7,1	*0,5%*
EBITDA	**5,9**	**4,4**	**6,3**	**6,3**	**6,4**	**6,3**	**6,3**	***7,5%***
in % der Umsatzerlöse								
Materialaufwand	*-8,8%*	*-11,3%*	*-8,7%*	*-8,7%*	*-8,7%*	*-8,7%*	*-8,8%*	
Personalaufwand	*-29,7%*	*-35,1%*	*-35,3%*	*-35,9%*	*-36,3%*	*-36,8%*	*-37,3%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*-28,4%*	*-32,8%*	*-28,4%*	*-28,5%*	*-28,5%*	*-28,6%*	*-28,6%*	
EBITDA-Marge	*33,4%*	*21,0%*	*27,8%*	*27,2%*	*26,8%*	*26,1%*	*25,6%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 19: Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Gran Canaria im Zeitraum von 2026 bis 2030

520. Die **Umsatzerlöse** erhöhen sich von 21,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 24,7 Mio. € im Jahr 2030, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 3,4 % entspricht. Nach einem Anstieg um 8,4 % im ersten Planjahr 2026 steigen die Umsatzerlöse ab 2027 moderat um rd. 1,9 % bis 2,4 % p. a. Die Umsatzerlöse werden mit dem Hotel Faro erzielt, das über 182 Zimmer im Süden Gran Canarias verfügt. Das Hotel liegt unmittelbar an der Strandpromenade von Maspalomas mit ihren Restaurants und Geschäften. Es wurde im Jahr 2020 im Zuge einer vollständigen Schließung umfassend renoviert und von der Vier- in die Fünf-Sterne-Kategorie aufgewertet. Seitdem ist das Hotel Faro im Upper-Upscale-Segment als reines Erwachsenenhotel positioniert.

521. Der Umsatzanstieg in den Jahren 2025 und 2026 ist insbesondere auf den Eigenbetrieb der Rooftop-Bar und der Sandbar, höhere durchschnittliche Zimmerpreise (ADR) sowie Nachholeffekte nach der Wiedereröffnung und der Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Für das Planjahr 2026 wird ein durchschnittlicher Zimmerpreis von über 320 € bei einer Auslastung

von rd. 78 % unterstellt. Im weiteren Planungszeitraum geht das Management von weiteren, moderaten Preissteigerungen sowie höheren Ausgaben je Gast aus.

522. Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen den Wareneinsatz für Speisen und Getränke sowie Verbrauchsmaterialien im Hotelbetrieb. Nach dem Rückgang auf 2,0 Mio. € im Jahr 2026 wird der Materialaufwand ab 2027 jährlich um 2,5 % fortgeschrieben. Der Ansatz basiert auf dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2,0 % zuzüglich eines Aufschlags für die höheren Transport- und Logistikkosten auf Gran Canaria. Einsparungen werden durch die zentrale Beschaffung innerhalb der Lopesan-Gruppe und eine stärker an der Auslastung ausgerichtete Lagerhaltung erwartet. Die Materialaufwandsquote sinkt von 11,3 % im Jahr 2025 auf 8,7 % im Jahr 2026 und liegt anschließend zwischen 8,7 % und 8,8 %.

523. Der **Personalaufwand** steigt von 7,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 9,2 Mio. € im Jahr 2030. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 4,6 %. Bereits 2025 war der Personalaufwand gegenüber dem Vorjahr um 2,1 Mio. € gestiegen. Dies ist vor allem auf den Personalaufbau von 155 Mitarbeitern im Jahr 2023 auf 219 Mitarbeiter im Jahr 2025 zurückzuführen, der mit der Übernahme der Rooftop-Bar, der Sandbar und des Restaurants in den Eigenbetrieb zusammenhängt. Für den Planungszeitraum wird ein weiterer Personalaufbau unterstellt, um den Servicestandard eines Hotels im Upper-Upscale-Segment zu gewährleisten. Die Planung unterstellt einen jährlichen Anstieg des Personalaufwands um 3,5 %. Darin enthalten sind Tarifanpassungen gemäß dem Tarifvertrag für das Gastgewerbe der Provinz Las Palmas, Steigerungen nach Betriebszugehörigkeit sowie die Anhebung der Beitragsbemessungsgrundlagen in der Sozialversicherung. Die Personalaufwandsquote steigt von 35,1 % im Jahr 2025 auf 37,3 % im Jahr 2030.

524. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen insbesondere Energie- und Versorgungskosten, Instandhaltung, Vertriebsprovisionen für Reiseveranstalter und OTAs, Marketing- und Verwaltungskosten, lokale Steuern und Abgaben (u. a. Grund- und Gewerbesteuer), Gebäudeversicherungen sowie die Vergütung der LHM. Sie sinken von 6,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 6,5 Mio. € im Jahr 2026 und steigen anschließend mit durchschnittlich 2,3 % p. a. auf 7,1 Mio. € im Jahr 2030. Für die betrieblichen Gemeinkosten wird ein jährlicher Anstieg von 2,5 % angenommen. Für die nicht den operativen Abteilungen zuordenbaren Aufwendungen (u.a. Verwaltung, Marketing und Instandhaltung) sind dagegen lediglich 1,0 % p.a. vorgesehen. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sinkt von 32,8 % im Jahr 2025 auf 28,4 % im Jahr 2026 und steigt anschließend leicht auf 28,6 %.

525. Das **EBITDA** steigt von 4,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 6,3 Mio. € im ersten Planjahr 2026 und bleibt danach bis 2030 weitgehend konstant. Gegenüber dem Ist-Wert 2025 entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7,5 %, wobei der Anstieg nahezu ausschließlich auf das Jahr 2026 entfällt. Die EBITDA-Marge erhöht sich zunächst von 21,0 %

im Jahr 2025 auf 27,8 % im Jahr 2026. Bis 2030 geht sie jedoch auf 25,6 % zurück, da insbesondere der Personalaufwand aufgrund tarifvertraglicher und sozialversicherungsrechtlicher Vorgaben stärker steigt als die Umsatzerlöse. Hinzu kommen steigende Energie- und Versorgungskosten sowie inselbedingt höhere Beschaffungs- und Logistikkosten.

526. Insgesamt erachten wir die Planungsrechnung für den Hotelbetrieb Gran Canaria als ambitioniert, aber erreichbar. Die Möglichkeiten für weiteres Umsatzwachstum sind begrenzt, da Kapazitätserweiterungen aufgrund der geltenden Umweltschutzbestimmungen nicht möglich sind. Zudem haben die Zimmerpreise nach Einschätzung des Managements weitgehend das am Markt durchsetzbare Niveau erreicht. Weitere Preiserhöhungen könnten angesichts der gestiegenen Hotel- und Flugpreise, des zunehmenden Wettbewerbs im gehobenen Hotelsegment sowie günstigerer Reiseziele zu einem Rückgang der Auslastung führen. Auch im Vergleich zu den durchschnittlichen Zimmerraten auf Gran Canaria, die gemäß einer Studie von Andersen Consulting im Jahr 2025 bei 132,20 € lag (vgl. Tz. 241), weisen die geplanten ADR ein hohes Niveau auf. Weitere Risiken bestehen im Personalbereich. Nach Angaben des Managements gestaltet sich die Personalgewinnung zunehmend schwierig. Hinzu kommen die laufenden Tarifverhandlungen, in denen die Gewerkschaften unter anderem die Umstellung von geteilten auf durchgehende Schichten fordern. Der daraus resultierende zusätzliche Personalbedarf ist nach unserem Verständnis in der Planung bislang nicht berücksichtigt. Ein entsprechend höherer Personalaufwand würde das geplante Ergebnis belasten.

ee) Hotelbetrieb Österreich

527. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung des Hotelbetriebs Österreich für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen der Geschäftsjahre 2024 und 2025:

Hotelbetrieb Österreich	IST (Pro Forma) 2024	2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	CAGR 2025-30
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	%
Umsatzerlöse	**7,4**	**7,1**	**7,8**	**8,2**	**8,5**	**8,6**	**8,8**	***4,2%***
Umsatzwachstum	*n/a*	*-3,5%*	*9,7%*	*4,3%*	*4,3%*	*1,4%*	*1,4%*	
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	*n.a.*
Summe betriebliche Erträge	**7,5**	**7,3**	**8,0**	**8,3**	**8,7**	**8,8**	**8,9**	***4,1%***
Materialaufwand	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	*1,0%*
Personalaufwand	-3,2	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,1	*3,6%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	*1,6%*
EBITDA	**0,6**	**0,3**	**0,9**	**1,0**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	***27,3%***
in % der Umsatzerlöse								
Materialaufwand	*-16,2%*	*-18,3%*	*-16,1%*	*-15,8%*	*-15,5%*	*-15,5%*	*-15,6%*	
Personalaufwand	*-43,4%*	*-47,3%*	*-45,3%*	*-45,0%*	*-44,6%*	*-45,5%*	*-46,4%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*-32,8%*	*-32,5%*	*-29,5%*	*-29,0%*	*-28,4%*	*-28,4%*	*-28,5%*	
EBITDA-Marge	*8,3%*	*4,7%*	*11,2%*	*12,3%*	*13,5%*	*12,5%*	*11,5%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 20: Zukunftserfolgsplanung des Hotelbetriebs Österreich im Zeitraum von 2026 bis 2030

528. Die **Umsatzerlöse** steigen im Planungszeitraum von 7,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2025 auf 8,8 Mio. € im Geschäftsjahr 2030. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 4,2 %. Die Umsatzerlöse werden durch drei Hotelanlagen im Kleinwalsertal erwirtschaftet: das IFA Alpenrose Hotel mit 100 Zimmern (Drei-Sterne-Kategorie), das IFA Alpenhof Wildental Hotel mit 57 Zimmern (Vier-Sterne-Kategorie) sowie die IFA Breitach Apartments mit 31 Einheiten (Drei-Sterne-Kategorie). Sämtliche Anlagen befinden sich in Mittelberg und werden, abgesehen von einer mehrwöchigen Schließungsphase im November, ganzjährig betrieben. Aufgrund der gemeinsamen operativen Führung der Anlagen und der nur eingeschränkt möglichen verursachungsgerechten Zuordnung einzelner Kostenpositionen werden die drei Hotelanlagen wirtschaftlich auf aggregierter Basis betrachtet.

529. Die Auslastung der Hotels hängt stark von den Schneeverhältnissen im Kleinwalsertal ab. Aufgrund der lediglich ausreichenden Schneelage, insbesondere zu Beginn des Jahres 2025, gingen die Auslastung und damit auch die Umsatzerlöse zurück. Letztere lagen im Jahr 2025 um 3,5 % unter dem Vorjahresniveau. Da die Schneesicherheit auch künftig einen

Unsicherheitsfaktor darstellt, plant das Management, die Hotels künftig stärker als ganzjährige Urlaubsdestination mit Schwerpunkt auf dem Wandertourismus zu positionieren. Hierzu sollen insbesondere in der Nebensaison verstärkt Reisebusgruppen angesprochen werden, um die Auslastung über das Jahr zu stabilisieren und die Abhängigkeit vom Wintergeschäft zu verringern. Unterstützt werden soll dies durch zusätzliche Kapazitäten im zentralen Vertrieb. Das wesentliche Umsatzwachstum wird für das IFA Alpenrose Hotel erwartet. Aufgrund seiner verkehrsgünstigen Lage und seiner Attraktivität für Familien und Reisegruppen erwartet das Management im Zeitraum von 2025 bis 2030 einen Anstieg der Auslastung von 65 % auf über 75 % sowie eine jährliche Steigerung der durchschnittlichen Zimmerrate (ADR) ausgehend von 185 € im Jahr 2025. Beim IFA Alpenhof Wildental Hotel und den IFA Breitach Apartments steht dagegen die Stabilisierung der zuletzt rückläufigen Auslastung im Vordergrund. Hierzu soll insbesondere das bestehende Stammkundenpotenzial durch einen verstärkten Direktvertrieb besser genutzt werden. Für beide Anlagen werden im Planungszeitraum weitgehend konstante Auslastungen und Zimmerraten unterstellt.

530. Der **Materialaufwand** umfasst im Beherbergungs- und Gastronomiebereich insbesondere Verbrauchsmaterialien für den Hotelbetrieb sowie den Wareneinsatz für Speisen und Getränke. Im Planungszeitraum liegt der Materialaufwand zwischen 1,3 Mio. € und 1,4 Mio. € und steigt mit durchschnittlich rd. 1,0 % p.a. deutlich schwächer als die Umsatzerlöse. Aufgrund des Umsatzrückgangs hatte sich die Materialaufwandsquote im Jahr 2025 von 16,9 % auf 18,2 % erhöht. Im Planungszeitraum wird ein schrittweiser Rückgang erwartet. Bereits im Jahr 2026 sinkt die Quote auf 16,1 % und liegt ab 2028 zwischen 15,5 % und 15,6 %.

531. Die Personalgewinnung ist im Kleinwalsertal aufgrund der abgelegenen Lage der Hotels und der begrenzten Unterkunftsmöglichkeiten für Mitarbeiter dauerhaft schwierig. Ein Personalaufbau ist im Planungszeitraum daher nicht vorgesehen. Der **Personalaufwand** wird unter Berücksichtigung der erwarteten inflations- und tarifbedingten Gehaltssteigerungen in Österreich grundsätzlich mit 3,5 % p.a. fortgeschrieben. Aufgrund der geplanten Umsatzsteigerungen sinkt die Personalaufwandsquote zunächst auf 44,6 % im Jahr 2028. Da sich das Umsatzwachstum in den Folgejahren abschwächt, während die Personalkosten weiter steigen, erhöht sich die Quote bis 2030 wieder auf 46,4 %.

532. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen insbesondere Provisionen an Online-Buchungsportale und Reiseveranstalter sowie Kosten für Versicherungen, Energie, Instandhaltung, Wartung und Marketing. Für die betrieblichen Aufwendungen wird grundsätzlich eine jährliche Kostensteigerung von 2,5 % unterstellt. Die nicht den einzelnen Hotelbereichen zuordenbaren Aufwendungen werden dagegen mit 1,0 % p.a. fortgeschrieben. Aufgrund der geplanten Umsatzsteigerungen sinkt die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 32,5 % im Jahr 2025 auf 29,5 % im Jahr 2026 und weiter auf 28,5 % im

Jahr 2030. Hierzu soll auch der Ausbau des Direktvertriebs beitragen, durch den die Abhängigkeit von provisionspflichtigen Buchungsportalen und Reiseveranstaltern verringert und Vertriebskosten eingespart werden sollen.

533. Im Ergebnis steigt das **EBITDA** von 0,3 Mio. € in 2025 auf 0,9 Mio. € im ersten Planjahr 2026 und erreicht im Jahr 2028 mit 1,2 Mio. € seinen Höchstwert. Anschließend geht es bis 2030 auf 1,0 Mio. € zurück. Die EBITDA-Marge erhöht sich entsprechend von 4,7 % im Jahr 2025 auf 11,2 % im Jahr 2026 und 13,5 % im Jahr 2028. In den beiden letzten Planjahren sinkt sie wieder auf 11,5 %, da sich das Umsatzwachstum auf jeweils 1,4 % abschwächt, während die Personalkosten weiterhin stärker steigen. Die Ergebnisverbesserung beruht im Wesentlichen auf den erwarteten Umsatzsteigerungen durch die Neupositionierung der Hotels und die Gewinnung zusätzlicher Gästegruppen. Unterstützt werden soll dies durch den Ausbau des zentralen Vertriebs. Da gleichzeitig kein zusätzlicher Personalaufbau vorgesehen ist und die übrigen Kosten nur unterproportional steigen sollen, führt das geplante Umsatzwachstum im Vergleich zum letzten Ist-Jahr 2025 zu einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage.

534. Insgesamt erachten wir die Planungsrechnung für den Hotelbetrieb Österreich als plausibel. Die Planung beruht auf einer sachgerechten Methodik und nachvollziehbaren Annahmen, die wir sowohl hinsichtlich ihrer Höhe als auch ihrer rechnerischen Umsetzung als vertretbar beurteilen.

ff) Timesharing (Anfi-Gruppe)

535. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung des Timesharing-Geschäfts für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro im Vergleich zu den (bereinigten) Pro-forma Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025:

Timesharing Anfi-Gruppe	IST (Pro Forma) 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2025-30 %
Erlöse aus Dienstleistungen	20,4	28,5	28,8	29,4	30,1	30,7	***8,5%***
Umsatzerlöse aus Verkäufen	35,0	28,5	28,9	29,6	30,4	31,1	***-2,3%***
Umsatzerlöse	**55,4**	**57,0**	**57,7**	**59,0**	**60,4**	**61,8**	***2,2%***
Umsatzwachstum	*n/a*	*2,9%*	*1,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	
Sonstige betriebliche Erträge	6,4	8,2	9,0	9,1	9,1	9,2	*7,5%*
Summe betriebliche Erträge	**61,8**	**65,3**	**66,7**	**68,1**	**69,5**	**71,0**	***2,8%***
Materialaufwand	-4,0	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	*n.a.*
Personalaufwand	-23,5	-25,5	-24,0	-24,9	-25,8	-26,7	*2,6%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-34,3	-19,8	-21,5	-21,6	-21,7	-21,8	*-8,7%*
EBITDA	**-0,0**	**15,7**	**16,8**	**17,1**	**17,5**	**17,8**	***n.a.***
in % der Umsatzerlöse							
Materialaufwand	*-7,2%*	*-7,5%*	*-7,6%*	*-7,6%*	*-7,6%*	*-7,7%*	
Personalaufwand	*-42,5%*	*-44,8%*	*-41,7%*	*-42,2%*	*-42,6%*	*-43,1%*	
Sonstige betriebl. Aufwendungen	*-61,9%*	*-34,7%*	*-37,3%*	*-36,6%*	*-35,9%*	*-35,2%*	
EBITDA-Marge	*0,0%*	*27,5%*	*29,0%*	*29,0%*	*28,9%*	*28,8%*	

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 21: Zukunftserfolgsplanung des Timesharing-Geschäfts im Zeitraum von 2026 bis 2030

536. Das Geschäftsmodell der Anfi-Gruppe unterscheidet sich grundlegend von dem der Hotelbetriebe. Die Anfi-Gruppe vertreibt Nutzungsrechte an Aufenthaltswochen (Timesharing) in fünf Ferienclubs im Süden Gran Canarias – Anfi Beach Club, Club Puerto Anfi, Club Monte Anfi und Gran Anfi in Arguineguín sowie Anfi Emerald im Tauro-Tal (Gemeinde Mogán) – mit insgesamt rd. 900 Ferienwohnungen. Die Anfi-Gruppe übernimmt deren Vertrieb und Verwaltung. Die Immobilien stehen nicht im Eigentum der Anfi-Gruppe, sondern der jeweiligen Clubs, d.h. der als Eigentümergemeinschaft organisierten und durch Treuhänder vertretenen Mitglieder. Die Anfi-Gruppe trägt daher weder Abschreibungen noch nennenswerte Investitionen für die Anlagen; deren laufende Instandhaltung wird über die von den Mitgliedern zu entrichtenden Wartungsgebühren finanziert. Zentrale Werttreiber sind demnach nicht die Immobilie und ihre Auslastung, sondern die Vertriebsorganisation sowie das Management der Anlagen, das deren Vermarktungsfähigkeit sicherstellt.

537. Innerhalb der Gruppe sind die Aufgaben auf sieben Gesellschaften verteilt. Kerngesellschaft ist die Anfi Sales, die die noch nicht verkauften Nutzungsrechte im Vorratsvermögen hält, diese an Mitglieder vertreibt und die Wartungsgebühren für die unverkauften Wochen trägt. Die Anfi Resort und die Anfi Tauro Resort verwalten die Anlagen auf Grundlage von Managementverträgen mit den Clubs, stellen das dort eingesetzte Personal und erhalten neben der Weiterbelastung von Kosten eine Managementgebühr von 15 % der Betriebskosten der Clubs. Die Anfi Vacation Club organisiert die Aufenthalte und Tauschvorgänge der Mitglieder und vertreibt ergänzende Reiseleistungen. Die Anfi Tauro betreibt zwei Golfplätze im Tauro-Tal, deren Betrieb seit 2022 einer auf Golfplätze spezialisierten Gesellschaft der Lopesan-Gruppe übertragen ist. Die Anfi Real Estate hat ein Einkaufszentrum in Arguineguín gepachtet, vermietet die Ladenflächen unter und fungiert zugleich als zentrale Einkaufsgesellschaft der Gruppe. Die Anfi del Mar erbringt konzerninterne Dienstleistungen, insbesondere die Gestellung von Vertriebspersonal und die Wasserversorgung der Anlagen.

538. Von den jährlich rd. 45.000 bis 50.000 verfügbaren Aufenthaltswochen sind rd. 80 % an Mitglieder verkauft. Der verbleibende Anteil von rd. 20 % bildet einen strukturellen Bestand, der planmäßig nicht vollständig abgebaut wird. Er umfasst u. a. weniger attraktive Wochen und Lagen, rückabgewickelte Verträge sowie eine jährliche Instandhaltungswoche und wird durch auslaufende Nutzungsrechte laufend wieder aufgefüllt. Die Nutzungsrechte werden mit einer Laufzeit von 10 oder 50 Jahren für feste oder flexible Wochen bzw. Unterkünfte angeboten. Das Entgelt für das Nutzungsrecht ist nominal fest, während die Wartungsgebühren jährlich neu festgesetzt werden, sodass Betriebskostensteigerungen insoweit weitgehend an die Mitglieder weitergegeben werden können. Die Mitglieder stammen ganz überwiegend aus Nordeuropa, insbesondere aus dem Vereinigten Königreich, Skandinavien, Deutschland und den Niederlanden. Der Vertrieb erfolgt durch eigene Mitarbeiter über die Direktansprache von Urlaubern vor Ort, über den Verkauf von Zusatzwochen und Upgrades an Bestandsmitglieder sowie über die Kurzfristvermarktung unverkaufter Wochen an Einmalurlauber, die anschließend idealerweise als Mitglieder gewonnen werden sollen. Die Anfi-Gruppe ist der einzige Timesharing-Anbieter relevanter Größe auf Gran Canaria.

539. Die **Umsatzerlöse** erhöhen sich im Planungszeitraum von 55,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 61,8 Mio. € im Jahr 2030. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,2 %. Sie resultieren im Wesentlichen aus dem Verkauf neuer Nutzungsrechte und Upgrades durch die Anfi Sales, den Managementgebühren und Betriebskostenweiterbelastungen der Anfi Resort und der Anfi Tauro Resort sowie den Erlösen aus dem Golfplatzbetrieb. Erlöse der Anfi Vacation Club aus Reiseleistungen und Buchungen sind von untergeordneter Bedeutung. Im Jahr 2025 wurden überwiegend Nutzungsrechte mit einer Laufzeit von 10 Jahren verkauft. Der durchschnittliche Verkaufspreis betrug rd. 10,5 T€ für ein 10-jähriges und rd. 17,1 T€ für ein 50-jähriges Nutzungsrecht.

540. Im Jahr 2026 gehen die Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Nutzungswochen von 35,0 Mio. € auf 28,5 Mio. € zurück, während die Erlöse aus Dienstleistungen von 20,4 Mio. € auf 28,5 Mio. € steigen. Für 2027 wird ein moderater Anstieg beider Umsatzarten prognostiziert. Diese Entwicklung trägt insbesondere den konjunkturellen Rahmenbedingungen sowie den Schwankungen auf den europäischen Quellmärkten Rechnung. Ab dem Jahr 2028 wird ein jährliches Wachstum von 2,3 % p.a. unterstellt. Wesentliche Wachstumstreiber im Bereich des Verkaufs von Nutzungsrechten durch Anfi Sales sind die geplante verstärkte Überführung von Einmalurlaubern in langfristige Mitgliedschaften sowie die Intensivierung des Vertriebs an Bestandsmitglieder. Auch trägt ein erwarteter Rückgang der Stornierungen infolge eines durch die Konzernzugehörigkeit gestärkten Markenimages positiv zu einem Anstieg der Umsatzerlöse bei. Die Umsatzentwicklung der Anfi Resort und Anfi Tauro Resort orientiert sich im Wesentlichen an der Entwicklung der an die Clubs weiterbelasteten Betriebskosten. Für den Golfplatzbetrieb wird nach dem kräftigen Wachstum der Vorjahre, das auf die Übertragung des Betriebs an die spezialisierte Konzerngesellschaft zurückgeht, angesichts der weitgehend erreichten Kapazitätsgrenze ein Wachstum von 1,5 % bis 2,5 % p.a. erwartet.

541. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** steigen von 6,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 8,2 Mio. € im Jahr 2026 und 9,0 Mio. € im Jahr 2027. Bis zum Jahr 2030 wird ein weiterer Anstieg auf 9,2 Mio. € erwartet. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,5 % im Zeitraum von 2025 bis 2030. Die Position umfasst im Wesentlichen Erträge aus der kurzfristigen Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen an Einmalurlauber, unter anderem über Reiseveranstalter einschließlich der Lopesan-Gruppe. Daneben sind Mieterträge der Anfi Real Estate aus dem Einkaufszentrum sowie Erträge aus der Parkplatzvermietung und Buchungsgebühren enthalten. Der deutliche Anstieg im Jahr 2026 sowie der weitere Zuwachs im Jahr 2027 sind insbesondere auf die verstärkte Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen zurückzuführen. Ziel ist es, die mit diesen Wochen verbundenen laufenden Kosten zu decken und zugleich neue Kunden für das Timesharing-Produkt zu gewinnen. Dabei wird davon ausgegangen, dass ein Teil der Einmalurlauber aufgrund positiver Urlaubserfahrungen langfristig als Mitglieder gewonnen werden kann. Ab dem Jahr 2028 wird nur noch ein geringfügiger Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge erwartet, da die Vermarktung über Reiseveranstalter bewusst begrenzt werden soll, um die Premiumpositionierung der Resorts und die Exklusivität für die Mitglieder zu wahren.

542. Der **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen die Herstellungskosten der verkauften Nutzungsrechte, die bei deren Verkauf aufwandswirksam erfasst werden, sowie Aufwendungen für zentral beschaffte Verbrauchsmaterialien und von Dritten bezogene Leistungen für Urlaubsaktivitäten der Mitglieder. In der Vergangenheit war der Materialaufwand insbesondere durch Stornierungen und Rückabwicklungen von Nutzungsrechten im Zusammenhang mit den Gerichtsverfahren beeinflusst. Mit der Beilegung der Rechtsstreitigkeiten und der Anpassung der Vertragsstrukturen wird davon ausgegangen,

dass diese Sondereffekte im Planungszeitraum entfallen. Ab dem Jahr 2026 wird daher mit einer weitgehend stabilen Materialaufwandsquote von rd. 7,5 % bis 7,6 % der Umsatzerlöse gerechnet, die von der Gesellschaft als nachhaltig eingeschätzt wird. Entsprechend der geplanten Umsatzentwicklung steigt der Materialaufwand von 4,3 Mio. € im Jahr 2026 auf 4,7 Mio. € im Jahr 2030.

543. Der **Personalaufwand** steigt von 23,5 Mio. € auf 25,5 Mio. € im Jahr 2026. Der Anstieg ist insbesondere auf einmalige Abfindungszahlungen von rd. 1,2 Mio. € im Zusammenhang mit dem geplanten Personalabbau zurückzuführen. Im Rahmen eines Sozialplans ist vorgesehen, den Personalbestand von rd. 725 Mitarbeitern um etwa 45 Stellen im Vertrieb und im operativen Resortbetrieb zu reduzieren. Durch den Stellenabbau werden ab 2027 entsprechende Personalkosteneinsparungen erwartet, sodass der Personalaufwand auf 24,0 Mio. € zurückgeht. In den Folgejahren steigt der Personalaufwand infolge der geplanten jährlichen Lohn- und Gehaltssteigerungen von rd. 3,5 % wieder auf 26,7 Mio. € im Jahr 2030 an. Die Höhe der angenommenen Gehaltssteigerungen orientieren sich an den lokalen Tarifvereinbarungen. Die Einsparungen aus dem Personalabbau werden damit im weiteren Planungsverlauf weitgehend durch die steigenden Lohnkosten kompensiert. Die Planungsrechnung sieht langfristig eine Personalaufwandsquote von rd. 42 % bis 43 % der Umsatzerlöse vor.

544. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen im Wesentlichen Instandhaltungsgebühren für unverkaufte Nutzungswochen, Marketing- und Vertriebskosten sowie weitere Aufwendungen für den laufenden Resort- und Golfplatzbetrieb. Ein wesentlicher Teil entfällt dabei auf die Instandhaltung der noch nicht verkauften Nutzungswochen sowie für interne und externe Vertriebsleistungen. Hinzu kommen operative Aufwendungen der Resortgesellschaften, unter anderem für Wäschereidienstleistungen, Animation und die Instandhaltung der Gemeinschaftsflächen, sowie die laufenden Betriebs- und Pflegekosten des Golfplatzes. Für das Jahr 2026 sind sonstige betriebliche Aufwendungen von 19,8 Mio. € geplant, die im Jahr 2027 auf 21,5 Mio. € ansteigen. Der Anstieg ist auf die geplante Auslagerung bestimmter Verwaltungsleistungen im Zuge des ab 2026 eingeleiteten Personalabbaus zurückzuführen. Die bislang intern erbrachten Leistungen sollen künftig von externen Dienstleistern übernommen werden, wodurch sich Aufwendungen aus dem Personalaufwand in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verlagern. Entsprechend erhöht sich die Aufwandsquote von 34,7 % im Jahr 2026 auf 37,3 % im Jahr 2027. In den Folgejahren wird bei weitgehend konstanten absoluten Aufwendungen und steigenden Umsatzerlösen eine kontinuierliche Verbesserung der Aufwandsquote auf 35,2 % im Jahr 2030 erwartet. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen dabei bis zum Jahr 2030 nur noch geringfügig auf 21,8 Mio. €.

545. Das **EBITDA** steigt von -0,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 15,7 Mio. € im Jahr 2026 und erreicht bis zum Jahr 2030 einen Wert von 17,8 Mio. €. Die EBITDA-Marge verbessert sich von 0,0 % im Jahr 2025 auf 27,5 % im Jahr 2026 und liegt ab 2027 um etwa 29,0 %. Im letzten Planjahr beträgt sie 28,8 %. Die deutliche Ergebnisverbesserung gegenüber dem Ausgangsjahr 2025 ist insbesondere auf die höheren Erträge aus der Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen, die geplanten Personalkosteneinsparungen sowie auf den Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Ab 2027 gleichen sich die Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen weitgehend aus, sodass die EBITDA-Marge auf einem annähernd konstanten Niveau verbleibt. Der leichte Margenrückgang in den Jahren 2029 und 2030 ist auf den im Verhältnis zu den Umsatzerlösen stärkeren Anstieg des Personalaufwands zurückzuführen.

546. Insgesamt erachten wir die Planungsrechnung für das Timesharing-Geschäft der Anfi-Gruppe als plausibel. Die Planung beruht auf einer sachgerechten Methodik und nachvollziehbaren Annahmen, die wir sowohl hinsichtlich ihrer Höhe als auch ihrer rechnerischen Umsetzung als vertretbar beurteilen. Für die Plausibilität der Umsatzplanung spricht insbesondere, dass ein wesentlicher Teil der laufenden Erträge durch bestehende Mitgliedsverhältnisse unterlegt ist. Das geplante Wachstum soll überwiegend durch den erneuten Verkauf auslaufender oder zurückfallender Nutzungsrechte, zusätzliche Verkäufe und Upgrades an Bestandsmitglieder sowie die Gewinnung neuer Mitglieder aus dem Kreis der Einmalurlauber erzielt werden. Die verstärkte kurzfristige Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen dient dabei nicht nur der Deckung der laufenden Kosten, sondern zugleich der Gewinnung potenzieller Neukunden für das Timesharing-Geschäft. Eine Erweiterung der vorhandenen Kapazitäten bzw. die Errichtung neuer Timesharing-Anlagen ist nicht vorgesehen. Das Entwicklungsprojekt im Tauro-Tal ist nicht Bestandteil der operativen Planungsrechnung und wird gesondert als Sonderwert berücksichtigt (vgl. Tz. 715 ff.). Ebenso plausibel erachten wir die geplante Ergebnisentwicklung. Sie berücksichtigt im Planungszeitraum die erwarteten Einsparungen aus dem Personalabbau und in den Folgejahren Lohn- und Gehaltssteigerungen auf Basis lokaler Tarifverhandlungen. Gleichwohl bestehen Risiken insbesondere aus dem branchenbedingt teilweise negativen Image des Timesharing-Modells sowie einer möglicherweise nachlassenden Nachfrage jüngerer Zielgruppen nach langfristig gebundenen Urlaubsprodukten. Ein weiteres Risiko ergibt sich aus dem Alter der überwiegend in den 1980er- und 1990er-Jahren errichteten Anlagen und einem damit möglicherweise steigenden Instandhaltungs- und Sanierungsbedarf. Größere Sanierungsmaßnahmen bedürfen entsprechender Beschlüsse der Mitgliederversammlungen, wobei die auf unverkaufte Nutzungswochen entfallenden Kosten von der Anfi-Gruppe zu tragen wären. Diese Risiken stehen der grundsätzlichen Plausibilität der Planungsrechnung nach unserer Einschätzung jedoch nicht entgegen.

gg) Holding und sonstige Geschäftsbereiche

547. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Planungsrechnung der Holding sowie der sonstigen Geschäftsbereiche für den Detailplanungszeitraum von 2026 bis 2030 bis zum EBITDA in Euro:

Holding und sonstige Geschäftsbereiche	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2026-30 %
Umsatzerlöse	**2,0**	**2,0**	**2,0**	**2,0**	**2,1**	***1,2%***
Umsatzwachstum	*n/a*	*1,6%*	*1,1%*	*0,9%*	*1,2%*	
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	*0,0%*
Summe betriebliche Erträge	**2,1**	**2,1**	**2,1**	**2,1**	**2,2**	***1,2%***
Materialaufwand	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	*n.a.*
Personalaufwand	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1	*3,9%*
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	*2,3%*
EBITDA	**-1,9**	**-2,0**	**-2,1**	**-2,2**	**-2,3**	***4,9%***

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 22: Zukunftserfolgsplanung der Holding sowie der sonstigen Geschäftsbereiche im Zeitraum von 2026 bis 2030

548. Nach der Veräußerung der Managementrechte an den deutschen Hotel- und Gesundheitseinrichtungen resultieren die **Umsatzerlöse** der Holding künftig im Wesentlichen aus konzerninternen Verwaltungs-, Beratungs- und Unterstützungsleistungen für die Lopesan Gruppe. Ergänzend werden Umsatzerlöse aus der Verwaltung und Trinkwasserversorgung der Wohnanlage „Villa Bávaro“ in der Dominikanischen Republik erzielt. Die Umsatzplanung berücksichtigt insbesondere die vertraglich vereinbarten Anpassungen der Verwaltungsgebühren und Wasserentgelte. Insgesamt wird bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 1,2 % ein Anstieg der Umsatzerlöse von 2,0 Mio. € im Geschäftsjahr 2026 auf 2,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2030 erwartet. Unter Einbeziehung sonstiger betrieblicher Erträge von jährlich rund 0,1 Mio. € erhöhen sich die betrieblichen Erträge im Planungszeitraum von 2,1 Mio. € auf 2,2 Mio. €. Der **Personalaufwand** entfällt auf die Beschäftigten der Holding in Spanien sowie der sonstigen Geschäftsbereiche in der Dominikanischen Republik. Im Planungszeitraum wird ein Anstieg von 1,8 Mio. € auf 2,1 Mio. € erwartet. Der Planung liegen insbesondere die erwartete allgemeine Preisentwicklung sowie tarifvertraglich bedingte Gehaltsanpassungen im Gastgewerbe zugrunde. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** steigen im selben Zeitraum von 2,1 Mio. € auf 2,3 Mio. €. Auf Ebene der Holding umfassen diese im Wesentlichen Aufwendungen für Rechts- und Steuerberatung, Rechnungslegung sowie Managementberatung. In den sonstigen Geschäftsbereichen entfallen die Aufwendungen insbesondere auf die Pflege und Instandhaltung von Gemeinschafts- und Gartenflächen,

Versicherungen, den Energieverbrauch der Pumpen- und Brunnenanlagen sowie die Instandhaltung des Wasserversorgungsnetzes. Die Fortschreibung dieser Kostenpositionen erfolgt unter Berücksichtigung der erwarteten Inflationsentwicklung.

549. Aufgrund des im Verhältnis zur Umsatzentwicklung überproportionalen Anstiegs der operativen Aufwendungen verschlechtert sich das EBITDA von -1,9 Mio. € im Geschäftsjahr 2026 auf -2,3 Mio. € im Geschäftsjahr 2030. Die über den gesamten Planungszeitraum negativen operativen Ergebnisse sind insbesondere auf die Funktion der Holding als konzerninterner Verwaltungs- und Dienstleistungsbereich sowie auf die inflations- und tarifbedingten Kostensteigerungen zurückzuführen. Vor dem Hintergrund der zugrunde gelegten Geschäftsstruktur und Planungsannahmen erachten wir die geplante Ergebnisentwicklung für die Holding und sonstige Geschäftsbereiche insgesamt als plausibel.

d) Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) in der ewigen Rente

550. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis der LSI für die Fortführungsphase ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet. Für die Überleitung in die ewige Rente wurde nach dem Detailplanungszeitraum ein Übergangsjahr 2031 eingefügt. Die ewige Rente beginnt mit dem Geschäftsjahr 2032.

551. Die nachfolgende Tabelle stellt die der Bewertung zugrunde gelegte Zukunftserfolgsplanung inklusive des Übergangsjahres und der ewigen Rente dar:

LSI-Konzern Planungsrechnung	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	ÜJ 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
Umsatzerlöse	**191,5**	**271,5**	**303,9**	**324,4**	**332,8**	**337,8**	**342,8**
Umsatzwachstum	*10,5%*	*41,8%*	*12,0%*	*6,8%*	*2,6%*	*1,5%*	*1,5%*
Sonstige betriebliche Erträge	8,5	9,4	9,5	9,6	9,6	9,8	9,9
Summe betriebliche Erträge	**200,0**	**280,8**	**313,4**	**334,0**	**342,4**	**347,6**	**352,8**
Materialaufwand	-42,5	-57,8	-62,5	-67,6	-69,4	-70,4	-71,5
Personalaufwand	-60,0	-72,0	-79,4	-83,9	-87,2	-88,5	-89,8
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-56,2	-75,9	-81,5	-86,0	-88,0	-89,3	-90,7
EBITDA	**41,4**	**75,1**	**89,9**	**96,4**	**97,8**	**99,3**	**100,8**
EBITDA-Marge	***21,6%***	***27,7%***	***29,6%***	***29,7%***	***29,4%***	***29,4%***	***29,4%***
Abschreibungen	-40,0	-43,7	-43,7	-43,7	-43,7	-42,0	-42,6
EBIT	**1,4**	**31,4**	**46,2**	**52,7**	**54,1**	**57,3**	**58,2**
EBIT-Marge	***0,7%***	***11,6%***	***15,2%***	***16,2%***	***16,3%***	***17,0%***	***17,0%***

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 23: Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns im Zeitraum von 2026 bis 2030, Übergangsjahr und nachhaltiges Ergebnis

552. Zur Ableitung des Übergangsjahres hat die Bewertungsgutachterin gesonderte Analysen vorgenommen und insbesondere die Umsatzentwicklung und die Aufwandsstruktur anhand der jeweiligen Aufwandsquoten untersucht. Nach ihren Analysen und den Einschätzungen des Managements soll die Hochlaufphase des Caoba-Komplexes in der Dominikanischen Republik und des Hotels Miguel Ángel in Madrid bis Ende 2029 abgeschlossen sein. Die Bewertungsgutachterin geht daher davon aus, dass die Auslastung, die durchschnittlichen Zimmerraten und die übrigen wesentlichen operativen Kennzahlen der beiden Hotelbetriebe im Jahr 2030 ein langfristig erzielbares Niveau erreichen. Gleiches wird für die wesentlichen operativen Kennzahlen des Timesharing-Geschäfts unterstellt. Vor diesem Hintergrund betrachtet die Bewertungsgutachterin das operative Ergebnis des letzten Planjahres 2030 bereits als nachhaltig.

553. Die **Umsatzerlöse** und operativen Aufwendungen des Jahres 2030 wurden daher für das Übergangsjahr 2031 mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5 % fortgeschrieben. Die Umsatzerlöse steigen damit auf 337,8 Mio. € im Übergangsjahr und 342,8 Mio. € in der ewigen Rente. Im Vergleich dazu sieht die Detailplanung für die Jahre 2025 bis 2030 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 13,9 % vor, das sich im letzten Planjahr 2030 auf 2,6 % abschwächt.

554. Durch die einheitliche Fortschreibung der Umsatzerlöse und operativen Aufwendungen bleibt die EBITDA-Marge des letzten Planjahres von 29,4 % sowohl im Übergangsjahr als auch in der ewigen Rente unverändert. Das **EBITDA** erhöht sich entsprechend auf 99,3 Mio. € im Jahr 2031 und 100,8 Mio. € in der ewigen Rente. Die von der Bewertungsgutachterin für die ewige Rente ab 2032 angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge von 29,4 % übersteigt die im Geschäftsjahr 2025 erzielte EBITDA-Marge der LSI deutlich und entspricht dem Niveau des letzten Planjahres 2030. Es wird unterstellt, dass in 2030 die Hochlaufphase des Caoba-Komplexes in der Dominikanischen Republik und des Hotels Miguel Ángel in Madrid abgeschlossen ist und beide Hotelbetriebe einen eingeschwungenen Zustand erreicht haben. Die historischen und prognostizierten EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen liegen im Median in einer Bandbreite zwischen 18,3 % und 26,0 % (vgl. Tz. 290 f.). Die für die LSI angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge von 29,4 % liegt damit über dem oberen Rand dieser Peer Group-Bandbreite und ist in Teilen als ambitioniert, gleichwohl noch als plausibel einzustufen.

555. Zur Ableitung der nachhaltigen **Reinvestitionen** hat die Bewertungsgutachterin die Investitionszyklen der Hotelanlagen untersucht. Dabei wurden insbesondere die erwarteten Investitionsbedarfe und Zeitpunkte regelmäßig erforderlicher Modernisierungs- und Sanierungsmaßnahmen sowie das nachhaltige inflationsbedingte Wachstum berücksichtigt. Auf dieser Grundlage hat KPMG Reinvestitionen von 44,4 Mio. € im Übergangsjahr und 45,0 Mio. € in der ewigen Rente zugrunde gelegt. Die nachhaltigen Abschreibungen werden dagegen mit 42,0 Mio. € bzw. 42,6 Mio. € angesetzt und liegen damit etwas unter den Reinvestitionen. Dies entspricht jeweils einer Abschreibungsquote von 12,4 % der Umsatzerlöse.

556. Unter Berücksichtigung der nachhaltigen Abschreibungen ergibt sich ein **EBIT** von 57,3 Mio. € im Übergangsjahr 2031 und 58,2 Mio. € in der ewigen Rente. Die EBIT-Marge beträgt in beiden Perioden 17,0 % und liegt damit über dem Niveau des letzten Planjahres 2030 von 16,3 %. Der Margenanstieg ist darauf zurückzuführen, dass die für die Fortführungsphase angesetzten Abschreibungen unter den fortgeschriebenen Abschreibungen des letzten Planjahres von 43,7 Mio. € liegen. Die von der Bewertungsgutachterin für die ewige Rente ab 2032 angesetzte nachhaltige EBIT-Marge von 17,0 % übersteigt die im Geschäftsjahr 2025 erzielte EBIT-Marge und die im Detailplanungszeitraum zugrunde gelegten EBIT-Margen der

LSI deutlich. Die historischen und prognostizierten EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen liegen im Median in einer Bandbreite zwischen 12,1 % und 15,8 % (vgl. Tz. 295 f.). Die für die LSI angesetzte nachhaltige EBIT-Marge von 17,0 % liegt damit über dem oberen Rand dieser Peer Group-Bandbreite und ist in Teilen als ambitioniert, gleichwohl noch als plausibel einzustufen.

e) Finanzergebnis

557. Das **Finanzergebnis** wurde ausgehend von der Konzernbilanz der LSI zum 31. Dezember 2025 und einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die einzelnen Jahre des Planungszeitraums abgeleitet. Die Bewertungsgutachterin hat dabei die geplanten Beteiligungserträge aus der LHM bereinigt, da für die Beteiligung der LSI an der LHM ein Sonderwert angesetzt wurde.

558. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung des angepassten EBIT auf das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT).

LSI Finanzergebnis	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	ÜJ 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
EBIT (angepasst)	**1,4**	**31,4**	**46,2**	**52,7**	**54,1**	**57,3**	**58,2**
Zinserträge	5,5	5,0	5,4	5,7	6,2	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-20,9	-24,5	-24,0	-21,6	-19,1	-9,4	-9,5
Finanzergebnis	**-15,4**	**-19,5**	**-18,6**	**-15,8**	**-12,9**	**-9,4**	**-9,5**
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**-14,0**	**11,9**	**27,6**	**36,9**	**41,2**	**47,9**	**48,7**

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Darstellung

Tabelle 24: Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung Finanzergebnis und EBT

559. KPMG hat das konsolidierte Finanzergebnis des LSI-Konzerns, ausgehend vom Vermögensstatus zum 31. Dezember 2025, auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die jeweiligen Planjahre abgeleitet. Dabei wurden insbesondere die zum 31. Dezember 2025 bestehenden Finanzverbindlichkeiten, die finanziellen Vermögenswerte sowie die Bankguthaben und Kassenbestände berücksichtigt und die daraus resultierenden Zinsaufwendungen und Zinserträge in der Planung abgebildet.

560. Unter Berücksichtigung der Investitions- und Working Capital-Planung der Gesellschaft sowie den angenommenen Thesaurierungen ergibt sich im Detailplanungszeitraum zunächst ein weiterer Anstieg der Nettoverschuldung der Gesellschaft. Der Anstieg der Verschuldung ist dabei insbesondere auf die Investitionen in die Hotelbetriebe in der Dominikanischen Republik und in Madrid zurückzuführen. Ab dem Geschäftsjahr 2028 reduziert sich die Nettoverschuldung der Gesellschaft, da den Abschreibungen deutlich geringere geplante

Investitionen gegenüberstehen und zudem die Jahresergebnisse vollständig thesauriert werden.

561. Einhergehend mit der beschriebenen Entwicklung reduziert sich das Finanzergebnis zunächst auf -19,5 Mio. € im Jahr 2027, bevor es sich in den folgenden Jahren der Detailplanungsphase kontinuierlich auf -12,9 Mio. € im Jahr 2030 verbessert. Für das Übergangsjahr und die Phase der ewigen Rente geht die Bewertungsgutachterin davon aus, dass die liquiden Mittel zur Tilgung der Finanzverbindlichkeiten herangezogen werden, so dass sich insoweit das Finanzergebnis weiter verbessert.

562. Für die finanziellen Vermögenswerte sowie die Bankguthaben und Kassenbestände wurde in der Detailplanungsphase einheitlich eine Verzinsung in Höhe des risikolosen Basiszinssatzes (3,75 %) angenommen. Die Verzinsung der Finanzverbindlichkeiten orientiert sich in der Detailplanungsphase an den vertraglich vereinbarten Konditionen. Für neue Finanzierungsmittel hat die Bewertungsgutachterin einen Zinssatz von 4,85 % angenommen, der sich aus dem Basiszinssatz (3,75 %) und einem Credit Spread von 1,10 % zusammensetzt. Für den Detailplanungszeitraum ergeben sich demnach effektive Fremdkapitalzinssätze zwischen 4,20 % und 4,37 %. In der Phase der ewigen Rente wird für die Finanzverbindlichkeiten ein einheitlicher Zinssatz von 4,85 % p.a. zugrunde gelegt.

563. Wir haben die Ermittlung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass das Finanzergebnis insgesamt sachgerecht geplant wurde.

f) Ertragsteuern des Unternehmens

564. Die den **Unternehmenseignern** frei zur Verfügung stehenden künftigen Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens zu ermitteln.

565. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung des angepassten EBIT auf das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT).

LSI Ertragsteuern des Unternehmens	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	ÜJ 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
Ergebnis vor Steuern (EBT)	**-14,0**	**11,9**	**27,6**	**36,9**	**41,2**	**47,9**	**48,7**
Unternehmenssteuern	-0,0	-1,0	-2,2	-2,9	-2,8	-3,7	-12,4
Effektive Steuerquote	-0,1%	8,4%	7,9%	7,8%	6,7%	7,7%	25,4%
Jahresergebnis	**-14,0**	**10,9**	**25,5**	**34,0**	**38,4**	**44,2**	**36,3**

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Darstellung

Tabelle 25: Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens und Jahresergebnis

566. Für Zwecke der Ermittlung der Unternehmenssteuern hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von den Planungen der einzelnen Hotelbetriebe und der Timesharing-Aktivitäten die Ergebnisse auf die einzelnen Länder aufgeteilt. Dabei wurde jeweils davon ausgegangen, dass bestehende Organschaften der jeweiligen Landesgesellschaften fortbestehen und insoweit eine unmittelbare Verrechnung von steuerlichen Gewinnen und Verlusten in den einzelnen Ländern möglich ist. Ebenso wurden die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in den einzelnen Regionen vereinfachend summiert betrachtet.

567. Im Hinblick auf die Hotelbetriebe in der Dominikanischen Republik wurde berücksichtigt, dass aufgrund der zugrunde liegenden konzerninternen Verrechnungspreise wesentliche Teile des Ergebnisses in Spanien zu versteuern sind. Vereinfachend wurde daher für steuerliche Zwecke das vollständige Ergebnis Spanien zugerechnet.

568. Der Steuerberechnung liegen Unternehmenssteuersätze von 25 % in Spanien und von 23 % in Österreich zugrunde. Bei der Ermittlung der Unternehmenssteuern wurden die in Spanien und Österreich bestehenden Regelungen zur Mindestbesteuerung bei der Nutzung der Verlustvorträge beachtet, sodass die bestehenden Verlustvorträge jeweils nur anteilig mit den steuerlichen Ergebnissen verrechnet werden konnten. Die Verlustvorträge werden daher im Detailplanungszeitraum nicht vollständig verbraucht. Für die zum Ende des Übergangsjahrs 2031 noch bestehenden Verlustvorträge hat die Bewertungsgutachterin den Verbrauch in den nachfolgenden Jahren durch eine Annuität im Steueraufwand der ewigen Rente (2032 ff.) berücksichtigt.

569. Bedingt durch die Nutzung der bestehenden steuerlichen Verlustvorträge sowie der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zahlungen aus den Rechtsstreitigkeiten im Rahmen der Timesharing-Aktivitäten in den Jahren 2026 und 2030 ergeben sich im Detailplanungszeitraum effektive Steuersätze zwischen -0,1 % (2026) und 8,4 % (2027).

570. Unter Berücksichtigung der steuerentlastenden Effekte aus den zum Ende des Jahres 2031 noch bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen in Spanien und Österreich ergibt sich in der Phase der ewigen Rente ein nachhaltiger effektiver Konzernsteuersatz von 25,4 %.

571. Wir haben die Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht. Wir haben uns insb. davon überzeugt, dass die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in der Planung der Ertragsteuern des Unternehmens angemessen reflektiert sind.

g) Minderheiten

572. Im LSI-Konzern bestehen Minderheitenanteile vor allem bei Gesellschaften in der Dominikanischen Republik sowie bei der IFA Insel Ferien Anlagen KG. Die Minderheitenanteile werden im Detailplanungszeitraum auf niedrigem (negativen) Niveau fortgeschrieben. In der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin keine Minderheitenanteile angesetzt. Die folgende Übersicht zeigt die Überleitung auf das auf die Gesellschafter der LSI AG entfallende Ergebnis.

LSI Minderheitenanteile	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	ÜJ 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
Jahresergebnis	**-14,0**	**10,9**	**25,5**	**34,0**	**38,4**	**44,2**	**36,3**
Auf andere Gesellschafter entfallendes Ergebnis (Minderheitenanteile)	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0
Auf Gesellschafter der LSI AG entfallendes Ergebnis	**-13,8**	**11,3**	**25,9**	**34,5**	**38,9**	**44,2**	**36,3**

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Darstellung

Tabelle 26: Zukunftserfolgsplanung des LSI-Konzerns – Ableitung Minderheitenanteile und auf Gesellschafter der LSI AG entfallendes Ergebnis

573. Wir haben die Planung der Minderheitenanteile nachvollzogen und halten diese für sachgerecht. Den Verzicht auf einen Minderheitenabzug in der ewigen Rente halten wir für vertretbar.

h) Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Planungsrechnung

574. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der LSI untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

575. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

576. Die LSI plant für den Zeitraum von 2025 bis 2030 einen Anstieg der Umsatzerlöse von 173,4 Mio. € auf 332,8 Mio. €. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 13,9 % p.a. Das geplante Wachstum ist im Wesentlichen kapazitätsgetrieben. Maßgeblich hierfür sind die nahezu Verdoppelung der Zimmerkapazität in der Dominikanischen Republik durch den neuen Caoba-Komplex sowie die Eröffnung des Hotels Miguel Ángel in Madrid im Jahr 2027. Für die bestehenden Geschäftsbereiche ohne Kapazitätserweiterung sind dagegen moderate Wachstumsraten geplant. Im Wettbewerbsvergleich liegen die Mediane der historischen und prognostizierten Umsatzwachstumsraten der Vergleichsunternehmen in einer Bandbreite von -6,3 % bis 12,4 % (vgl. Tz. 286 f.). Die von der LSI geplante durchschnittliche Wachstumsrate von 13,9 % p.a. übertrifft diese Werte deutlich.

577. Aufgrund des Kapazitätseffekts sind die Umsatzwachstumsraten von Vergleichsunternehmen nur eingeschränkt vergleichbar. Maßgeblich ist vielmehr, ob die neuen Kapazitäten im geplanten Zeitraum und zu den geplanten Zimmerpreisen ausgelastet werden können. Für den Caoba-Komplex soll trotz der bis 2027 verzögerten Inbetriebnahme bereits ab 2030 der Regelbetrieb erreicht werden. Dabei unterstellt die Planung eine weitgehende Annäherung von ADR und Auslastung an das Costa Bávaro. Die Zimmerpreise haben jedoch nach den Erhöhungen der Jahre 2025 (+9,0 %) und 2026 (+21,0 %) bereits ein hohes Niveau erreicht. Weitere Preissteigerungen werden durch den zunehmenden Wettbewerb und den starken Kapazitätsausbau in Punta Cana begrenzt. Für Madrid sieht die Planungsrechnung schon im Eröffnungsjahr eine Auslastung von ca. 68 % und für 2030 Zimmerpreise von über 800 € vor. Die geplante kurze Anlaufphase ist nur durch den Beitritt zu einer etablierten Vertriebsallianz realisierbar. Auf Gran Canaria sind Kapazitätserweiterungen aus umweltrechtlichen Gründen ausgeschlossen. Die Zimmerpreise haben nach Einschätzung des Managements das durchsetzbare Niveau weitgehend erreicht und liegen deutlich über dem durchschnittlichen

ADR auf Gran Canaria. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Umsatzplanung der LSI und insbesondere der genannten Bereiche als ambitioniert, aber erreichbar.

578. Das EBITDA steigt von 31,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 97,8 Mio. € im Jahr 2030. Die EBITDA-Marge der LSI erhöht sich von 18,3 % im Jahr 2025 kontinuierlich auf bis zu 29,7 % im Jahr 2029, bevor sie im letzten Planjahr 2030 auf 29,4 % zurückgeht. Ein wesentlicher Anteil des Ergebnisanstiegs entfällt auf die beiden neuen Hotelprojekte. Hinzu kommt die Ergebnisverbesserung im Timesharing-Geschäft aufgrund des geplanten Personalabbaus und der verstärkten Vermarktung unverkaufter Nutzungswochen. Im Planungszeitraum übertreffen die geplanten EBITDA-Margen der LSI die Bandbreite der Vergleichsunternehmen von 18,3 % bis 26,0 % (vgl. Tz. 292 f.). Wesentlich hierfür ist das Hotel in Madrid, für das infolge unterproportional steigender Aufwendungen eine EBITDA-Marge von bis zu 37,0 % geplant ist. Für die Dominikanische Republik liegt die geplante Marge von 30,2 % zwar unter dem Ist-Wert von 2025 (32,0 %). Ohne die Mehrbelastungen aus der Anhebung des APA-Referenzwerts würde sie diesen jedoch übertreffen. Infolge der Investitionen steigen die Abschreibungen von 31,5 Mio. € auf 43,7 Mio. € ab 2027. Das EBIT erhöht sich von 0,2 Mio. € im Jahr 2025 auf 54,1 Mio. € im Jahr 2030. Die EBIT-Marge liegt in den Jahren 2029 und 2030 mit 16,2 % bzw. 16,3 % oberhalb der Bandbreite der Vergleichsunternehmen von 12,1 % bis 15,8 % (vgl. Tz. 297 f.). Die geplanten EBITDA- und EBIT-Margen im Planungszeitraum von 2026 bis 2030 erachten wir im Wettbewerbsvergleich als ambitioniert.

579. Der Ambitionsgrad der Planung geht damit im Wesentlichen auf die Hotelbetriebe in der Dominikanischen Republik, in Madrid und auf Gran Canaria zurück, die wir jeweils als ambitioniert, aber erreichbar beurteilen. Die Planungen für den Hotelbetrieb in Österreich und das Timesharing-Geschäft erachten wir als plausibel. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung der LSI als ambitioniert, aber erreichbar.

580. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet, ein Übergangsjahr 2031 ergänzt und die ewige Rente ab dem Geschäftsjahr 2032 angesetzt. Die Umsatzerlöse und operativen Aufwendungen des Jahres 2030 wurden mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5 % fortgeschrieben, sodass sich nachhaltige Umsatzerlöse von 342,8 Mio. € ergeben. Im Hinblick auf die Ableitung des nachhaltigen Umsatzniveaus aus dem letzten Planjahr erachten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin als sachgerecht.

581. Durch die einheitliche Fortschreibung der Umsatzerlöse und operativen Aufwendungen bleibt die EBITDA-Marge des letzten Planjahres von 29,4 % in der ewigen Rente unverändert. Sie liegt damit über dem oberen Rand der von uns ermittelten Peer Group-Bandbreite. Unter Berücksichtigung der nachhaltigen Abschreibungen ergibt sich in der ewigen Rente ein EBIT von 58,2 Mio. € bzw. eine nachhaltige EBIT-Marge von 17,0 %. Diese liegt über der EBIT-

Marge des letzten Planjahres 2030 von 16,3 %, da die nachhaltigen Abschreibungen unter den Abschreibungen des letzten Planjahres von 43,7 Mio. € liegen. Unter Berücksichtigung der historischen und prognostizierten EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen erachten wir die nachhaltige EBIT-Marge als in Teilen ambitioniert, gleichwohl noch als plausibel.

582. Das Finanzergebnis, die Ertragsteuern des Unternehmens und die Minderheitenanteile hat die Bewertungsgutachterin auf Grundlage der integrierten Planungsrechnung eigenständig abgeleitet. Wir haben die Ableitung jeweils rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten sie für plausibel.

583. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Zukunftserfolgsplanung der LSI sowohl im Detailplanungszeitraum als auch in der ewigen Rente in Teilen als ambitioniert, jedoch erreichbar. Der Ambitionsgrad ist im Wesentlichen auf die Planungen für den Caoba-Komplex in der Dominikanischen Republik und das Hotel in Madrid zurückzuführen. Vor dem Hintergrund dessen, dass eine ambitionierte Planungsrechnung und ein ambitioniert geplantes nachhaltiges Ergebnis nicht zu einer unangemessen niedrigen Barabfindung führen, halten wir die Planungsrechnung insgesamt für vertretbar und als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung für geeignet.

5. Ableitung der Nettoausschüttungen

a) Ausschüttungsverhalten

584. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen.[177] Thesaurierte Mittel können etwa zur Stärkung der Eigenmittelausstattung, zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen.[178]

585. Im Einklang mit der Planungsrechnung der LSI AG ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Jahresergebnisse im Detailplanungszeitraum sowie ergänzend auch im Übergangsjahr vollständig thesauriert werden. Die thesaurierten Mittel werden im Wesentlichen zur (anteiligen) Finanzierung der geplanten Investitionen bzw. zur Rückführung

---

177 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.86.

178 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.86.

der Finanzverbindlichkeiten der Gesellschaft verwendet. Im Ergebnis kann die Nettoverschuldung der Gesellschaft ab dem Jahr 2029 deutlich zurückgeführt werden. Die thesaurierten Mittel führen im Bewertungskalkül c.p. zu einem geringeren Zinsaufwand (bzw. höheren Zinserträgen) und zu einem geringeren Verschuldungsgrad der Gesellschaft.

586. In der ewigen Rente (ab 2032) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 40,0 % angesetzt, die sich an dem Ausschüttungsverhalten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen sowie der marktüblichen Ausschüttungsquoten deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet. Zudem wird in der Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2032 ff. eine Thesaurierung zur Finanzierung des Bilanzwachstums angenommen. Die hierfür vorgesehenen Mittel mindern insoweit den Wertbeitrag aus Thesaurierungen, der den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet wird.

587. Im Hinblick auf die Annahmen zum Ausschüttungsverhalten der LSI AG haben wir folgende Feststellungen:

- Das in der Detailplanungsphase von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Ausschüttungsverhalten entspricht dem in der Managementplanung dokumentierten individuellen Unternehmenskonzept und steht zudem im Einklang mit dem in der Vergangenheit zu beobachtenden Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft.

- Die von der Bewertungsgutachterin KPMG in der Phase der ewigen Rente angesetzte Ausschüttungsquote von 40 % liegt tendenziell im unteren Bereich der am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtenden Bandbreite der Ausschüttungsquoten.[179]

- Ergänzend haben wir eigene Analysen zur Ausschüttungsquote der von uns herangezogenen Peer Group-Unternehmen in der Vergangenheit durchgeführt. Im Ergebnis deuten diese Analysen auf eine leicht oberhalb von 40 % liegende Ausschüttungsquote hin. Aufgrund der im Vergleich zu Ausschüttungen geringeren effektiven persönlichen Ertragsteuerbelastung von Wertsteigerungen aus Thesaurierungen würde sich eine höhere Ausschüttungsquote c.p. unternehmenswertreduzierend auswirken.

- Wir erachten die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Ausschüttungsquote von 40,0 % der Höhe nach für vertretbar. Sie liegt im mittleren

[179] So werden teilweise marktübliche Ausschüttungsquote in einer Bandbreite von 40,0 % bis 60,0 % genannt. Vgl. hierzu etwa IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 280.

Bereich einer von uns als plausibel angesehenen Bandbreite für die Ausschüttungsquote.

- In der Phase der ewigen Rente ab dem Jahr 2032 ff. wurde von der Bewertungsgutachterin zunächst eine echte Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Bilanzwachstums berücksichtigt. Dieser Finanzierungsbedarf wurde ausgehend von dem geplanten Anlagevermögen und dem Nettoumlaufvermögen zum Ende der Grobplanungsphase unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate und der Annahme einer nachhaltig konstanten Kapitalstruktur ermittelt. Durch die sog. wachstumsbedingte, echte Thesaurierung in der ewigen Rente wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der finanziellen Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanzposten – ausgehend von der Annahme einer nachhaltig stabilen Kapitalstruktur und Verschuldungsgrad – auch anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die für dieses Bilanzwachstum erforderliche Thesaurierung wurde daher zutreffend nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren fiktiven Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einbezogen.

588. Wir halten die bei der Bewertung der LSI gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten der Höhe nach vertretbar und insgesamt plausibel.

b) Ertragsteuern der Anteilseigner

589. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.

590. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i.H.v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich SolZ unterliegen.

591. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies

einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.

592. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungsteuersatz zzgl. SolZ (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich SolZ (rd. 13,2 %) belastet werden.

593. Entsprechend wurden auch die (inflationsbedingten) Steigerungen des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente mit dem effektiven Steuersatz i.H.v. rd. 13,2 % belastet. Durch diese Vorgehensweise wird fingiert, dass die (inflationsbedingten) Kursgewinne bzw. Steigerungen des Unternehmenswerts nach der typisierten Haltedauer realisiert werden und der effektiven Abgeltungsteuer zuzüglich SolZ unterliegen. Vereinfachend wurde auf eine entsprechende Steuerbelastung in der Detailplanungsphase und im Übergangsjahr verzichtet.

594. Aufgrund des bestehenden steuerlichen ausschüttbaren Gewinns im Sinne des § 27 Abs. 1 S. 3 KStG hat die Bewertungsgutachterin bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine steuerfreien Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto angenommen.

595. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

c) Darstellung der Nettoausschüttungen

596. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

LSI Nettoausschüttungen	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	ÜJ 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
Konzernjahresergebnis	**-14,0**	**10,9**	**25,5**	**34,0**	**38,4**	**44,2**	**36,3**
Minderheitenanteile	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0
Ergebnis nach Minderheiten	**-13,8**	**11,3**	**25,9**	**34,5**	**38,9**	**44,2**	**36,3**
Thesaurierung	13,8	-11,3	-25,9	-34,5	-38,9	-44,2	-0,1
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**36,2**
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,7
- pers. Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,5
- pers. Ertragsteuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,8
Nettoausschüttungen	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**28,5**

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Darstellung

Tabelle 27: Ableitung der Nettoausschüttungen des LSI-Konzerns

6. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

597. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.

598. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.

599. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.

600. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

601. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.

602. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von

Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

603. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 3,75 % vor persönlichen Ertragsteuern. Der Basiszinssatz wurde sodann unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (25,0 % Abgeltungsteuer zzgl. 5,5 % SolZ) von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von 2,76 % umgerechnet.

604. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von **3,75 % vor persönlichen Ertragsteuern** bzw. **2,76 % nach persönlichen Ertragsteuern** unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise für sachgerecht und angemessen.

c) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

605. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.

606. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).

607. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko

über den sog. Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

608. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.

609. Aufgrund von Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.

610. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben.

611. Im fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegen. Der FAUB sah die Marktrisikoprämie unverändert innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern).

612. In seiner Sitzung vom 16. September 2025 hat der FAUB beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie auf 5,25 % bis 6,75 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 4,50 % bis 5,75 % (nach persönlichen Steuern) anzupassen. Der FAUB begründet seine Entscheidung

mit dem vorherrschenden Zinsumfeld. Demnach ist seit dem Jahr 2022 ein deutlicher Anstieg des barwertäquivalenten Basiszinssatzes zu beobachten. Im Jahr 2025 hat sich das Zinsniveau weiter erhöht. Zudem haben sich die impliziten Renditeerwartungen am Aktienmarkt deutlich verringert, was c.p. eine Reduktion der Marktrisikoprämie nahelegt. Eine unveränderte Anwendung der bisherigen Empfehlung für die Marktrisikoprämie von 6,0 % bis 8,0 % (vor persönlichen Steuern) würde im vorherrschenden Zinsumfeld bedeuten, dass rechnerisch von einer Gesamtrendite oberhalb der vom FAUB erwarteten Bandbreite ausgegangen wird. Des Weiteren habe sich das Zinsniveau tendenziell wieder an historische Zinsniveaus angenähert, was auch eine Annäherung an historische durchschnittliche Marktrisikoprämien nahelegt.

613. In seiner Sitzung am 12. Oktober 2026 hat der FAUB beschlossen, seine Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie erneut abzusenken. Die am 19. Oktober 2026 veröffentlichte Empfehlung sieht eine Bandbreite von 4,50 % bis 6,00 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. 4,00 % bis 5,25 % nach persönlichen Ertragsteuern vor. Hintergrund ist der seit der letzten Empfehlung vom September 2025 weiter gestiegene barwertäquivalente Basiszinssatz bei zugleich stabilisierten impliziten Renditeerwartungen am Aktienmarkt. Eine unveränderte Anwendung der bisherigen Bandbreite von 5,25 % bis 6,75 % vor persönlichen Ertragsteuern würde nach Einschätzung des FAUB im aktuellen Zinsumfeld rechnerisch zu einer Gesamtrendite oberhalb der empirisch beobachtbaren Bandbreite von rund 6,0 % bis 10,0 % in einem normalen Inflationsumfeld führen. Bei der Ableitung der Marktrisikoprämie hält der FAUB an seinem pluralistischen Ansatz fest, der historische nominale und reale Aktienrenditen, historische Marktrisikoprämien sowie zukunftsorientiert ermittelte implizite Aktienrenditen berücksichtigt.

614. Die Bewertungsgutachterin legt auf Basis eigener Analysen eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 4,50 % fest. Damit liegt die angesetzte Marktrisikoprämie im mittleren Bereich der aktuellen Bandbreitenempfehlung des FAUB.

615. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. **4,50 %** in der Gesamtbetrachtung derzeit für angemessen, da diese unseres Erachtens innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt. Die Vorgehensweise den Mittelwert der Bandbreitenempfehlung des FAUB anzusetzen (4,625 % nach persönlichen Steuern), ist in der Bewertungspraxis im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen verbreitet und würde c.p. zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen. Insofern ist die Annahme der Bewertungsgutachterin nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre.

bb) Betafaktor

616. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

617. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Unternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (sog. Peer Group) abgeleitet werden.

618. Bei der Bewertung der LSI wurde von KPMG auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein unverschuldeter Betafaktor von 0,70 zugrunde gelegt. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

Originärer Betafaktor der LSI

619. Die Aktien der LSI waren seit Juli 1995 unter der ISIN DE0006131204 im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) sowie der Börse Düsseldorf zum Handel zugelassen. Daneben wurden sie im Freiverkehr der Börsen Hamburg, Berlin, Stuttgart und München sowie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt (vgl. Abschnitt D.III.1, Tz. 303).

620. Am 15. April 2021 veröffentlichte die LTU die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots für sämtliche Aktien der LSI zu einer Geldleistung von 4,60 € je Aktie. Die Angebotsunterlage wurde am 27. Mai 2021 veröffentlicht, die Annahmefrist lief bis zum 24. Juni 2021. Das Angebot wurde für 6.603.109 Aktien angenommen. Nach Abwicklung des Angebots hielt die LTU-Gruppe 44.388.567 LSI-Aktien bzw. rd. 89,67 % des Grundkapitals (zuvor rd. 76,33 %). Zu den Einzelheiten verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.III.5.b).

621. Das Delisting im regulierten Markt wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse mit Ablauf des 30. Juni 2021 und an der Börse Düsseldorf am 12. Juli 2022 wirksam. Seit dem 12. Juli 2022 sind die Aktien der LSI damit in keinem regulierten Markt mehr zugelassen. Im Zusammenhang mit dem Delisting wurde die Einbeziehung in den Freiverkehr der Börsen Berlin, München und Stuttgart beendet. Die Aktien werden seitdem nur noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Diese Einbeziehung wurde weder von der LSI veranlasst noch wird sie von ihr unterstützt (vgl. Abschnitt D.III.1, Tz. 304).

622. Die LTU hat dem Vorstand der LSI mit Schreiben vom 26. Mai 2026 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI gegen eine angemessene Barabfindung auf die LTU nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out). Am selben Tag machte die LSI den Eingang des Verlangens öffentlich bekannt.

623. Ein aussagekräftiger Betafaktor kann spätestens seit der Ankündigung des Übertragungsverlangens (26. Mai 2026), und der damit einhergehenden Kursbeeinflussung, somit nicht ermittelt werden. Es ist jedoch denkbar, mit Hilfe geeigneter ökonometrischer Verfahren die historischen **Betafaktoren** der LSI-Aktie vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens abzuleiten.

624. Die Bewertungsgutachterin hat die Liquidität im Handel mit den Aktien der LSI an der Börse Hamburg anhand von Liquiditätskennzahlen untersucht. Im Dreimonatszeitraum bis zum 25. Mai 2026 lag die durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne bei 2,7 %, der durchschnittliche Handelsumsatz je Tag bei 158 T€ und das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen bei 0,04 % der ausstehenden Aktien. An 92 % der Tage fand Handel statt. In den Kalenderjahren 2023 bis 2025 sowie von August bis Dezember 2022 betrug die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne 2,6 % bis 3,2 % und der durchschnittliche Handelsumsatz je Tag 14 T€ bis 34 T€. Die Vergleichswerte der Unternehmen des MDAX (Median) liegen im Dreimonatszeitraum bei einer Geld-Brief-Spanne von 0,3 % und einem Handelsumsatz je Tag von 12.945 T€.

625. Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin festgestellt, dass für die LSI zwar am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vorliegen, dem Kapitalmarkt für die LSI aber regelmäßig nur wenige zukunftsgerichtete Informationen zur Verfügung stehen.

626. Auf dieser Grundlage kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass der Handel mit den Aktien der LSI seit Jahren nur sehr eingeschränkt liquide ist und die von der Rechtsprechung herangezogenen Liquiditätskriterien, insbesondere Geld-Brief-Spanne und Handelsumsatz, regelmäßig nicht eingehalten wurden. Ein Betafaktor könne nur dann einer Bewertung zugrunde gelegt werden, wenn er verlässlich ermittelt werden könne und seine

zeitliche Stabilität auch für die Zukunft zu erwarten sei.[180] Der originäre Betafaktor der LSI lasse daher keine hinreichend verlässliche Schätzung des zukünftigen operativen Risikos der Gesellschaft zu und sei sowohl aus ökonomischer Sicht als auch hinsichtlich der rechtlichen Anforderungen nicht für eine Bewertung geeignet.

627. Vor diesem Hintergrund hat sich die Bewertungsgutachterin dazu entschieden, im Rahmen der vorliegenden Unternehmensbewertung auf die Ableitung eines Betafaktors auf Basis einer Peer Group börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückzugreifen.

628. Im Rahmen eigener Analysen zur Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des systematischen Risikos der LSI haben wir zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der LSI für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum untersucht. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante Informationen.[181] Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.

629. Wir haben zunächst die relativen Bid-Ask-Spreads der LSI-Aktie untersucht. Der relative BAS betrug zum 25. Mai 2026 im Median im Zweijahreszeitraum 3,10 %, im Dreijahreszeitraum 3,08 % und im Fünfjahreszeitraum 3,03 %. Damit liegt der BAS in allen betrachteten Zeiträumen deutlich über den in der Rechtsprechung als Obergrenze für eine hinreichende Liquidität herangezogenen Werten von 1,0 % bis 1,25 % (vgl. Abschnitt D.III.5.c), Tz. 371).

630. Der tägliche Handelsumsatz der LSI-Aktie an inländischen börslichen Handelsplätzen betrug im Median im Zweijahreszeitraum 12 T€, im Dreijahreszeitraum rd. 11 T€ und im Fünfjahreszeitraum rd. 12 T€ (vgl. Tz. 377 f.). Der Handelsumsatz liegt damit in allen drei Zeiträumen deutlich unter dem in einzelnen Beschlüssen als Mindestwert genannten Handelsumsatz von 115 T€. Die Handelsquote lag im Median über die Beobachtungszeiträume bei 0,03 % bis 0,04 %. Die Kennzahlen weisen auf eine nur eingeschränkte Liquidität im Handel mit der LSI-Aktie hin. Es kann daher nicht ohne Weiteres

---

180 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019, 21 W 77/14.

181 Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

davon ausgegangen werden, dass sich die Kurse sachlich und zeitlich unverzerrt an neue, kursrelevante Informationen anpassen.

631. Gleichwohl haben wir zu indikativen Zwecken den unternehmenseigenen Betafaktor der LSI zum 25. Mai 2026 (Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens) mittels Regressionsanalysen für Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren ermittelt. Die Ergebnisse zeigt die folgende Tabelle.

LSI Beta (unverschuldet) zum Stichtag:	2Jw	3Jw	5Jm
25. Mai 2026	0,3*	0,2*	0,1*

** statistisch nicht signifikant von null verschieden gemäß t-Test; sehr geringer R^2-Wert < 0,02*

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 28: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der LSI

632. Der Betafaktor der LSI-Aktie beträgt zum 25. Mai 2026 0,27 (zwei Jahre), 0,24 (drei Jahre) und 0,10 (fünf Jahre). Keiner dieser Betafaktoren weist bei einem Signifikanzniveau von 5,0 % eine statistische Signifikanz auf. Mit dem t-Test wird geprüft, ob der geschätzte Betafaktor statistisch gesichert von null abweicht. Liegt, wie in diesem Fall, keine Signifikanz vor, kann nicht ausgeschlossen werden, dass der tatsächliche Betafaktor null beträgt und der geschätzte Wert allein zufallsbedingt ist. Der geschätzte Betafaktor liefert dann keinen belastbaren Hinweis auf das systematische Risiko der Aktie.

633. Zusätzlich haben wir die Bestimmtheitsmaße (R^2) der Regressionen betrachtet. Das Bestimmtheitsmaß misst den Erklärungsgehalt einer Regression. Es gibt an, welcher Anteil der Schwankungen der abhängigen Variablen durch die erklärende Variable erklärt wird, und liegt zwischen 0 % und 100 %. Im vorliegenden Fall gibt es also an, welcher Anteil der Schwankungen der Aktienrenditen der LSI durch die Schwankungen der Renditen des Referenzindex erklärt wird. Ein hoher Wert bedeutet, dass die Kursentwicklung eng mit der Entwicklung des Referenzindex zusammenhängt, und spricht für eine statistisch belastbare Schätzung des Betafaktors.. Ein niedriger Wert bedeutet, dass die Kursentwicklung überwiegend von unternehmensspezifischen Einflüssen oder sonstigen, nicht mit dem Markt zusammenhängenden Faktoren bestimmt wird. Ein niedriger Wert bedeutet, dass die Kursentwicklung überwiegend von unternehmensspezifischen Einflüssen oder sonstigen, nicht mit dem Markt zusammenhängenden Faktoren Schwankungen bestimmt wird. Das Bestimmtheitsmaß der LSI-Aktie beträgt nur 1,9 % (zwei Jahre), 1,5 % (drei Jahre) und 0,02 % (fünf Jahre) und ist damit sehr niedrig. Die Renditeschwankungen der LSI-Aktie werden somit praktisch nicht durch die Entwicklung des Marktes erklärt.

634. Auf Basis unserer Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass der unternehmenseigene Betafaktor der LSI zum 25. Mai 2026 nicht aussagefähig ist. Ursächlich hierfür sind die geringe Liquidität im Aktienhandel (hoher BAS, geringer Handelsumsatz, niedrige Handelsquote), die fehlende statistische Signifikanz und die sehr niedrigen Bestimmtheitsmaße. Die niedrigen Betafaktoren sind unseres Erachtens nicht Ausdruck eines tatsächlich geringen systematischen Risikos der LSI. Sie spiegeln vielmehr den geringen Handel und die weitgehende Entkopplung der Kursentwicklung vom Marktgeschehen wider.

635. Denkbar wäre es, einen Betafaktor auf Basis eines Zeitraums vor der Veröffentlichung des Delisting-Erwerbsangebots am 15. April 2021 abzuleiten. Ein solcher Betafaktor läge jedoch mehr als fünf Jahre vor dem Bewertungsstichtag. Der historische Betafaktor dient als Schätzer für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Seine Eignung hierfür nimmt mit zunehmendem zeitlichem Abstand ab. Zudem war der Streubesitz bereits damals gering (vgl. Abschnitt D.III.5.b), Tz. 363 ff.). Ferner wäre ein solcher Betafaktor maßgeblich durch die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie beeinflusst. Wir erachten einen solchen Betafaktor daher nicht für zielführend und nicht für aussagefähig und haben auf eine entsprechende Analyse verzichtet.

636. Im Ergebnis erachten wir es für sachgerecht, zur Ableitung der Kapitalkosten maßgeblich eine Peer Group heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

637. Die Bewertungsgutachterin hat den Betafaktor der LSI aus den Betafaktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgeleitet. Ausgangspunkt war ein Screening, vor allem in den Datenbanken Refinitiv/LSEG Workspace und Factiva, nach Börsennotierung, Industrieklassifizierung und Unternehmenssitz, ergänzt um Marktstudien und Researchberichte. Dabei hat KPMG die drei wesentlichen Geschäftsaktivitäten der LSI gesondert berücksichtigt: den Hotelbetrieb im Resortbereich („Resort“), den Betrieb eines Stadthotels („City“) und das Timesharing-Geschäft („Timesharing“). Die so ermittelten Unternehmen hat sie anschließend hinsichtlich ihrer operativen Geschäftstätigkeit sowie der Verfügbarkeit und Belastbarkeit der Kapitalmarktdaten analysiert und gefiltert. Die Peer Group der Bewertungsgutachterin umfasst im Ergebnis neun Unternehmen, jeweils drei je Geschäftsbereich.

638. Zur Plausibilisierung hat die Bewertungsgutachterin außerdem die Betafaktoren von vier großen internationalen Hotelgesellschaften gesondert untersucht. Diese Unternehmen sind in für die LSI relevanten Destinationen tätig, konzentrieren sich jedoch auf das Management von Hotels und erzielen nur einen geringeren Teil ihres Geschäfts mit eigenen Hotels. KPMG hat sie daher nicht in die Peer Group der LSI aufgenommen, sondern als Peer Group für die LHM

verwendet. Nach Angaben der Bewertungsgutachterin weisen sie einen höheren unverschuldeten Betafaktor auf als den in der Bewertung der LSI angesetzten. Auf unsere Analysen und Feststellungen zur Peer Group und zum Betafaktor der LHM gehen wir in Abschnitt D.IV.8.b) ein.

639. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin auf Basis von Daten aus S&P Capital IQ folgende verschuldete Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen analysiert:

- wöchentliche Betafaktoren für fünf einzelne Jahresscheiben,
- wöchentliche Betafaktoren für einen Zwei- und einen Dreijahreszeitraum,
- monatliche Betafaktoren für einen Fünfjahreszeitraum.

640. Die Erhebungszeiträume enden jeweils am 30. September 2026. Gegenüber den am Kapitalmarkt beobachtbaren unadjustierten („raw“) Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin eine Adjustierung vorgenommen. Ihrer Analyse legt sie vorrangig die adjustierten („adjusted“) Betafaktoren zugrunde, die unadjustierten Betafaktoren hat sie ergänzend betrachtet. Als Referenzindex hat sie jeweils einen breiten Marktindex des Herkunftslandes der einzelnen Peer Group-Unternehmen verwendet. Zur Plausibilisierung hat sie außerdem Betafaktoren gegenüber einem breiten globalen Index (MSCI World, Total Return, in Euro) ermittelt. Außerdem hat sie einen Wochentagseffekt festgestellt. Die durchschnittlichen Betafaktoren auf Basis von Freitagsrenditen lagen zumeist unter dem Durchschnitt über alle Wochentage. Dies hat sie bei der Gesamtwürdigung berücksichtigt.

641. Die beobachteten verschuldeten Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung der individuellen Kapitalstruktur der Peer Group-Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren übergeleitet („unlevern“). Dabei hat sie unsichere Steuervorteile aus der Fremdfinanzierung und risikobehaftetes Fremdkapital (Debt Beta) unterstellt. Den unverschuldeten Betafaktor hat sie anschließend periodenspezifisch an die geplante Finanzierungsstruktur der LSI angepasst („relevern“).

642. Die verschuldeten Betafaktoren der Peer Group (adjusted, lokaler Index) lagen bei den durchschnittlichen Jahresbetafaktoren zwischen 0,89 und 1,25. Für die Mehrjahreszeiträume ergaben sich Werte zwischen 0,56 und 1,54. Die unverschuldeten Betafaktoren lagen bei den durchschnittlichen Jahresbetafaktoren in einer Bandbreite von 0,58 bis 0,87 und für die Mehrjahreszeiträume zwischen 0,50 und 1,05. Nach Einschätzung der Bewertungsgutachterin bewegen sie sich im Wesentlichen in einem Bereich von rd. 0,60 bis 0,90. Ein globaler Index führt nach den Analysen von KPMG im Mittel der Peer Group nur zu unwesentlichen

Abweichungen. Unadjustierte Betafaktoren führen im Vergleich zu adjustierten Betafaktoren laut den Analysen zu etwas höheren Werten.

643. Die Bewertungsgutachterin weist darauf hin, dass sich die Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen je nach Tätigkeitsschwerpunkt zum Teil deutlich unterscheiden. Insbesondere die Unternehmen des Bereichs Timesharing weisen höhere Betafaktoren auf als die Hotelunternehmen. Über die Mehrjahreszeiträume lagen die unverschuldeten Betafaktoren (adjusted, lokaler Index) für die Bereiche Resort und City zwischen 0,50 und 0,75, für den Bereich Timesharing zwischen 0,78 und 1,05. Einfache Verdichtungsmaße wie Mittelwert und Median hält KPMG vor diesem Hintergrund für nicht aussagekräftig.

644. In einer Gesamtwürdigung der Ergebnisse hat die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von 0,70 zugrunde gelegt. Dabei hat sie berücksichtigt, dass die Geschäftsaktivitäten der LSI ein unterschiedliches operatives Risiko aufweisen, unterschiedlich zum Konzernergebnis beitragen und sich dieses Gewicht bis zur ewigen Rente verändert.

645. Den im Vergleich zum Gesamtmarkt i.S.d. CAPM geringeren Betafaktor begründet KPMG insbesondere mit reduzierten Konjunktur- und Absatzrisiken der LSI. Entgegengesetzt wirke der geschäftsmodellbedingt hohe Fixkostenanteil. Zudem entfalle ein erheblicher Teil des Geschäfts der LSI auf die Dominikanische Republik, die erhöhte länderspezifische operative Risiken aufweise. Diese könnten durch die Peer Group nicht vollständig abgebildet werden. Vor diesem Hintergrund bewege sich der angesetzte Betafaktor nach Angaben der Bewertungsgutachterin am unteren Ende einer vertretbaren Bandbreite.

646. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,70 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

647. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen haben wir im Abschnitt D.I.5.c) dargestellt. Dabei haben wir insgesamt 23 Unternehmen identifiziert, die eine hinreichende operative Vergleichbarkeit mit dem jeweiligen Geschäftsbereich der LSI aufweisen: 14 im Bereich Resort, fünf im Bereich City und vier im Bereich Timesharing.

648. Da die Vergleichsunternehmen der Ableitung von Kapitalmarktparametern, insbesondere des Betafaktors, dienen, ist neben ihrer operativen Vergleichbarkeit auch eine ausreichende Liquidität ihrer Aktien erforderlich. Nur bei einem hinreichend liquiden Handel bilden die

beobachteten Börsenkurse die Einschätzung des Kapitalmarkts zum systematischen Risiko eines Unternehmens zuverlässig ab.

649. Wir haben die Liquidität der Aktien der 23 Unternehmen daher analog zur Prüfung der Aktienliquidität der LSI (Tz. 627 ff.) geprüft. Dabei haben wir insb. den Bid-Ask-Spread, den Handelsumsatz und die Handelsquote sowie den Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien über Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren analysiert. Abschließend haben wir untersucht, ob innerhalb der letzten fünf Jahre wesentliche Kapitalereignisse wie ein Börsengang, eine Übernahme oder die Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile vorlagen. Auf Basis dieser Analysen haben wir im Bereich Resort zehn der 14 Unternehmen und im Bereich City drei der fünf Unternehmen nicht bei der Ermittlung der Betafaktoren berücksichtigt. Für die vier Unternehmen des Bereichs Timesharing ergaben sich keine weiteren Exklusionsgründe. Die finale Peer Group, die der Ermittlung des Betafaktors zugrunde liegt, umfasst damit insgesamt zehn Unternehmen: vier im Bereich Resort, zwei im Bereich City und vier im Bereich Timesharing.

650. Bei den von uns identifizierten Vergleichsunternehmen handelt es sich teilweise um Unternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls als vergleichbar identifiziert hat. Die vergleichende Übersicht der Peer Group-Unternehmen stellt sich dabei wie folgt dar.

#	Bereich*	IVA-Peer Group	KPMG-Peer Group	Kommentierung
1	Resort	Meliá Hotels International S.A	Meliá Hotels International, S.A	-
2	Resort	Petrokent Turizm A.S.	-	-
3	Resort	S Hotels and Resorts Public Company Limited	-	-
4	Resort	Valamar Riviera d.d.	-	-
5	City	Minor International Public Company Limited	Minor International Public Company Limited	-
6	City	PPHE Hotel Group Limited	-	-
7	Timesharing	Hilton Grand Vacations Inc.	Hilton Grand Vacations Inc.	-
8	Timesharing	Mahindra Holidays & Resorts India Limited	-	-
9	Timesharing	Marriott Vacations Worldwide Corporation	Marriott Vacations Worldwide Corporation	-
10	Timesharing	Travel + Leisure Co.	Travel + Leisure Co.	-
11	-	-	Pierre et Vacances SA	Eingeschränkter operativer Fit
12	-	-	Dalata Hotel Group plc	Zum Bewertungsstichtag nicht börsennotiert
13	-	-	Pandox AB	Eingeschränkter operativer Fit
14	-	-	Scandic Hotels Group AB	Eingeschränkter operativer Fit

** Ausgewiesen werden die von uns zugeordneten Bereiche. Diese sind in einem Fall abweichend zu KPMG.*[182]

Quelle: IVA-Analysen; Bewertungsgutachterin

Tabelle 29: Vergleich der Peer Group-Unternehmen

651. In Bezug auf fünf Unternehmen überschneiden sich die beiden Peer Groups. Zusätzlich zu KPMG haben wir folgende Unternehmen berücksichtigt: im Bereich Resort die Petrokent Turizm A.Ş., die S Hotels and Resorts Public Company Limited und die Valamar Riviera d.d., im Bereich City die PPHE Hotel Group Limited und im Bereich Timesharing die Mahindra Holidays & Resorts India Limited. Diese Unternehmen weisen nach unseren Analysen hinsichtlich ihres Geschäftsmodells eine hinreichende Vergleichbarkeit mit dem jeweiligen Geschäftsbereich der LSI auf. Zu ihren Geschäftsmodellen verweisen wir auf unsere Beschreibungen in Abschnitt D.I.5.c).

652. KPMG hat vier Unternehmen berücksichtigt, die wir nicht in unsere Peer Group aufgenommen haben. Die Pierre et Vacances SA (Bereich Resort) betreibt überwiegend Ferienparks der

182 Das Unternehmen Minor International Public Company Limited wird von KPMG als Peer im Bereich „Resort" berücksichtigt. Wir berücksichtigen das Unternehmen hingegen als Peer im Bereich „City". Minor betreibt sowohl Resort- als auch Stadthotels, das Hotelportfolio ist nach unseren Analysen jedoch überwiegend durch Stadthotels geprägt. Auf die Bewertung wirkt sich die abweichende Zuordnung nicht aus, da Minor in beiden Peer Groups enthalten ist und der Betafaktor weder von KPMG noch von uns rechnerisch aus gewichteten Betafaktoren der einzelnen Bereiche abgeleitet wird.

Marke Center Parcs, auf die rd. 61 % des Umsatzes im Geschäftsjahr 2024/2025 entfallen. Daneben betreibt sie Ferienresidenzen und Aparthotels in Europa, die vorwiegend auf den Nahtourismus ausgerichtet sind. Angebot und Destinationsart unterscheiden sich damit von den Resorthotels der LSI in Sonnen-, Strand- und Badedestinationen, weshalb wir das Unternehmen als tendenziell weniger vergleichbar beurteilen. Die Aktien der Dalata Hotel Group plc (Bereich City) sind infolge der Übernahme durch die Pandox AB und die Eiendomsspar AS seit dem 10. November 2025 nicht mehr börsennotiert. Zum Bewertungsstichtag lassen sich daher keine Betafaktoren auf vollständiger Datenbasis ermitteln. Bei der Pandox AB (Bereich City) liegt der Geschäftsfokus auf dem Eigentum, der Entwicklung und der Verpachtung von Hotelimmobilien an Hotelbetreiber. Von ihren 193 Hotelimmobilien hatte sie zum Jahresende 2025 171 (rd. 89 %) verpachtet. Lediglich 22 Hotels (rd. 11 %) betrieb sie selbst. Auf diesen Eigenbetrieb entfielen im Geschäftsjahr 2025 rd. 21 % des Nettobetriebsergebnisses. Die Scandic Hotels Group AB (Bereich City) betreibt ihre Hotels dagegen überwiegend als Pächterin. Zum Jahresende 2025 waren 246 von 323 Hotels gepachtet (rd. 76 %) gepachtet, die übrigen werden im Management oder Franchise geführt. Da Scandic bei Management- und Franchisehotels lediglich Gebühren vereinnahmt, entfallen nahezu die gesamten Umsatzerlöse auf die gepachteten Hotels. Eigene Hotelimmobilien hält Scandic praktisch nicht. Pandox ist damit im Wesentlichen Immobilieneigentümerin, Scandic im Wesentlichen Betreiberin ohne eigenen Immobilienbestand. Wir erachten beide Unternehmen daher als tendenziell weniger vergleichbar mit der LSI, die ihre Hotels als Eigentümerin selbst betreibt und damit sowohl das Immobilien- als auch das Betreiberrisiko trägt.

653. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

654. Der Betafaktor wird durch die Unternehmensverschuldung beeinflusst (Finanzierungsrisiko). Der empirisch beobachtete Betafaktor der Vergleichsunternehmen muss daher zunächst um das Finanzierungsrisiko der jeweiligen Unternehmen bereinigt werden. Der unverschuldete Betafaktor kann anschließend auf das Bewertungsobjekt übertragen werden. Dabei ist der unverschuldete Betafaktor an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen.

655. Bei der Ableitung der nachfolgend dargestellten unverschuldeten Betafaktoren haben wir unsichere Steuervorteile unterstellt und Debt Betas einbezogen. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 29. Oktober 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (ver-schuldet)	R^2	Stat. Sign.	Verschuld. -grad	Beta (un-verschuldet)
Meliá Hotels International S.A	ESP	BES35T	w	104	0,7	20,2%	Ja	119,1%	0,4
Petrokent Turizm A.S.	TUR	TRATL	w	104	0,7	20,2%	Ja	-6,7%	0,8
S Hotels and Resorts Public Company Limited	THA	THATL	w	104	1,1	25,6%	Ja	172,9%	0,5
Valamar Riviera d.d.	HRV	CROBEXTR	w	104	0,7	18,1%	Ja	46,4%	0,5
Minor International Public Company Limited	THA	THATL	w	104	0,8	16,3%	Ja	88,5%	0,4
PPHE Hotel Group Limited	GBR	ASXTR	w	104	0,7	3,7%	Nein	100,0%	0,6
Hilton Grand Vacations Inc.	USA	RU30INTR	w	104	1,6	39,2%	Ja	105,4%	1,0
Mahindra Holidays & Resorts India Limited	IND	BSE500T	w	104	1,2	34,8%	Ja	37,0%	1,0
Marriott Vacations Worldwide Corporation	USA	RU30INTR	w	104	1,9	30,0%	Ja	115,1%	1,2
Travel + Leisure Co.	USA	RU30INTR	w	104	1,2	36,0%	Ja	97,9%	0,9
Peer Group - Min					0,7				0,4
Peer Group - Mittelwert					**1,1**				**0,8**
Peer Group - Median					**1,0**				**0,8**
Peer Group - Max					1,9				1,2

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 30: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

656. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 29. Oktober 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (ver-schuldet)	R^2	Stat. Sign.	Verschuld. -grad	Beta (un-verschuldet)
Meliá Hotels International S.A	ESP	BES35T	w	156	0,8	24,8%	Ja	143,1%	0,5
Petrokent Turizm A.S.	TUR	TRATL	w	156	0,8	12,7%	Ja	-5,5%	0,8
S Hotels and Resorts Public Company Limited	THA	THATL	w	156	1,3	26,4%	Ja	155,7%	0,6
Valamar Riviera d.d.	HRV	CROBEXTR	w	156	0,6	15,0%	Ja	42,7%	0,5
Minor International Public Company Limited	THA	THATL	w	156	0,9	19,8%	Ja	87,3%	0,5
PPHE Hotel Group Limited	GBR	ASXTR	w	156	0,8	5,1%	Ja	102,7%	0,6
Hilton Grand Vacations Inc.	USA	RU30INTR	w	156	1,4	32,5%	Ja	88,0%	1,0
Mahindra Holidays & Resorts India Limited	IND	BSE500T	w	156	1,1	24,8%	Ja	32,7%	0,9
Marriott Vacations Worldwide Corporation	USA	RU30INTR	w	156	1,5	22,3%	Ja	98,8%	1,1
Travel + Leisure Co.	USA	RU30INTR	w	156	1,2	33,4%	Ja	103,5%	0,8
Peer Group - Min					0,6				0,5
Peer Group - Mittelwert					**1,0**				**0,7**
Peer Group - Median					**1,0**				**0,8**
Peer Group - Max					1,5				1,1

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 31: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

657. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 29. Oktober 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta (ver-schuldet)	R^2	Stat. Sign.	Verschuld. -grad	Beta (un-verschuldet)
Meliá Hotels International S.A	ESP	BES35T	m	60	1,1	24,7%	Ja	163,9%	0,5
Petrokent Turizm A.S.	TUR	TRATL	m	60	0,3	2,3%	Nein	-3,8%	0,4*
S Hotels and Resorts Public Company Limited	THA	THATL	m	60	1,0	20,8%	Ja	142,3%	0,5
Valamar Riviera d.d.	HRV	CROBEXTR	m	60	0,9	34,5%	Ja	41,7%	0,7
Minor International Public Company Limited	THA	THATL	m	60	0,7	17,7%	Ja	90,1%	0,4
PPHE Hotel Group Limited	GBR	ASXTR	m	60	0,6	2,6%	Nein	95,3%	0,5
Hilton Grand Vacations Inc.	USA	RU30INTR	m	60	1,6	55,0%	Ja	74,3%	1,1
Mahindra Holidays & Resorts India Limited	IND	BSE500T	m	60	0,9	21,9%	Ja	36,0%	0,7
Marriott Vacations Worldwide Corporation	USA	RU30INTR	m	60	1,4	28,4%	Ja	75,5%	1,1
Travel + Leisure Co.	USA	RU30INTR	m	60	1,2	42,5%	Ja	91,5%	0,9
Peer Group - Min					0,3				0,4
Peer Group - Mittelwert					**1,0**				**0,7**
Peer Group - Median					**1,0**				**0,7**
Peer Group - Max					1,6				1,1

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 32: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall

658. Bei der Ableitung der Bandbreite sowie der Berechnung von Mittelwert und Median wurden einzelne Betafaktoren nicht berücksichtigt, da diese nach einer Gesamtwürdigung verschiedener Faktoren als nicht uneingeschränkt repräsentativ anzusehen sind. Zu diesen Faktoren zählen das Bestimmtheitsmaß R^2, die statistische Signifikanz des Betafaktors sowie die Stabilität des Betafaktors über die Analysezeiträume. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt dabei an, welcher Anteil der Renditeschwankungen eines Unternehmens durch die Marktrendite erklärt wird. Ein niedriger R^2-Wert bedeutet, dass die Regressionsgerade nur einen geringen Erklärungsgehalt aufweist und der abgeleitete Betafaktor damit wenig aussagekräftig ist. Die statistische Signifikanz gibt ergänzend Auskunft darüber, ob der geschätzte Betafaktor mit hinreichender Sicherheit von null verschieden ist. Die nicht berücksichtigten Werte sind in den vorangestellten Tabellen grau markiert.

659. Bei der Würdigung der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass der fünfjährige Betrachtungszeitraum auf Basis monatlicher Renditen noch Datenpunkte aus der Spätphase der Covid-19-Pandemie und der sich unmittelbar anschließenden Erholungsphase enthält. Die Hotel- und Freizeitbranche war von der Pandemie in besonderem Maße betroffen. Auf die pandemiebedingten Einbrüche folgten nach Aufhebung der Reisebeschränkungen ausgeprägte Aufholeffekte. Die fünfjährigen Betafaktoren sind daher als Schätzer für das künftige systematische Risiko kritisch zu würdigen. Nach unseren Analysen ist im Ergebnis

jedoch nicht von einem wesentlichen Einfluss auf die abgeleiteten Bandbreiten im fünfjährigen Betrachtungszeitraum auszugehen.

660. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,4 bis 1,2. Dabei liegen die unverschuldeten Betafaktoren der Resort- und Stadthotelbetreiber zwischen 0,4 und 0,8, diejenigen der Timesharing-Unternehmen zwischen 0,7 und 1,2. Die Mittelwerte und Mediane der Peer Group liegen zwischen 0,7 und 0,8. Die Aussagekraft dieser verdichteten Größen ist vorliegend jedoch eingeschränkt, da die Peer Group sowohl Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Hotelbetrieb im Resortbereich bzw. von City-Hotels als auch Unternehmen mit einem Schwerpunkt im Timesharing enthält.

661. Wir haben den Betafaktor der LSI daher im Rahmen einer qualitativen Gesamtwürdigung eingeordnet. Das Geschäft der LSI wird überwiegend durch den Hotelbetrieb geprägt. Innerhalb der Bandbreite der Hotelbetreiber spricht der Ambitionsgrad der Planungsrechnung, der insbesondere auf den Caoba-Komplex in der Dominikanischen Republik und das Hotel Miguel Ángel in Madrid zurückgeht (vgl. Tz. 508 und 516), für eine Einordnung im oberen Bereich. Hinzu kommt das Timesharing-Geschäft der Anfi-Gruppe, für das die beobachtbare Bandbreite der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zwischen 0,7 und 1,2 liegt.

662. Vor diesem Hintergrund halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten unverschuldeten Betafaktor von 0,70 für plausibel. Er liegt im oberen Bereich der Bandbreite der Hotelbetreiber und am unteren Rand der Bandbreite der Timesharing-Unternehmen.

d) Wachstumsabschlag

663. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase (2026 bis 2030) sowie dem Übergangsjahr (2031) berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2032 ff. (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bestände und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.

664. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales, durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren

(operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.

665. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den (End-)Kunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).

666. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).

667. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

668. Zu untersuchen ist folglich, ob die LSI inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann.

669. Die Analyse zur prognostizierten langfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise (Inflationsrate) kann als erster Anhaltspunkt zur Plausibilisierung des Wachstumsabschlags herangezogen werden. Der IWF prognostiziert für das Jahr 2031 eine Inflationsrate auf einem Niveau von 2,1 % für Deutschland und von 2,0 % für den Euroraum insgesamt (World Economic Outlook vom 13. Oktober 2026). Aktuelle Analystenschätzungen (Bloomberg Consensus Estimates) vom 20. Oktober 2026 liegen im Median jeweils bei 2,0 % für Deutschland bzw. den Euroraum für das Jahr 2028. Allerdings kann aus der Entwicklung der durchschnittlichen Verbraucherpreise nicht unmittelbar auf das inflationsbedingte Wachstum des LSI-Konzerns geschlossen werden. So berücksichtigen die Verbraucherpreise nicht nur Produkte und Dienstleistungen, die für den LSI-Konzern relevant sind.

670. In Bezug auf Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten sind für die LSI als Betreiberin von Ferienhotels und Timesharing-Anlagen vor allem die Personalkosten, die Kosten für Speisen und Getränke sowie die Energie- und Wasserkosten von materieller Bedeutung. Im Geschäftsjahr 2025 entfielen auf den Personalaufwand (bereinigt) rd. 28,2 % (auf Pro-forma-Basis, d. h. bei ganzjähriger Einbeziehung der Anfi-Gruppe, rd. 30,4 %; vgl. Tz. 425) der Umsatzerlöse, auf Speisen und Getränke rd. 10,1 % und auf Energie und Wasser rd. 6,1 %[183]. Hinzu kommen Instandhaltungsaufwendungen sowie Kostenumlagen der Lopesan Hotel Management S.L. für das Hotelmanagement. Die Personalkosten sind damit der wesentliche inflationssensitive Kostenblock. Besonders am Standort Playa Bávaro in der Dominikanischen Republik - auf die Dominikanische Republik entfallen mit 1.590 Mitarbeitern rd. 60 % der Konzernbelegschaft (vgl. Tz. 129) - erwartet der Vorstand in den nächsten Jahren steigende Löhne.

671. Inflationsbedingten Kostensteigerungen begegnet die LSI vor allem mit strukturellen Maßnahmen und der Nutzung von Konzernsynergien. Bei den Energiekosten profitiert die LSI von den gruppenweiten Maßnahmen der Lopesan-Gruppe (Windparks auf Gran Canaria, Photovoltaik- und Solarthermieanlagen an den Hotelstandorten). Unmittelbarer Nutznießer der erneuerbaren Energieversorgung auf Gran Canaria ist das Hotel Faro (vgl. Tz. 178 f.). Daneben nutzt die LSI Größen- und Verbundvorteile des Lopesan-Konzerns, etwa durch das zentrale Hotelmanagement der Lopesan Hotel Management S.L. und die Zentralküche der Cook-Event Canarias S.L. auf Gran Canaria, deren Kosten anteilig auf die Hotels umgelegt werden. Die Bündelung von Einkauf und Verwaltung dämpft den Anstieg der Material- und Verwaltungskosten. Den Effizienzmöglichkeiten sind jedoch Grenzen gesetzt. Die Hotellerie ist personalintensiv, und die Servicequalität im 4- und 5-Sterne-Segment begrenzt die Einsparmöglichkeiten beim Personal.

672. Eine Überwälzung der verbleibenden Kostensteigerungen über höhere Zimmerpreise ist grundsätzlich möglich. Hotelpreise werden laufend und saisonal angepasst, sodass die LSI auf Kostensteigerungen zeitnah reagieren kann. Wie gut die Überwälzung gelingt, unterscheidet sich zwischen den Standorten:

- Auf Gran Canaria ist die Überwälzbarkeit wegen der hohen Nachfrage (Rekordzahl von 4,86 Mio. Gästen im Jahr 2025; Hotelbelegung in einem Korridor etwas oberhalb von 80 %; vgl. Tz. 233 und 240) und des Premium-Angebots vergleichsweise gut. Beim Hotel Faro stieg der Umsatz pro belegtem Zimmer 2025 von 342 € auf 400 €. Der weitere Preiserhöhungsspielraum ist allerdings begrenzt. Nach einem Anstieg des ADR auf Gran Canaria um 53 % seit 2019 hält das Management die Entwicklung der

[183] vgl. Konzernabschluss 2025, Anhang Nr. 9

Zimmerpreise für ausgereizt. Zudem hat sich das Gästewachstum zuletzt deutlich abgeschwächt, und das Management erwartet tendenziell rückläufige Touristenzahlen.

- In der Dominikanischen Republik herrscht ein wettbewerbsintensives Marktumfeld mit großen All-Inclusive-Anlagen. Die landesweite Belegungsrate ging 2025 infolge einer Angebotsausweitung um fast 10.000 Zimmer um 1,4 Prozentpunkte auf 75,0 % zurück. Die Bettenkapazität wächst landesweit um jährlich rd. 5 % bis 10 %. Allein in Punta Cana könnten mittelfristig rd. 15.000 zusätzliche Zimmer entstehen. Nach dem starken Anstieg der Zimmerpreise seit 2019, der im Wesentlichen auf Nachholeffekte nach der Covid-19-Pandemie zurückging (vgl. Tz. 210 f.), sieht das Management den Preiserhöhungsspielraum als ausgeschöpft an. Dies zeigt sich bereits im Geschäftsjahr 2025. Beim Lopesan Costa Bávaro stieg der Umsatz pro belegtem Zimmer gegenüber dem Vorjahr nur um rd. 2,7 % auf 339 €, während die Betriebskosten um rd. 18 % zunahmen. Der Vorstand weist selbst auf das Risiko hin, steigende Lohnkosten nicht vollständig über höhere Preise weitergeben zu können.

- In Österreich stieg der Umsatz pro Zimmer im Geschäftsjahr 2025 gegenüber dem Vorjahr auf 206 € (2024: 190 €), allerdings bei deutlich rückläufiger Belegung und sinkender Marge. Im 4-Sterne-Segment in Mittelberg besteht zudem erhöhter Wettbewerbsdruck.

- Das Hotel Miguel Ángel in Madrid wird nach Abschluss der Sanierung im Jahr 2027 wiedereröffnet. Der Madrider Hotelmarkt ist durch eine wachsende, kaufkraftstarke internationale Nachfrage im Luxussegment geprägt, was grundsätzlich für eine gute Überwälzbarkeit spricht. Dem steht ein deutlich wachsendes Angebot im Fünf-Sterne-Segment gegenüber (rd. 20 weitere Hotels bis 2029).

- Im Timesharing-Geschäft der Anfi-Gruppe werden die Verwaltungs- und Serviceleistungen für die Eigentümerclubs gegenüber den Nutzungsrechtsinhabern abgerechnet. Kostensteigerungen lassen sich hier tendenziell weitergeben. Die Erlöse aus dem Verkauf neuer Nutzungsrechte (2025: 35,0 Mio. €) hängen hingegen von der Attraktivität der Destination Gran Canaria und vom Preis-Leistungs-Verhältnis gegenüber dem örtlichen Hotelangebot ab.

673. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die LSI inflationsbedingte Kostensteigerungen weitgehend an ihre Gäste weitergeben kann. Wegen der hohen Personalkostenintensität, der vom Management als weitgehend ausgeschöpft beurteilten Preisspielräume auf Gran Canaria und in der Dominikanischen Republik sowie des durch Kapazitätsausweitungen zunehmenden Wettbewerbs, vor allem in der Dominikanischen Republik, ist die Überwälzung jedoch nicht uneingeschränkt möglich. Vor diesem Hintergrund erachten wir für die inflationsbedingte

Wachstumsrate insgesamt eine Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % als vertretbar. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag i. H. v. 1,5 % liegt insofern am oberen Ende der von uns als vertretbar erachteten Bandbreite.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

674. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze im Detailplanungszeitraum und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

LSI Eigenkapitalkosten	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	ÜJ 2031	Ewige Rente 2032ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Abgeltungsteuer	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuern	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Beta (unverschuldet)	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Verschuldungsgrad	77,6%	116,5%	107,7%	84,8%	63,9%	46,0%	34,8%
Beta (verschuldet)	0,99	1,37	1,36	1,23	1,10	1,01	0,88
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	**4,46%**	**6,17%**	**6,14%**	**5,52%**	**4,94%**	**4,54%**	**3,95%**
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**7,22%**	**8,93%**	**8,90%**	**8,28%**	**7,70%**	**7,30%**	**6,71%**
Nachhaltiger Wachstumsabschlag							-1,50%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern u. Wachstumsabschlag	**7,22%**	**8,93%**	**8,90%**	**8,28%**	**7,70%**	**7,30%**	**5,21%**

Quelle: KPMG; IVA-Analysen

Tabelle 33: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die LSI im Detailplanungszeitraum, dem Übergangsjahr und der ewigen Rente

675. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

7. Ertragswert des operativen Geschäfts

676. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der LSI ergibt sich aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen. Die Nettoeinnahmen umfassen die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) sowie die Wertbeiträge aus Thesaurierungen, die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechnet werden, abzüglich der korrespondieren persönlichen Ertragsteuern. Für die Ermittlung der Barwerte der Nettoeinnahmen sind die prognostizierten Nettoeinnahmen der Geschäftsjahre 2026 bis 2031 einzeln mit den zuvor dargestellten Kapitalisierungszinssätzen (Eigenkapitalkosten) auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Für die durchschnittlichen Nettoeinnahmen ab dem Geschäftsjahr 2032 ergibt sich der Barwert nach der Formel der ewigen Rente. Der Barwert der ewigen Rente ist ebenfalls auf den Bewertungsstichtag zurückzubeziehen.

677. Die Kapitalisierung erfolgt technisch in einem ersten Schritt zum 31. Dezember 2025. Im zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung zum 18. Dezember 2026 mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres. Danach errechnet sich der Ertragswert des operativen Geschäfts wie folgt:

LSI Ertragswert	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	Plan 2031 Mio. €	Ewige Rente 2032ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**28,5**
Kapitalisierungszinssatz	7,22%	8,93%	8,90%	8,28%	7,70%	7,30%	5,21%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,79	0,73	0,67	0,63	12,07
Barwerte zum 31.12.2025	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**343,5**

∑ Barwerte - 31.12.2025	343,5
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 18.12.2026	**367,4**

Quelle: LSI; KPMG; IVA-Darstellung

Tabelle 34: Ableitung des Ertragswerts der LSI

678. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der LSI beträgt zum 18. Dezember 2026 somit insgesamt rd. **367,4 Mio. €.**

679. Wir haben die Ermittlung des Ertragswertes anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und rechnerisch und sachlich überprüft. Es ergaben sich keine Beanstandungen. Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung des Ertragswerts erachten wir insgesamt für plausibel und sachgerecht.

8. Wert der gesondert bewerteten Vermögenswerte

a) Vorbemerkung

680. Neben dem Ertragswert des operativen Geschäfts werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswertes üblicherweise Sonderwerte sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden solche Vermögenswerte definiert, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionales Abgrenzungskriterium). Soweit sich deren Werte nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft und damit im Ertragswert widerspiegeln, sind die entsprechenden Vermögensbestandteile und die dazugehörigen Schulden sowie ggf. anfallende Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwertung gesondert zu bewerten und in den Unternehmenswert einzubeziehen.

681. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Bewertung der LSI folgende Vermögenswerte und Sachverhalte identifiziert, die als Sonderwerte berücksichtigt werden:

- die mittelbar gehaltene Beteiligung an der LHM in Höhe von 24,01 %, deren Beteiligungsergebnisse für Bewertungszwecke aus der Planungsrechnung der LSI herausgerechnet wurden;
- die unbebauten, derzeit nicht genutzten Grundstücke des Entwicklungsprojekts Tauro-Tal;
- die Grundstücke des Entwicklungsprojekts Mogán Beach auf Gran Canaria;
- die Grundstücke des Entwicklungsprojekts Corralejo auf Fuerteventura;
- über die bereits in der Bilanzplanung berücksichtigten Nominalwerte hinausgehende erwartete Zahlungen aus erworbenen Darlehensforderungen gegen Dritte, insbesondere aus Zinsen;
- steuerliche Vorteile aus der erwarteten Ausbuchung von Liquidationsrechten gegen insolvente Dritte;
- erwartete Schadensersatzzahlungen aus einer Rechtsstreitigkeit im Zusammenhang mit dem Catarina-Komplex sowie

- weitere unmittelbar und mittelbar gehaltene Beteiligungen von untergeordneter Bedeutung, die in der Planungsrechnung nicht berücksichtigt sind und im Wesentlichen keine operative Tätigkeit aufweisen.

b) LHM-Beteiligung

aa) Vorbemerkung

682. Die LHM ist die zentrale Hotelmanagementgesellschaft der Lopesan-Gruppe. Sie erbringt insbesondere Leistungen in den Bereichen Hotelmanagement, Verwaltung, Vertrieb und Umsatzmanagement. Hierzu zählen die Positionierung und Vermarktung bestehender und neuer Hotels, die Bereitstellung standardisierter Prozesse und Vertriebsstrukturen sowie die Einbindung der Hotelbetriebe in die gruppenweite Technologie- und Betriebsplattform. Ziel ist die Steigerung der Profitabilität der betreuten Hotels durch die Optimierung von Auslastung, Zimmerpreisen und Direktbuchungen. Neben den Leistungen für die Lopesan-Gruppe werden auch Dienstleistungen für externe Hotels erbracht. Die LSI ist mittelbar über die IFA Canarias S.L. mit 24,01 % an der LHM beteiligt. Die Beteiligung wird für Bewertungszwecke als Sonderwert berücksichtigt. Die entsprechenden Beteiligungsergebnisse sind daher aus der Ertragswertermittlung der LSI herausgerechnet worden.

bb) Planungsrechnung

683. Die nach IFRS erstellte Managementplanung basiert auf dem im regulären Budgetprozess erstellten und genehmigten Budget für das Geschäftsjahr 2026 unter Berücksichtigung der unterjährigen Geschäftsentwicklung. Die Mehrjahresplanung (2027 bis 2032) wurde anlassbezogen für die Bewertung erstellt. Grundlage bilden die Planungen der einzelnen Hotelbetriebe und die vertraglich vereinbarten Vergütungen. Ergänzend wurden geplante Hotelneueröffnungen berücksichtigt. Der gegenüber der LSI um zwei Jahre verlängerte Detailplanungszeitraum dient der sachgerechten Abbildung weiterer Hotelneueröffnungen innerhalb der Lopesan-Gruppe. Die Bewertungsgutachterin hat die Managementplanung bis zum EBIT unverändert übernommen sowie ein Übergangsjahr 2033 berücksichtigt. Die auf dieser Grundlage abgeleitet (Plan-)GuV für die LHM (Zukunftserfolgsplanung) stellt sich wie folgt dar.

LHM (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung	IST 2024 Mio. €	IST 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	Plan 2031 Mio. €	Plan 2032 Mio. €	ÜJ 2033 Mio. €	Ewige Rente 2034 ff. Mio. €
Umsatzerlöse	**34,8**	**36,8**	**37,2**	**43,1**	**45,8**	**48,0**	**52,9**	**55,0**	**58,2**	**59,1**	**60,0**
Umsatzwachstum	*14,5%*	*5,8%*	*1,1%*	*15,8%*	*6,4%*	*4,6%*	*10,2%*	*4,1%*	*5,8%*	*1,5%*	*1,5%*
Sonstige Erlöse	-0,4	-1,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Personalaufwand	-3,2	-2,2	-2,3	-2,6	-2,7	-2,8	-3,1	-3,3	-3,5	-3,5	-3,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,9	-14,1	-14,2	-16,5	-17,5	-18,4	-20,2	-21,1	-22,3	-22,6	-22,9
Sonstiges Ergebnis	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**20,0**	**19,6**	**20,7**	**24,0**	**25,6**	**26,8**	**29,5**	**30,7**	**32,5**	**33,0**	**33,4**
EBITDA-Marge	*57,5%*	*53,3%*	*55,6%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*	*55,8%*
Abschreibungen	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3
EBIT	**19,8**	**19,4**	**20,4**	**23,6**	**25,0**	**26,0**	**28,6**	**29,6**	**31,2**	**31,7**	**32,1**
EBIT-Marge	*56,9%*	*52,8%*	*54,8%*	*54,7%*	*54,5%*	*54,2%*	*54,0%*	*53,8%*	*53,6%*	*53,6%*	*53,6%*
Zinserträge	0,8	0,9	1,7	1,4	1,2	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
Zinsaufwendungen	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-	-
Finanzergebnis	**0,7**	**0,8**	**1,6**	**1,3**	**1,2**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**0,7**
EBT	**20,5**	**20,2**	**22,0**	**24,9**	**26,2**	**27,1**	**29,6**	**30,5**	**32,0**	**32,4**	**32,9**
Ertragsteuern	-5,3	-5,3	-5,5	-6,2	-6,5	-6,8	-7,4	-7,6	-8,0	-8,1	-8,2
Jahresüberschuss	**15,2**	**14,9**	**16,5**	**18,7**	**19,6**	**20,3**	**22,2**	**22,9**	**24,0**	**24,3**	**24,7**

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 35: Zukunftserfolgsplanung der LHM im Zeitraum von 2026 bis 2032, Übergangsjahr und nachhaltiges Ergebnis

684. Die **Umsatzerlöse** der LHM setzen sich aus einmaligen Vergütungen für Beratungsleistungen bei Hotelneueröffnungen, Repositionierungen oder Markenwechseln sowie wiederkehrenden Managementgebühren aus dem laufenden Hotelbetrieb zusammen. Die laufenden Managementgebühren umfassen eine Basisvergütung und eine erfolgsabhängige Komponente, die an die operative Profitabilität der betreuten Hotels anknüpft. Die Umsatzentwicklung hängt damit sowohl von der Anzahl der betreuten Hotels als auch von deren wirtschaftlicher Entwicklung ab.

685. Ausgehend von 36,8 Mio. € im Geschäftsjahr 2025 sollen die Umsatzerlöse auf 37,2 Mio. € im Jahr 2026 und weiter auf 58,2 Mio. € im Jahr 2032 steigen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 6,8 % zwischen 2025 und 2032. Wesentliche Wachstumstreiber sind höhere Vergütungen infolge steigender Auslastungsraten in der Dominikanischen Republik sowie der weiteren Entwicklung der Hotelbetriebe auf den Kanarischen Inseln. Zusätzliche Erlöse werden insbesondere aus der Eröffnung des Hotels in Madrid im Jahr 2027 und der vorgesehenen Inbetriebnahme des Hotels „Lopesan Meloneras Family“ in Maspalomas im Jahr 2030 erwartet. Hieraus resultieren insbesondere in den Jahren 2027 und 2030 erhöhte Umsatzwachstumsraten von 15,8 % bzw. 10,2 %.

686. Der **Personalaufwand** war im Geschäftsjahr 2025 infolge einer Umstrukturierung von 3,2 Mio. € auf 2,2 Mio. € zurückgegangen. Während die für die Hotelverwaltung erforderlichen Mitarbeiter bei der LHM verblieben, wurden zentrale Funktionen insbesondere in den Bereichen Steuerwesen und Controlling auf andere Gesellschaften der Lopesan-Gruppe übertragen. Die betreffenden Leistungen werden seither über konzerninterne Dienstleistungen und externe Fachkräfte bezogen, wodurch sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten. Im Planungszeitraum steigt der Personalaufwand von 2,3 Mio. € im Jahr 2026 auf 3,5 Mio. € im Jahr 2032; ab 2027 beträgt die Personalaufwandsquote rund 5,9 %. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die daneben insbesondere Werbung und Öffentlichkeitsarbeit umfassen, erhöhen sich im selben Zeitraum von 14,2 Mio. € auf 22,3 Mio. € und werden weitgehend proportional zur Umsatzentwicklung fortgeschrieben.

687. Aufgrund der überwiegend umsatzabhängig geplanten Aufwendungen bleibt die **EBITDA-Marge** im Detailplanungszeitraum mit 55,8 % weitgehend konstant. Das EBITDA steigt entsprechend von 20,7 Mio. € im Jahr 2026 auf 32,5 Mio. € im Jahr 2032. Die Abschreibungen erhöhen sich insbesondere aufgrund geplanter Investitionen in Büroausstattung durch die Erweiterung und Erneuerung von Büroflächen von 0,3 Mio. € auf 1,3 Mio. €. Infolgedessen geht die EBIT-Marge leicht von 54,8 % auf 53,6 % zurück, während das EBIT absolut von 20,4 Mio. € auf 31,2 Mio. € zunimmt.

688. Die Managementplanung wurde bis zum **EBIT** vorgelegt. Das Finanzergebnis und die Ertragsteuern wurden von der Bewertungsgutachterin im Rahmen eines integrierten Planungsmodells abgeleitet. Das positive Finanzergebnis beruht insbesondere auf verzinslichen Termineinlagen und Forderungen gegen verbundene Unternehmen. Es vermindert sich von 1,6 Mio. € im Jahr 2026 auf 0,8 Mio. € im Jahr 2032. Ursächlich hierfür ist das – einhergehend mit der Ausweitung des Geschäftsvolumens – erforderliche höhere Working Capital, das zu einer Reduzierung der Nettoliquidität führt. Der Steueraufwand wurde mit einem Steuersatz von 25,0 % ermittelt. Insgesamt steigt der Jahresüberschuss von 16,5 Mio. € im Jahr 2026 auf 24,0 Mio. € im letzten Detailplanungsjahr 2032.

689. Nach Einschätzung der Bewertungsgutachterin bildet das letzte Detailplanungsjahr einen nachhaltigen Zustand ab. Für das Übergangsjahr 2033 und die ewige Rente ab 2034 wird die Planung daher mit einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,5 % p.a. fortgeschrieben. Hieraus ergeben sich nachhaltige Umsatzerlöse von 60,0 Mio. €, ein EBITDA von 33,4 Mio. € und ein Jahresüberschuss von 24,7 Mio. €. Die Bewertungsgutachterin beurteilt die Planung insgesamt als nachvollziehbar und plausibel, weist jedoch auf ambitionierte Annahmen hinsichtlich der Umsätze aus den Hotelneueröffnungen der LSI und der Lopesan-Gruppe hin.

690. Wir haben die Planungsrechnung der LHM anhand der Ist-Entwicklung, der vertraglichen Vergütungsregelungen und der Planungen der betreuten Hotelbetriebe nachvollzogen. Das

geplante Umsatzwachstum von durchschnittlich rd. 6,8 % p.a. (2025 bis 2032) beruht im Wesentlichen auf der Auslastungsentwicklung in der Dominikanischen Republik, der Eröffnung des Hotels in Madrid im Jahr 2027 und der vorgesehenen Inbetriebnahme des Hotels „Lopesan Meloneras Family“ im Jahr 2030. Die Umsatzplanung der LHM ist damit unmittelbar an die Planungen der betreuten Hotels geknüpft. Für die Hotelbetriebe der LSI in der Dominikanischen Republik und in Madrid haben wir diese Planungen als ambitioniert, aber erreichbar beurteilt (vgl. Tz. 508 und 516). Dieser Ambitionsgrad überträgt sich auf die Umsatzplanung der LHM.

691. Vor diesem Hintergrund erachten wir die Planungsrechnung der LHM in der Gesamtbetrachtung als ambitioniert, aber erreichbar.

cc) Kapitalisierungszinssatz

Vorbemerkung

692. Die Bewertungsgutachterin hat den Kapitalisierungszinssatz der LHM methodisch analog zur Ertragsbewertung der LSI auf Grundlage des Tax-CAPM abgeleitet. Für den Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den Wachstumsabschlag hat sie dieselben Parameter wie bei der LSI angesetzt:

- einen Basiszinssatz von 3,75 % vor bzw. 2,76 % nach persönlichen Ertragsteuern, bei typisierter Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,375 %;
- eine Marktrisikoprämie von 4,50 % nach persönlichen Ertragsteuern;
- einen nachhaltigen Wachstumsabschlag von 1,5 % p.a.

693. Insoweit verweisen wir auf unsere Ausführungen in Abschnitt D.IV.6., die hier entsprechend gelten. Für den Betafaktor hat die Bewertungsgutachterin dagegen eine eigene Peer Group herangezogen, die vom Vorgehen bei der LSI abweicht. Damit soll dem Geschäftsmodell der LHM als Hotelmanagementgesellschaft ohne eigenen Immobilienbestand Rechnung getragen werden.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

694. Im Rahmen einer Peer Group-Analyse hat KPMG die Betafaktoren von vier börsennotierten, international tätigen Hotelgesellschaften untersucht: Hyatt Hotels Corporation, Wyndham Hotels & Resorts, Inc., Marriott International, Inc. und Hilton Worldwide Holdings Inc. Deren Geschäftsmodell beruht überwiegend auf dem Management und dem Franchising von Hotels.

Hotels im eigenen Bestand halten sie nur in geringem Umfang. Zugleich treten sie als Wettbewerber in den für die Lopesan-Gruppe relevanten Destinationen auf. Bei der Bewertung der LSI hatte KPMG diese Unternehmen lediglich zur Plausibilisierung des Betafaktors herangezogen.

695. Die Betafaktoren hat KPMG nach derselben Methodik wie bei der LSI erhoben. Als adjusted Betas gegen einen marktbreiten lokalen Index (S&P 500), jeweils für folgende Zeiträume:

- zwei und drei Jahre bei wöchentlichen Renditen,
- fünf Jahre bei monatlichen Renditen,
- den Durchschnitt aus fünf Einjahreszeiträumen bei wöchentlichen Renditen.

696. Die durchschnittlichen unverschuldeten adjusted Betafaktoren der Peer Group liegen gegen den lokalen Index je nach Zeitraum zwischen 0,82 und 0,93. Zur Plausibilisierung hat KPMG zusätzlich raw Betas und Betas gegen den MSCI World untersucht. Die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren raw Betas der Peer Group liegen gegen den lokalen Index je nach Zeitraum zwischen 0,79 und 0,96 und gegen den globalen Index zwischen 0,93 und 1,17. Die durchschnittlichen unverschuldeten adjusted Betas gegen den globalen Index liegen zwischen 0,91 und 1,07. Auf dieser Grundlage hat die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von 0,85 angesetzt.

697. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,85 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

698. Die LHM verfolgt ein Geschäftsmodell, das sich grundlegend von dem der LSI unterscheidet. Sie hält keine Hotelimmobilien und betreibt keine Hotels auf eigene Rechnung. Sie erbringt vielmehr Management-, Vertriebs- und Verwaltungsleistungen für die Hotels der Lopesan-Gruppe sowie für externe Hotels. Ihre Umsatzerlöse bestehen im Wesentlichen aus wiederkehrenden Managementgebühren. Diese setzen sich aus einer Basisvergütung und einer erfolgsabhängigen Komponente zusammen, die an die operative Profitabilität der betreuten Hotels anknüpft. Hinzu kommen einmalige Vergütungen für Leistungen bei Neueröffnungen, Repositionierungen und Markenwechseln. Die vollständigen Hotelerlöse vereinnahmen hingegen die Eigentümer bzw. Betreiber der Hotels. Diese tragen zugleich die Investitions-, Finanzierungs- und Standortrisiken der Hotelimmobilien. Die LHM verfolgt damit ein kapitalextensives („asset-light“) Geschäftsmodell. Wir haben für die LHM daher eine eigenständige Peer Group abgeleitet.

699. Ausgangspunkt waren die Screenings, die wir im Rahmen der Peer Group-Analyse der LSI für die Bereiche Resort und City durchgeführt haben (vgl. Abschnitt D.I.5.c), Tz. 266 ff.). Dort haben wir diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, deren Geschäftstätigkeit zwar überwiegend auf den Betrieb von Hotels und damit verbundene Dienstleistungen ausgerichtet ist, die aber eine Sachanlagenintensität von unter 50 % aufweisen. Genau diese Unternehmen haben wir für die LHM herangezogen. Sie haben die vorgelagerten Selektionsschritte bereits durchlaufen, also die Filterung nach Industrieklassifizierung, Heimatmarkt und Datenverfügbarkeit sowie die qualitative Analyse der Geschäftstätigkeit hinsichtlich des Geschäftskerns. Nach Zusammenführung beider Screenings und Bereinigung um Mehrfachnennungen ergab sich eine Long List von 17 Unternehmen. Das Screening für den Bereich Timesharing haben wir nicht herangezogen, da das Vacation-Ownership-Geschäft ein abweichendes Erlös- und Risikoprofil aufweist.

700. Die 17 Unternehmen der Long List haben wir anschließend im Detail auf ihr Geschäftsmodell und ihre Vergleichbarkeit mit der LHM untersucht. Maßgeblich war dabei das Besitz- und Erlösmodell. Als vergleichbar haben wir Unternehmen beurteilt, die wie die LHM ein kapitalextensives („asset-light“) Geschäftsmodell verfolgen. Sie halten Hotelimmobilien allenfalls in geringem Umfang. Ihre Geschäftstätigkeit beruht im Schwerpunkt auf Gebühren, die sie für das Management von Hotels Dritter oder für die Überlassung ihrer Marken an Franchisenehmer erhalten. Bei den Unternehmen unserer Peer Group bestehen beide Formen regelmäßig nebeneinander. Ausgeschlossen haben wir Unternehmen, die ihre Hotels überwiegend im Eigentum halten oder gepachtet haben und auf eigene Rechnung betreiben. Ergänzend haben wir die Hotelportfolios hinsichtlich geografischer Ausrichtung, Herkunft der Gäste sowie Hotel- und Destinationsarten betrachtet. Diesen Aspekten kam jedoch nur nachrangige Bedeutung zu.

701. Nach dieser Analyse verblieben sechs Unternehmen, die wir als hinreichend vergleichbar mit der LHM erachten. Wie bei der Peer Group der LSI (vgl. Abschnitt D.IV.6.c)bb), Tz. 647 ff.) haben wir die Liquidität ihrer Aktien untersucht. Grundlage waren insbesondere der Bid-Ask-Spread, der Handelsumsatz, die Handelsquote und der Streubesitz über Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren. Zudem haben wir geprüft, ob innerhalb der letzten fünf Jahre wesentliche Kapitalereignisse wie ein Börsengang, eine Übernahme oder die Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile vorlagen. Hieraus ergaben sich keine weiteren Exklusionsgründe. Die Peer Group der LHM umfasst damit sechs Unternehmen, die nachfolgend beschrieben werden.

702. **Accor SA, Issy-les-Moulineaux/Frankreich,** führt Hotels vom Budget- bis zum Luxussegment im Auftrag von Eigentümern und vergibt ihre Marken an Franchisenehmer. Auf beide Modelle entfällt jeweils etwa die Hälfte der Zimmer. Im Management stehen Umsätze und Ergebnis des Hotels dem Eigentümer zu, Accor erhält eine umsatzabhängige Basis- und eine ergebnisabhängige Erfolgsgebühr. Franchisenehmer betreiben ihre Hotels selbst unter

einer Accor-Marke und zahlen eine Franchisegebühr. Diese Gebühren machen 47,4 % des Umsatzes aus. Den übrigen Umsatz erzielt Accor im Wesentlichen mit einigen eigenen oder gepachteten Hotels, vor allem in Brasilien und Australien, sowie mit Catering- und Veranstaltungsgeschäften. Hier vereinnahmt Accor die vollen Umsätze und trägt das Ergebnis. Das Geschäft gliedert sich in die Divisionen „Premium, Midscale & Economy“ (Marken wie ibis, Mercure, Novotel und Pullman, 62,0 % des Umsatzes der Divisionen) und „Luxury & Lifestyle“ (Luxus- und Designmarken wie Raffles, Fairmont, Sofitel, Rixos und The Hoxton, 38,0 %). Zum Angebot gehören auch Resorts, darunter All-inclusive-Häuser. Regionale Schwerpunkte sind Europa und der asiatisch-pazifische Raum. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Accor einen Umsatz von 3.011 Mio. € und ein EBITDA von 1.130 Mio. €. Zum Jahresende umfasste das Portfolio 5.836 Hotels mit 881.427 Zimmern.

703. **Hilton Worldwide Holdings Inc., McLean, Virginia/USA,** vergibt ihre Hotelmarken überwiegend an Franchisenehmer und führt daneben Hotels im Auftrag von Eigentümern. Die Marken reichen von Luxus- und Lifestylehotels über Resorts bis zu Hotels mit eingeschränktem Service und für Langzeitaufenthalte. Die meisten Hotels liegen in den USA. Franchisenehmer betreiben ihre Hotels auf eigene Rechnung und zahlen Hilton eine überwiegend am Zimmerumsatz bemessene Franchisegebühr. Bei den im Management geführten Hotels stehen Umsätze und Ergebnis dem Eigentümer zu, Hilton erhält eine umsatzabhängige Basisgebühr und häufig eine ergebnisabhängige Erfolgsgebühr. Hinzu kommen Lizenzgebühren aus Kreditkartenkooperationen und von dem Timesharing-Anbieter Hilton Grand Vacations, der die Hilton-Marken langfristig für den Vertrieb von Ferienwohnrechten nutzt. Diese im Segment „Management and Franchise“ erfassten Gebühren machen 70,0 % des Umsatzes aus. Das Segment „Ownership“ (24,9 %) umfasst eine kleine Zahl überwiegend gepachteter Hotels, vor allem in Europa, deren volle Umsätze Hilton vereinnahmt und deren Ergebnis Hilton trägt. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Hilton einen Umsatz von 4.954 Mio. USD (4.216 Mio. €) und ein EBITDA von 2.869 Mio. USD (2.442 Mio. €). Zum Jahresende umfasste das Portfolio 9.044 Hotels mit 1.330.947 Zimmern.

704. **Hyatt Hotels Corporation, Chicago, Illinois/USA,** ist ein weltweit tätiges Hotelunternehmen der gehobenen Kategorie mit Schwerpunkt in den USA. Hyatt führt die Mehrheit der Zimmer im Management für Eigentümer, denen die Hotelumsätze und das Ergebnis zustehen, gegen eine umsatzabhängige Basis- und eine ergebnisabhängige Erfolgsgebühr. Daneben betreiben Franchisenehmer zahlreiche Hotels auf eigene Rechnung und zahlen Hyatt eine umsatzabhängige Franchisegebühr. Zur Markengruppe „Inclusive Collection“ gehören All-inclusive-Resorts in Lateinamerika, der Karibik und Europa, die Hyatt ganz überwiegend im Management führt. Zusammen mit Lizenzgebühren für Timesharing-Anlagen, Markenresidenzen und Kreditkartenkooperationen machen die Gebühren 32,0 % des Umsatzes aus. Im Segment „Owned and leased“ (39,6 %) vereinnahmt Hyatt die vollen Umsätze weniger eigener oder gepachteter Hotels und Resorts und trägt deren Ergebnis.

Darin enthalten sind bis zu ihrem Verkauf im Jahr 2025 die Umsätze der mit Playa Hotels & Resorts N.V. übernommenen All-inclusive-Resorts, die Hyatt seitdem überwiegend im Management führt. Das Segment „Distribution“ (27,2 %) vertreibt Pauschalreisen, vor allem für US-Urlauber nach Mexiko und in die Karibik. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Hyatt einen Umsatz von 3.472 Mio. USD (2.955 Mio. €) und ein EBITDA von 626 Mio. USD (533 Mio. €). Zum Jahresende umfasste das Portfolio 1.528 Hotels mit 372.763 Zimmern.

705. **InterContinental Hotels Group PLC, Windsor/Vereinigtes Königreich,** („IHG“) vergibt ihre Hotelmarken weltweit überwiegend an Franchisenehmer, die ihre Hotels selbst betreiben und IHG eine Gebühr in Prozent des Zimmerumsatzes zahlen. Mehr als die Hälfte der Zimmer entfällt auf die Mittelklassemarken Holiday Inn Express und Holiday Inn. Daneben führt IHG Hotels im Auftrag der Eigentümer, vor allem bei den Luxus- und Lifestylemarken wie InterContinental, Regent und Six Senses. Umsätze und Ergebnis dieser Hotels stehen den Eigentümern zu, IHG erhält eine umsatzabhängige Gebühr und meist eine Erfolgsgebühr. Über eine exklusive Partnerschaft sind zudem die Strandresorts der Marke „Iberostar Beachfront Resorts“ gegen Gebühren an Vertrieb und Technologie von IHG angebunden. Franchise-, Management- und weitere Gebühren, etwa aus Kreditkartenkooperationen, machen 76,9 % des Umsatzes aus. Der übrige Umsatz stammt im Wesentlichen aus wenigen eigenen und gepachteten Hotels, deren Umsätze und Ergebnisse IHG zustehen. Kernmarkt ist die Region „Americas“ (45,7 % des Umsatzes) mit Schwerpunkt USA, daneben ist IHG in Europa, dem Nahen Osten, Afrika, Asien-Pazifik und China tätig. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte IHG einen Umsatz von 2.468 Mio. USD (2.100 Mio. €) und ein EBITDA von 1.375 Mio. USD (1.170 Mio. €). Zum Jahresende umfasste das Portfolio 6.963 Hotels mit 1.026.177 Zimmern.

706. **Marriott International, Inc., Bethesda, Maryland/USA,** vergibt ihre Hotelmarken von der Mittelklasse bis zum Luxussegment überwiegend an Franchisenehmer, die die Hotels auf eigene Rechnung betreiben und Marriott eine vor allem am Zimmerumsatz bemessene Franchisegebühr zahlen. Daneben führt Marriott in erheblichem Umfang Hotels für Eigentümer, denen Umsätze und Ergebnis zustehen, gegen eine umsatzabhängige Basis- und eine ergebnisabhängige Erfolgsgebühr. Ergänzend vergibt Marriott Markenlizenzen für Timesharing-Anlagen (Ferienwohnrechte), Markenresidenzen und Kreditkartenkooperationen. Diese Gebühren machen 76,0 % des Umsatzes aus. Der übrige Umsatz umfasst im Wesentlichen die vollen Umsätze weniger eigener oder gepachteter Hotels sowie sonstige Erlöse. Kernmarkt sind die USA, auf die 62,8 % des Umsatzes entfallen. Daneben ist Marriott in Lateinamerika und der Karibik, Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im asiatisch-pazifischen Raum tätig. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Marriott einen Umsatz von 6.982 Mio. USD (5.942 Mio. €) und ein EBITDA von 4.625 Mio. USD (3.936 Mio. €). Zum Jahresende umfasste das Portfolio 9.563 Hotels mit 1.740.168 Zimmern.

707. **Wyndham Hotels & Resorts, Inc., Parsippany, New Jersey/USA,** vergibt Franchiserechte an Hotelmarken, überwiegend für Budget- und Mittelklassehotels mit eingeschränktem Serviceangebot außerhalb der großen Metropolen. Die Franchisenehmer betreiben die Hotels auf eigene Rechnung und tragen deren Ergebnis, Wyndham erhält eine Franchisegebühr in Prozent des Zimmerumsatzes. In geringem Umfang führt Wyndham außerhalb der USA Hotels im Auftrag der Eigentümer gegen eine umsatz- und ergebnisabhängige Managementgebühr. Diese Gebühren machen 89,0 % des Umsatzes aus. Kernmarkt sind die USA, daneben ist Wyndham in Kanada, Lateinamerika, Europa, dem Nahen Osten und im asiatisch-pazifischen Raum tätig. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Wyndham einen Umsatz von 867 Mio. USD (738 Mio. €) und ein EBITDA von 550 Mio. USD (468 Mio. €). Zum Jahresende umfasste das Portfolio 8.389 Hotels mit 868.899 Zimmern.

708. Die vier von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Unternehmen sind sämtlich auch in unserer Peer Group enthalten. Zusätzlich haben wir die Accor SA und die InterContinental Hotels Group PLC berücksichtigt. Diese weisen nach unseren Analysen ebenfalls ein auf Management und Franchising ausgerichtetes Geschäftsmodell auf.

709. Die Betafaktoren der sechs Unternehmen haben wir methodisch analog zur Analyse für die LSI ermittelt (vgl. Tz. 651 ff.). Wir haben sie über Zeiträume von zwei und drei Jahren auf Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen Zeitraum von fünf Jahren auf Basis monatlicher Renditen erhoben, jeweils gegenüber einem marktbreiten lokalen Index und zum 29. Oktober 2026. Die verschuldeten Betafaktoren haben wir unter Annahme unsicherer Steuervorteile und unter Einbeziehung von Debt Betas in unverschuldete Betafaktoren übergeleitet. Wir haben die Betafaktoren hinsichtlich ihrer statistischen Güte gewürdigt, hieraus ergaben sich jedoch keine Bereinigungsgründe.

710. Über die drei betrachteten Zeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,6 bis 1,2. Die Mittelwerte und Mediane der Peer Group liegen in einer Bandbreite von 0,7 bis 1,0.

711. Insgesamt erachten wir für die LHM einen unverschuldeten Betafaktor innerhalb einer Bandbreite von 0,7 bis 1,0 als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko. Das entspricht der Bandbreite, die sich aus den Mittelwerten und Medianen der Peer Group ergibt. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Betafaktor von 0,85 liegt in der Mitte dieser von uns als plausibel erachteten Bandbreite. Wir halten ihn daher für sachgerecht.

Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

712. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze im Detailplanungszeitraum, im Übergangsjahr und im Zeitraum der ewigen Rente wie folgt dar:

LHM Eigenkapitalkosten	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	Plan 2032	ÜJ 2033	Ewige Rente 2034 ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Abgeltungsteuer	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%
Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuern	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Beta (unverschuldet)	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Verschuldungsgrad	-14,6%	-11,3%	-9,7%	-8,8%	-8,1%	-6,9%	-6,2%	-5,5%	-5,2%
Beta (verschuldet)	0,74	0,77	0,78	0,79	0,79	0,80	0,81	0,81	0,82
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	**3,35%**	**3,47%**	**3,53%**	**3,56%**	**3,57%**	**3,62%**	**3,63%**	**3,66%**	**3,68%**
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**6,11%**	**6,24%**	**6,29%**	**6,32%**	**6,33%**	**6,38%**	**6,39%**	**6,42%**	**6,44%**
Nachhaltiger Wachstumsabschlag									-1,50%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern u. Wachstumsabschlag	**6,11%**	**6,24%**	**6,29%**	**6,32%**	**6,33%**	**6,38%**	**6,39%**	**6,42%**	**4,94%**

Quelle: KPMG; IVA-Analysen

Tabelle 36: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die LHM im Detailplanungszeitraum, dem Übergangsjahr und der ewigen Rente

713. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

dd) Wertableitung

714. Die Bewertungsgutachterin hat den Wert der LHM im Ertragswertverfahren abgeleitet. Die Methodik entspricht der Ertragsbewertung der LSI. Wir verweisen insoweit auf Abschnitt D.IV. Die Nettoausschüttungen hat sie nach persönlichen Ertragsteuern eines typisierten inländischen Anteilseigners abgeleitet:

- Ausschüttungsquote: Für die Verwendung der Jahresergebnisse lag bei der LHM keine eigene Planung vor. Die Bewertungsgutachterin hat deshalb für alle Phasen eine Ausschüttungsquote von 40 % angesetzt. Diese orientiert sich an der Ausschüttungspolitik vergleichbarer börsennotierter Unternehmen und an Marktausschüttungsquoten.

- Ausschüttungen: Sie werden mit der Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,375 % belastet.

- Thesaurierungen: Die LHM hat aufgrund ihres Geschäftsmodells keinen wesentlichen Finanzierungsbedarf. Die rechnerisch einbehaltenen Beträge werden den Anteilseignern deshalb fiktiv unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierungen zugerechnet. Darauf entfällt eine effektive Steuer auf Kursgewinne von 13,19 %, also die Hälfte des nominalen Satzes.

- Ewige Rente: Hier ist zusätzlich eine wachstumsbedingte Thesaurierung von 1,0 Mio. € berücksichtigt. Zudem wurden auch die (inflationsbedingten) Steigerungen des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente mit dem effektiven Steuersatz i.H.v. rd. 13,2 % belastet und innerhalb der persönlichen Ertragsteuern auf Wertsteigerungen (2,6 Mio. €) ausgewiesen.

715. Die Nettoausschüttungen hat die Bewertungsgutachterin mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen aus Tabelle 37 auf den 31. Dezember 2025 diskontiert. Den Ertragswert hat sie anschließend auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 18. Dezember 2026 aufgezinst. Die Ableitung der Nettoausschüttungen und des Ertragswerts stellt sich für den Detailplanungszeitraum, das Übergangsjahr und die ewige Rente wie folgt dar:

LHM – Nettoausschüttungen	Detailplanung							ÜJ	Ewige Rente
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034 ff.
Konzernjahresergebnis	**16,5**	**18,7**	**19,6**	**20,3**	**22,2**	**22,9**	**24,0**	**24,3**	**24,7**
Thesaurierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	**16,5**	**18,7**	**19,6**	**20,3**	**22,2**	**22,9**	**24,0**	**24,3**	**23,7**
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	9,9	11,2	11,8	12,2	13,3	13,7	14,4	14,6	13,8
- pers. Ertragsteuer	1,3	1,5	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2,6
davon Wertbeitrag aus Ausschüttungen	6,6	7,5	7,9	8,1	8,9	9,1	9,6	9,7	9,9
- pers. Ertragsteuer	1,7	2,0	2,1	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6
Ausschüttungsquote	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*
Nettoausschüttungen	**13,5**	**15,2**	**16,0**	**16,6**	**18,1**	**18,6**	**19,6**	**19,8**	**18,5**

LHM – Ertragswert	Detailplanung							ÜJ	Ewige Rente
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034 ff.
Nettoausschüttungen	**13,5**	**15,2**	**16,0**	**16,6**	**18,1**	**18,6**	**19,6**	**19,8**	**18,5**
Kapitalisierungszinssatz	6,11%	6,24%	6,29%	6,32%	6,33%	6,38%	6,39%	6,42%	4,94%
Periode	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	
Barwertfaktor	0,94	0,89	0,83	0,78	0,74	0,69	0,65	0,61	12,40
Barwerte zum 31.12.2025	**12,7**	**13,5**	**13,4**	**13,0**	**13,3**	**12,9**	**12,8**	**12,1**	**229,6**

∑ Barwerte - 31.12.2025	333,4
Aufzinsungsfaktor	1,059
Ertragswert zum 18.12.2026	**353,0**
Beteiligungsquote	*24,01%*
Anteiliger Ertragswert zum 18.12.2026	**84,8**

Quelle: KPMG

Tabelle 37: Wertableitung für die LHM

716. Der **Ertragswert** der LHM beträgt zum 18. Dezember 2026 somit insgesamt rd. 353,0 Mio. €. Der anteilige Ertragswert (24,01 %) beträgt **84,8 Mio. €.**

717. Die Wertableitung haben wir in einem eigenen Bewertungsmodell rechnerisch nachvollzogen. Abweichungen haben sich nicht ergeben. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin entspricht dem bei der LSI, das wir in Abschnitt D.IV gewürdigt haben. Wir halten daher auch für die Wertableitung der LHM für sachgerecht.

c) Entwicklungsprojekt Tauro-Tal

718. Die LSI hält über ihre Tochtergesellschaft Anfi Tauro S.A., Mogán/Gran Canaria („Anfi Tauro"), Grundstücke von rund 0,55 Mio. m² im Tauro-Tal (Valle de Tauro) im Südwesten von Gran Canaria. Die Grundstücke liegen in einem für die touristische Bebauung vorgesehenen Entwicklungsgebiet (Sektor SAU P-17), für das seit 1999 ein Teilbebauungsplan besteht. Ein Teil der Flächen ist mit einem Golfplatz, einem Supermarkt und einem Verwaltungsgebäude bebaut. Die daraus erzielten Erträge und Aufwendungen sind in der Planungsrechnung der LSI enthalten. Die unbebauten und derzeit nicht genutzten Grundstücke hat die Bewertungsgutachterin als Sonderwert angesetzt. Sie sind vorrangig für Hotels und Ferienappartements vorgesehen, daneben für Gewerbe sowie öffentliche Einrichtungen.

719. Grundlage der Bewertung ist die Kaufpreisallokation der Audiforensic S.L., Madrid („Audiforensic"), für den Erwerb der verbleibenden Anteile an der Anfi-Gruppe zum Stichtag 31. Mai 2025. Audiforensic stützt sich auf ein Gutachten der Savills Valuations and Appraisals S.A.U. („Savills") vom Januar 2025 mit Bewertungsstichtag 31. Oktober 2024. Savills hat darin die Marktwerte der einzelnen Parzellen nach dem RICS Red Book im Residualwertverfahren ermittelt. Für Parzellen ohne Baugenehmigung hat Audiforensic einen pauschalen Abschlag von 15 % auf die Savills-Werte vorgenommen. Die Bewertungsgutachterin hat diese Werte übernommen. Sie stellen sich wie folgt dar:

Übersicht Grundstücke Tauro-Tal Grundstück	Grundstücks-fläche (m²)	Marktwert in Mio. €	Genehmigungs-status
Hotelnutzung			
T-1	59.316	17,7	Baugenehmigung
T-2	45.094	13,5	Baugenehmigung
T-3	20.000	5,1	DIG
T-4	29.864	8,8	DIG
T-5	18.000	4,6	keine Genehmigung
T-6	69.476	18,1	Baugenehmigung
Ferienappartementnutzung			
T-7	14.485	2,8	keine Genehmigung
T-8	24.038	4,8	keine Genehmigung
T-9	22.763	3,1	keine Genehmigung
T-10	5.855	0,6	DIG
T-11	14.687	1,8	DIG
T-12	19.177	2,5	DIG
T-13	5.930	0,3	DIG
T-18	15.600	1,5	keine Genehmigung
T-19	10.214	1,1	keine Genehmigung
T-20	25.290	2,7	keine Genehmigung
T-21	68.132	6,7	keine Genehmigung

Übersicht Grundstücke Tauro-Tal Grundstück	Grundstücks-fläche (m²)	Marktwert in Mio. €	Genehmigungs-status
Öffentliche Nutzung			
SI-1	4.857	0,0	keine Genehmigung
SI-2	10.242	0,0	keine Genehmigung
SI-3	2.814	0,0	keine Genehmigung
ESC-1	13.157	0,0	keine Genehmigung
ESC-2	5.070	0,0	keine Genehmigung
ES	10.840	0,0	keine Genehmigung
SV-1	2.000	0,0	keine Genehmigung
Gewerbliche Nutzung			
C-1, C-2	30.062	1,3	keine Genehmigung
Sonstiges			
Vorauszahlungen	-	0,1	-
Sonstiges	-	0,2	-
Gesamt	**546.963**	**97,2**	

Quelle: KPMG; LSI

Tabelle 38: Grundstücke im Tauro-Tal mit Flächen, Marktwerten und Genehmigungsstatus

720. Die Tabelle unterscheidet die Grundstücke nach Nutzungsart und Genehmigungsstand:

- Mit Baugenehmigung: Für die Hotelparzellen T-1, T-2 und T-6 liegen unbefristete Baugenehmigungen vor. Sie sind ohne Abschlag mit den Savills-Werten von insgesamt 49,3 Mio. € angesetzt.

- Mit DIG: Für die Parzellen T-3, T-4 und T-10 bis T-13 hat das Parlament der Kanarischen Inseln eine Erklärung des allgemeinen Interesses (Declaración de Interés General, „DIG“) erteilt. Die erforderliche strategische Umweltprüfung (Evaluación Ambiental Estratégica, „EAE“) läuft jedoch seit 2020 und ist noch nicht abgeschlossen.

- Ohne Genehmigung: Für die übrigen Hotel-, Ferienappartement- und Gewerbeparzellen wurde das Genehmigungsverfahren noch nicht eingeleitet.

721. Auf die DIG-Parzellen und die Parzellen ohne Genehmigung entfällt jeweils der Abschlag von 15 %. Den Flächen für öffentliche Einrichtungen ist kein Wert beigemessen. Einschließlich geringer Vorauszahlungen und sonstiger Posten ergibt sich ein Marktwert der Grundstücke von 97,2 Mio. €.

722. Anfi Tauro hat sich in einer städtebaulichen Vereinbarung mit der Gemeinde Mogán vom 24. November 2000 verpflichtet, auf eigene Kosten 85 Wohnungen, eine Schule mit

Sporteinrichtungen sowie eine kulturelle Einrichtung zu errichten und an die Gemeinde zu übergeben. Audiforensic hat diese Verpflichtung in der Kaufpreisallokation mit 12,0 Mio. € bewertet. Die Bewertungsgutachterin hat den Betrag übernommen und vom Marktwert der Grundstücke abgezogen.

Ableitung Sonderwert Entwicklungsprojekt Tauro-Tal **in Mio. €**	
Marktwert Grundstücke	97,2
Wert der städtebaulichen Verpflichtung	-12,0
Sonderwert	**85,2**

Quelle: KPMG; LSI

Tabelle 39: Ableitung des Sonderwerts für das Entwicklungsprojekt Tauro-Tal

723. Die Bewertungsgutachterin schätzt den Wertansatz als in der Tendenz ambitioniert ein. Wesentliche Genehmigungen fehlen für einen Teil der Grundstücke, die Verfahren ziehen sich seit Jahren hin, und auch auf den genehmigten Grundstücken wurde mit der Bebauung nicht begonnen. Der Abschlag von 15 % unterschätzt nach ihrer Einschätzung das Risiko verspäteter oder ausbleibender Genehmigungen. In einer Gesamtschau hat sie die Werte aus der Kaufpreisallokation dennoch als Ausgangspunkt übernommen. Dabei verweist sie unter anderem auf den Erwerb der verbleibenden 50 % der Anteile an der Anfi-Gruppe im Februar 2025. Diese wurden in einem gerichtlich genehmigten Bieterverfahren aus der Insolvenz eines Mitgesellschafters für 8,0 Mio. € veräußert. Hochgerechnet ergibt sich für 100 % des Eigenkapitals der Anfi-Gruppe ein Wert von rund 16 Mio. €. Er liegt deutlich unter dem in der Kaufpreisallokation ermittelten Fair Value des Eigenkapitals von 45,3 Mio. €, in dem die Grundstücke im Tauro-Tal mit ihren Marktwerten enthalten sind. Der Kaufpreis liefert daher keine Anhaltspunkte für einen höheren Wert der Grundstücke. Wegen der besonderen Umstände ist er allerdings nur eingeschränkt aussagekräftig. Es handelte sich um einen Verkauf im Rahmen eines offenen Bieterverfahrens mit nur einem Bieter, um eine nicht beherrschende Beteiligung in einer Pattsituation der Gesellschafter und um eine Gesellschaft im Insolvenzverfahren.

724. Wir haben die Ableitung des Sonderwerts rechnerisch nachvollzogen und dazu das Savills-Gutachten und die Kaufpreisallokation von Audiforensic eingesehen. Wir haben die Marktwerte, die Flächen und den Genehmigungsstatus der einzelnen Parzellen sowie die Höhe des Abschlags mit diesen Unterlagen abgestimmt. Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Werte entsprechen den Werten der Kaufpreisallokation. Den Wertansatz der städtebaulichen Verpflichtung haben wir anhand der Herleitung von Audiforensic nachvollzogen. Er setzt sich zusammen aus der vertraglich auf 8,7 Mio. € bezifferten

Verpflichtung zum Bau der Wohnungen sowie den geschätzten Kosten für die Schule (0,75 Mio. €) und die kulturelle Einrichtung (2,5 Mio. €).

725. Der pauschale Abschlag von 15 % auf die Grundstücke ohne Baugenehmigung unterliegt einer hohen Unsicherheit. Marktpreise vergleichbarer Grundstücke liegen nicht vor, weil das Gebiet nahezu vollständig im Eigentum der Anfi Tauro steht. Insbesondere die ausstehende Umweltprüfung ist ein erhebliches Realisierungsrisiko:

- Ein negatives Ergebnis kann die Bebauung unabhängig von den Vorgaben des Flächennutzungs- und des Teilbebauungsplans verhindern.
- Das Entwicklungsgebiet umfasst Wasserläufe und sensible Küstenbereiche, was die Erteilung erschwert.
- Ein früheres Gutachten der Gloval Valuation aus dem Jahr 2019, das diese Risiken ausdrücklich berücksichtigt, kam für die Hotelparzellen zu einem um rund 47 % niedrigeren Wert.

726. Vor diesem Hintergrund haben wir Szenarien mit (moderat) höheren Abschlägen betrachtet:

- Jede Erhöhung des Abschlags auf die Parzellen ohne Baugenehmigung um 5 Prozentpunkte vermindert den Sonderwert um rund 2,8 Mio. €.
- Bei einem Abschlag von 25 % (statt 15 %) ergäbe sich ein um rund 5,6 Mio. € niedrigerer Sonderwert.
- Bei zusätzlich 5 % Abschlag auf die genehmigten Parzellen beliefe sich die Minderung auf rund 8,1 Mio. €.

727. Die Bewertungsgutachterin stellt maßgeblich auf die von Savills zum 31. Oktober 2024 ermittelten Marktwerte ab, also ca. zwei Jahre vor dem Bewertungsstichtag. Wir haben daher untersucht, ob sich seither Hinweise auf höhere Grundstückswerte ergeben.

728. Savills leitet den Wert jeder Parzelle aus dem Endprodukt ab, also aus dem auf der Parzelle zu errichtenden und touristisch vermieteten Hotel- bzw. Ferienappartementobjekt. Den Ausgangspunkt bilden die Mieterlöse und der Veräußerungswert des fertigen Objekts. Davon werden Bau- und Erschließungskosten, Projektrisiken und der Zeitwert bis zur Fertigstellung abgezogen. Der verbleibende Betrag entspricht dem Grundstückswert (Residualwertverfahren). Steigende Erlöse aus der touristischen Vermietung und steigende Immobilienpreise erhöhen den Grundstückswert daher überproportional, weil die Baukosten

ein Vielfaches des Grundstückswerts betragen. Steigende Baukosten wirken entsprechend wertmindernd.

729. Folgende Punkte sprechen für tendenziell höhere Werte: Die Erlös- und Preisindikatoren für touristische Immobilien im Süden Gran Canarias sind seit Oktober 2024 deutlich gestiegen:

- Wohnimmobilien in Mogán: Angebotspreise 2025 rund +14,5 %.[184]
- Hotels auf Gran Canaria: durchschnittlicher Zimmerpreis (ADR) +6,1 %, Erlös je verfügbarem Zimmer (RevPAR) +7,4 %.[185]
- Hotelinvestitionen auf den Kanaren: 2025 rund 1,0 Mrd. €, bei leicht sinkenden Renditeanforderungen.[186]

730. Die Baukosten stiegen im selben Zeitraum nur um rund 5,5 %.[187] Für sich genommen ließe dies höhere Grundstückswerte erwarten.

731. Folgende Punkte sprechen für tendenziell niedrigere Werte:

- Savills setzt die Zimmerpreise bereits hoch an. Savills unterstellt für die Ferienappartements bereits im Oktober 2024 Zimmerpreise von 270 bis 300 € je Nacht. 2025 lagen am Markt beobachtbare Durchschnittspreise bei 115 € in Mogán insgesamt, 167 € in Puerto de Mogán und 249 € in Meloneras, dem hochpreisigsten Standort im Süden der Insel.[188] Auch bei eingeschränkter Vergleichbarkeit der Einheiten führt die Marktentwicklung damit eher an das von Savills unterstellte Preisniveau heran, als dass sie darüber hinausgeht.
- Der Zeitplan hat sich verschoben. Savills geht von einer Planungs- und Genehmigungsphase von knapp vier Jahren und Eröffnungen in den Jahren 2030/2031 aus. Die Umweltprüfung ist jedoch seit September 2020 anhängig und war auch im März 2026 noch nicht abgeschlossen. Jedes Jahr Verzögerung gegenüber dem

184 idealista, berichtet von Cárdenas Gran Canaria, Marktbericht Süd-Gran Canaria 2025 (25.02.2026).

185 Promotur Turismo de Islas Canarias, Barómetro de rentabilidad y empleo Gran Canaria 2025 sowie Municipios Gran Canaria 2025.

186 Christie & Co, Hotelinvestmentmarkt Spanien 2025, berichtet von Brainsre.news (22.01.2026).

187 ACR, Índice de Costes Directos de Construcción 2025, berichtet von Forbes España (26.02.2026).

188 Promotur Turismo de Islas Canarias, Barómetro de rentabilidad y empleo Gran Canaria 2025 sowie Municipios Gran Canaria 2025.

Savills-Zeitplan mindert den Barwert. Der Zeitablauf ohne Verfahrensfortschritt wirkt somit einem marktbedingten Wertanstieg entgegen.

- Fehlendes Baurecht begrenzt den Effekt. Bei den Parzellen ohne Baugenehmigung bestimmt vor allem das Genehmigungsrisiko den Wert, nicht das allgemeine Marktniveau. Ein Preisanstieg kann sich daher allenfalls bei den genehmigten Parzellen T-1, T-2 und T-6 mit einem Wert von zusammen 49,3 Mio. € voll auswirken. Ein Anstieg um 10 % entspräche dort rund 4,9 Mio. €.

- Keine belastbaren Grundstücksdaten. Für Bauland in der Provinz Las Palmas weist die amtliche Statistik für das erste Quartal 2026 einen Rückgang um 1,3 % gegenüber dem Vorjahr aus.[189] Auch der Kaufpreis für die Anteile an der Anfi-Gruppe (vgl. Tz. 721) gibt keinen Hinweis auf höhere Werte.

732. Als Zwischenfazit halten wir fest, dass die Marktentwicklung Hinweise auf höhere Werte nur für die Parzellen mit Baugenehmigung liefert. Diese werden durch die bereits ambitionierten Preisannahmen von Savills und die eingetretenen Verzögerungen weitgehend aufgewogen. Eine Erhöhung der Savills-Werte halten wir daher nicht für geboten.

733. Im Ergebnis halten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Sonderwert für das Entwicklungsprojekt Tauro-Tal von 85,2 Mio. € für vertretbar. Der Abschlag von 15 % auf die Grundstücke ohne Baugenehmigung ist mit Blick auf die ausstehende Umweltprüfung und die seit Jahren andauernden Genehmigungsverfahren eine tendenziell optimistische Annahme. Die Marktentwicklung seit dem Savills-Stichtag stellt dem nur begrenzt höhere Werte gegenüber. Auf die Parzellen mit Baugenehmigung haben weder die Bewertungsgutachterin noch Audiforensic einen Abschlag vorgenommen, obwohl auch dort mit der Bebauung nicht begonnen wurde. Vor diesem Hintergrund ist es aus unserer Sicht vertretbar, dass keine höheren Abschläge angesetzt wurden. Die Auswirkungen moderat höherer Abschläge auf den Unternehmenswert der LSI sind zudem begrenzt (vgl. Tz. 724).

734. Wir erachten den von der Bewertungsgutachterin für das Entwicklungsprojekt Tauro Tal angesetzten Wert für insgesamt plausibel.

189 Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, berichtet von elDiario.es/Canarias Ahora (24.06.2026).

d) Entwicklungsprojekt Mogán Beach

735. Die LSI hält über die IFA Canarias, S.L. unbebaute Grundstücke am Strand von Mogán im Südwesten von Gran Canaria. Es handelt sich um die Parzelle 16A (rund 1.000 m²), die vollständig im Eigentum der IFA Canarias steht, um die Parzelle 9A (rund 21.500 m²), die die IFA Canarias zu 41,08 % unmittelbar und zu 58,92 % mittelbar über ihre 100%igen Tochtergesellschaften Eugenia Domínguez y Asociados, S.L.U., Enriqueta Mª Encarnación Domínguez, S.L.U. und Tazaigo, S.L.U. hält, sowie um Miteigentumsanteile an den Parzellen 22 und 23F (jeweils 6,74 %). Die IFA Canarias hat die unmittelbar gehaltenen Grundstücke und Grundstücksanteile in den Jahren 2016 und 2017 erworben. Sie sind zum 31. Dezember 2025 mit Anschaffungskosten von 6,8 Mio. € bilanziert. Die mittelbar gehaltenen Anteile an der Parzelle 9A sind bei den Tochtergesellschaften mit insgesamt 3,5 Mio. € als Vorräte bilanziert. Ob und wann eine Bebauung erfolgen kann, ist derzeit offen. Die Grundstücke sind in der Planungsrechnung der LSI nicht berücksichtigt.

736. Die Bewertungsgutachterin hat die Grundstücke mit ihren Buchwerten von insgesamt 10,3 Mio. € als Zeitwert angesetzt. Vom Unterschied von 3,5 Mio. € zwischen diesem Wert und dem steuerlichen Buchwert der unmittelbar gehaltenen Grundstücke der IFA Canarias (6,8 Mio. €) hat sie Ertragsteuern von 25 % abgezogen, also 0,9 Mio. €. Daraus ergibt sich ein Sonderwert von 9,4 Mio. €.

737. Wir haben die Berechnung nachvollzogen und die Buchwerte der IFA Canarias mit deren Jahresabschluss zum 31. Dezember 2025 sowie den notariellen Kaufverträgen abgestimmt. Wir erachten das Vorgehen insgesamt für sachgerecht sowie die Höhe des Sonderwerts für plausibel.

e) Entwicklungsprojekt Corralejo

738. Die LSI hält über die IFA Canarias, S.L. drei unbebaute Grundstücke mit einer Fläche von insgesamt rund 179.000 m² in der Urbanisation Geafond in Corralejo im Norden von Fuerteventura (Parzellen 15A, 15B und 17). Die Grundstücke sind touristisch gewidmet, vollständig erschlossen und grenzen an den Naturpark Dünen von Corralejo. Die IFA Canarias wurde im Jahr 2017 Eigentümerin, weil der vorherige Eigentümer (Schuldner bei der IFA Canarias) ihr die Grundstücke anstelle der Rückzahlung grundstücksbesicherter Darlehen übertragen hat, die sie zuvor mit einem deutlichen Abschlag auf den Nennwert erworben hatte. Sie sind zum 31. Dezember 2025 mit den Anschaffungskosten der Forderungen von 15,8 Mio. € gestützt durch ein Immobiliengutachten von Valora bilanziert. Die Grundstücke sind in der Planungsrechnung der LSI nicht berücksichtigt.

739. Die Bewertungsgutachterin hat die Grundstücke mit ihrem Buchwert von 15,8 Mio. € als Sonderwert angesetzt.

740. Wir haben die Valora-Gutachten eingesehen. Sie ermitteln die Grundstückswerte zum Herbst 2017 im Ertragswertverfahren auf Basis einer touristischen Nutzung und kommen zu einem Wert von insgesamt 18,0 Mio. €. Der Bodenwert ergibt sich dabei als Differenz zwischen dem Barwert der Erträge eines Hotelbetriebs und den Bau- und Ausstattungskosten. Die Gutachten unterstellen für jede Parzelle ein 4-Sterne-Hotel mit rund 380 Zimmern und einen Baubeginn innerhalb eines Jahres. Rechnerisch setzen sie den Hotelbetrieb bereits ab dem Bewertungsstichtag an, ohne Bau- und Anlaufphase. Diese Annahme hat sich nicht erfüllt: Seit 2017 wurde mit der Bebauung nicht begonnen, und konkrete Pläne zur Bebauung bestehen derzeit nicht. Die 2008 erteilten Baugenehmigungen sahen die Gutachter bereits 2017 als nicht mehr belastbar an.

741. Der Buchwert liegt um 2,2 Mio. € unter der Summe der Gutachtenwerte, weil die Grundstücke zu Anschaffungskosten bilanziert sind. Eine Fortschreibung der Gutachtenwerte auf den Bewertungsstichtag ergäbe keine belastbare höhere Wertindikation. Der Bodenwert ist eine geringe Restgröße zwischen Ertragswert und Baukosten und reagiert daher stark auf deren Entwicklung. Zudem müsste eine Fortschreibung die nicht absehbare Dauer bis zu einer Bebauung berücksichtigen. Bereits ein Entwicklungszeitraum von drei Jahren würde die Gutachtenwerte unter den Buchwert senken. Konkrete Pläne zur Bebauung oder sonstigen Nutzung bestehen derzeit jedoch nicht.

742. Insgesamt halten wir den Sonderwert von 15,8 Mio. € für vertretbar.

f) Forderungen

743. Die LSI hält über die IFA Canarias, S.L. Darlehensforderungen gegen Dritte. Die planmäßigen Zahlungen der Nominalwerte sind über die Bilanzplanung im Ertragswert berücksichtigt. Darüber hinaus erwartet die LSI insbesondere aufgrund von Zinszahlungen Rückflüsse über den Buchwert hinaus. Diesen Mehrbetrag hat die Bewertungsgutachterin nach Abzug von Ertragsteuern von 25 % mit dem Basiszinssatz von 3,75 % auf den Bewertungsstichtag diskontiert und als Sonderwert angesetzt:

- Darlehen an die Pinnacle Group, S.L., Málaga, erwartete Rückzahlung Ende 2030; Sonderwert 5,3 Mio. €.

- Besichertes Immobiliendarlehen gegen Gesellschaften der Grupo Santana Cazorla, erwartete Rückzahlung Ende 2031; Sonderwert 1,2 Mio. €.

744. Insgesamt ergibt sich ein Sonderwert von 6,6 Mio. €. Wir haben die Berechnung nachvollzogen sowie die Darlehensverträge eingesehen. Die angesetzten Zeitwerte liegen bei beiden Darlehen über den Rückflüssen, die sich aus den Verträgen und Sicherheiten ergeben. Der Ansatz der Sonderwerte wirkt sich damit nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus. Die Berücksichtigung von Ertragsteuern auf den Mehrbetrag sowie die Diskontierung mit dem Basiszinssatz halten wir für sachgerecht.

745. Insgesamt halten wir den Sonderwert von 6,6 Mio. € für vertretbar.

g) Liquidationsrechte

746. Die LSI hält Ansprüche von insgesamt rund 10,0 Mio. € gegen die Grupo Santana Cazorla, S.L. und die Petrecan, die sich in Insolvenzverfahren befinden. Nach derzeitigem Kenntnisstand sind daraus keine Zahlungen zu erwarten. Die Ausbuchung der Forderungen ist grundsätzlich steuerlich abzugsfähig. Die Bewertungsgutachterin hat daher die erwartete Steuerersparnis von 25 % (2,5 Mio. €) bei einer angenommenen Realisierung Ende 2030 mit dem Basiszinssatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert und mit 2,2 Mio. € als Sonderwert angesetzt. Wegen der geringen Höhe ist der Sonderwert für den Unternehmenswert von untergeordneter Bedeutung. Das Vorgehen halten wir für sachgerecht.

h) Zahlungen aus Rechtsstreitigkeiten

747. Die LSI führt vor dem Landgericht Duisburg eine Schadensersatzklage im Zusammenhang mit dem Erwerb der Creativ Hotel Catarina, S.A. („Catarina-Komplex“, vgl. Tz. 315). Der Streitwert beträgt 9,2 Mio. €. Die Bewertungsgutachterin hat die aus dem Verfahren erwarteten Zahlungen mit dem Barwert ihres Erwartungswerts von 3,8 Mio. € als Sonderwert angesetzt. Den Erwartungswert hat sie aus mehreren Szenarien zum Verfahrensausgang abgeleitet, gestützt auf eine externe rechtliche Stellungnahme zu den laufenden Verfahren der Gesellschaft.

748. Wir haben die rechtliche Stellungnahme eingesehen und die Ableitung des Erwartungswerts nachvollzogen. Der Ausgang des Verfahrens und die Höhe möglicher Zahlungen sind naturgemäß mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die Annahmen der Bewertungsgutachterin bewegen sich innerhalb der Bandbreite möglicher Verfahrensausgänge, die sich aus der Stellungnahme ergibt. Sie liegen dabei tendenziell am oberen Rand. Wegen der geringen Höhe ist der Sonderwert für den Unternehmenswert von untergeordneter Bedeutung. Das Vorgehen halten wir für sachgerecht.

i) Bedingte Kaufpreiszahlung

749. Die Bewertungsgutachterin hat die aus der Veräußerung der Managementverträge der deutschen Hotel- und Gesundheitsbetriebe im Jahr 2025 resultierende bedingte Kaufpreiszahlung mit ihrem Erwartungswert als Sonderwert (0,6 Mio. €) berücksichtigt.

750. Wegen der geringen Höhe ist der Sonderwert für den Unternehmenswert von untergeordneter Bedeutung. Das von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehen halten wir für sachgerecht.

j) Sonstige Beteiligungen

751. Neben den in der Planungsrechnung erfassten Konzerngesellschaften hält die LSI über die IFA Canarias, S.L., die Anfi International B.V. und die Key Travel, S.A. acht weitere Beteiligungen von untergeordneter Bedeutung. Zwei davon, die Lyng Centro Anfi, S.L. und die Key Travel, S.A., sind operativ tätig und mit ihren Ergebnissen bereits in der Planungsrechnung enthalten. Sie sind daher im Ertragswert erfasst und nicht gesondert anzusetzen. Die übrigen sechs Beteiligungen sind nicht in der Planungsrechnung enthalten und üben im Wesentlichen keine operative Tätigkeit aus. Die Bewertungsgutachterin hat sie als Sonderwert angesetzt, jeweils mit dem höheren Wert aus Beteiligungsbuchwert und anteiligem bilanziellen Eigenkapital zum 31. Dezember 2025.

- Dreamland Studios Canarias, S.L. (Anteil 34 %): 0,20 Mio. €;
- Viñedos y Bodegas Lyng, S.L. (Anteil 10,4 %): 0,11 Mio. €;
- 959 Oliva Inversión Internacional, S.L. (Anteil 100 %): 0,04 Mio. €;
- Vértice Home Canarias, S.L. (Anteil 49 %): unter 0,01 Mio. €;
- Poseidonia Urban, S.L. (Anteil 24 %): unter 0,01 Mio. €;
- 947 MSC Inversión Internacional, S.L. (Anteil 100 %): ohne Wert, da sowohl ihr Eigenkapital als auch der Beteiligungsbuchwert null bzw. negativ sind.

752. Insgesamt ergibt sich ein Sonderwert von 0,4 Mio. €.

753. Wir haben die Wertansätze anhand der Jahresabschlüsse 2025 der Gesellschaften nachvollzogen. Das Vorgehen halten wir für sachgerecht.

k) Zusammenfassende Darstellung der gesondert bewerteten Vermögenswerte

754. Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Sonderwerte stellen sich zusammengefasst wie folgt dar.

LSI Sonderwerte	Mio. €
Beteiligung an der LHM	84,8
Entwicklungsprojekt Tauro-Tal	85,2
Entwicklungsprojekt Mogán Beach	9,4
Entwicklungsprojekt Corralejo	15,8
Forderungen	6,6
Liquidationsrechte	2,2
Zahlungen aus Rechtsstreitigkeiten	3,8
Bedingte Kaufpreiszahlung	0,6
Beteiligungen	0,4
Summe Sonderwerte	**208,6**

Quelle: LSI; KPMG

Tabelle 40: Übersicht der gesondert bewerteten Vermögenswerte

755. Die Sonderwerte betragen insgesamt 208,6 Mio. €. Davon entfallen 170,0 Mio. € und damit mehr als 80 % auf die Beteiligung an der LHM und das Entwicklungsprojekt Tauro-Tal.

756. Wir haben die Ableitung der Sonderwerte nachvollzogen. Die Abgrenzung der Sonderwerte gegenüber dem Ertragswert ist sachgerecht. Insbesondere sind die Beteiligungsergebnisse der LHM aus der Planungsrechnung der LSI herausgerechnet worden, und die in der Planung enthaltenen Gesellschaften und Grundstücksteile sind nicht doppelt erfasst.

757. Die Wertansätze für das Entwicklungsprojekt Tauro-Tal und die Zahlungen aus Rechtsstreitigkeiten beruhen in Teilen auf tendenziell optimistischen Annahmen. Angesichts der dargestellten Unsicherheiten halten wir sie dennoch für vertretbar. Insgesamt halten wir die angesetzten Sonderwerte von 208,6 Mio. € für angemessen.

9. Unternehmenswert und Wert je Aktie

758. Der Unternehmenswert der LSI zum Bewertungsstichtag ergibt sich aus dem Ertragswert des operativen Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte wie folgt:

LSI Unternehmenswert	Mio. €
Ertragswert des operativen Geschäfts	**367,4**
Sonderwerte	208,6
Unternehmenswert zum 18.12.2026	**576,0**

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 41: Unternehmenswert der LSI zum 18. Dezember 2026

759. Der Unternehmenswert der LSI beträgt zum 18. Dezember 2026 rd. **576,0 Mio. €.**

760. Bezogen auf 49.346.750 ausstehende Aktien (nach Abzug von 153.250 eigenen Aktien) ergibt sich der Wert je Aktie der LSI wie folgt.

LSI Wert je Aktie	Mio. €
Unternehmenswert zum 18.12.2026	**576,0**
Anzahl der ausstehenden Aktien (nach Abzug von eigenen Aktien)	49.346.750
Wert je Aktie (in €)	**11,68**

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 42: Wert je Aktie der LSI zum 18. Dezember 2026

761. Der Unternehmenswert je Aktie der LSI beträgt zum 18. Dezember 2026 **11,68 €.**

V. Sensitivitätsanalysen

1. Vorbemerkungen

762. Auf Basis unserer Berechnungen haben wir Sensitivitätsanalysen durchgeführt, um den Einfluss der Veränderung von bestimmten Bewertungsparametern auf den Unternehmenswert je Aktie zu veranschaulichen. Als Parameter haben wir den Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den unverschuldeten Betafaktor herangezogen.

2. Basiszinssatz

763. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Prüfung nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung, der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 3,50 % und 4,00 % berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben.

764. Bei Variation des Basiszinssatzes ergeben sich folgende Unternehmenswerte je Aktie:

LSI		
Basiszinssatz (in %)	**Wert je Aktie (in €)**	**Abweichung in %**
3,50	12,31	+5,4 %
3,75	11,68	0,0 %
4,00	11,09	-5,1 %

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 43: Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes

765. Bei einem Basiszinssatz von 3,50 % ergibt sich ein Wert je Aktie von 12,31 €, der um +5,4 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €. Ein Basiszinssatz von 4,00 % führt c.p. zu einem um 5,1 % niedrigeren Wert je Aktie von 11,09 €.

3. Marktrisikoprämie

766. Wir haben ergänzend eine Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in der wir die Marktrisikoprämie um +/-0,25 Prozentpunkte variieren. Dabei wurde angenommen, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben.

767. Bei einer Variation der Marktrisikoprämie im vorgenannten Sinne wäre bei einem Bewertungskalkül mit unmittelbarer Typisierung nachfolgend dargestellter Unternehmenswert je Aktie rechnerisch ableitbar.

LSI		
Marktrisikoprämie (in %)	**Wert je Aktie (in €)**	**Abweichung in %**
4,25	12,31	+5,4 %
4,50	11,68	0,0 %
4,75	11,09	-5,1 %

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 44: Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie

768. Bei einer Marktrisikoprämie von 4,25 % ergibt sich ein Wert je Aktie von 12,31 €, der um 5,4 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €. Eine Marktrisikoprämie von 4,75 % hingegen führt c.p. zu einem um 5,1 % niedrigeren Wert je Aktie von 11,09 €.

4. Betafaktor

769. Wir haben ergänzend eine weitere Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in der wir ausgehend von dem zugrunde gelegten unverschuldeten Betafaktoren von 0,70 (LSI-Konzern) bzw. 0,85 (LHM) den Einfluss einer Variation auf den Ertragswert analysiert haben.

770. Bei der Analyse wurde angenommen, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben. Bei einer Variation des unverschuldeten Betafaktors ergeben sich folgende Unternehmenswerte je Aktie:

LSI		
Betafaktor: LSI-Konzern / LHM	**Wert je Aktie (in €)**	**Abweichung in %**
0,65 / 0,80	12,48	+6,8 %
0,70 / 0,85	11,68	0,0 %
0,75 / 0,90	10,95	-6,3 %

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 45: Wert je Aktie bei Veränderung des unverschuldeten Betafaktors

771. Bei Minderung des Betafaktors ggü. dem Ausgangsszenario um jeweils 0,05 ergibt sich ein Wert je Aktie von 12,48 €, der um 6,8 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €. Bei Anhebung des Betafaktors ggü. dem Ausgangsszenario um jeweils 0,05 ergibt sich ein Wert je Aktie von 10,95 €, der um 6,3 % niedriger ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 11,68 €.

VI. Vergleichende Marktbewertung

772. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe des sog. Multiplikatorverfahrens zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt. Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.

773. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.

774. Es können generell folgende Multiplikatoren herangezogen werden:

- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“),
- Enterprise Value („EV“)/EBIT-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur),
- EV/EBITDA-Multiplikator (neutralisiert grundsätzlich die Kapitalstruktur und gleicht unterschiedliche Investitionsphasen aus),
- EV/Umsatzerlöse-Multiplikator (in der Regel nur aussagefähig bei vergleichbarer Ertragskraft oder zumindest der Aussicht auf eine solche).

775. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.

776. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.

777. Die Bewertungsgutachterin hat eine Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren vorgenommen. KPMG kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der LSI unterhalb der im Rahmen der EBITDA-Multiplikatorbewertung ermittelten Wertbandbreite (25%- bis 75%-Quantil) und im mittleren Bereich der im Rahmen der EBIT-Multiplikatorbewertung ermittelten Wertbandbreite (25%- bis 75%-Quantil) liegt. Demnach liegen gemäß Einschätzung der Bewertungsgutachterin keine Hinweise dafür vor, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie nicht angemessen bzw. die zugrunde gelegte Planungsrechnung als unplausibel zu erachten ist.

778. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von KPMG nachvollzogen und eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns im Abschnitt D.I.5.c dargestellten Peer Group durchgeführt.

779. Zur Plausibilitätsbeurteilung haben wir im vorliegenden Fall auf EV/EBITDA- und den EV/EBIT-Multiplikator abgestellt. Als Basis für die Ableitung der Multiplikatoren haben wir auf die durchschnittlichen Schätzungen (Consensus Estimates) des EBITDA und des EBIT des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ für den Zeitraum von 2026 bis 2028 zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar waren. Bei den sog. Consensus Estimates handelt es sich um den Durchschnitt von Analystenschätzungen.

780. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren der Peer Group dar:

LSI	EV/EBITDA			EV/EBIT		
Multiplikatoren	**2026**	**2027**	**2028**	**2026**	**2027**	**2028**
Meliá Hotels International S.A	8,5x	8,1x	7,8x	15,7x	14,6x	14,0x
Petrokent Turizm A.S.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
S Hotels and Resorts Public Company Limited	7,9x	7,5x	6,9x	14,7x	13,3x	12,5x
Valamar Riviera d.d.	9,6x	8,5x	7,5x	21,2x	17,6x	15,1x
Minor International Public Company Limited	7,2x	6,9x	6,6x	14,7x	13,9x	12,8x
PPHE Hotel Group Limited	12,7x	11,4x	10,9x	20,9x	17,0x	16,4x
Hilton Grand Vacations Inc.	8,6x	8,5x	8,5x	14,3x	13,3x	12,1x
Mahindra Holidays & Resorts India Limited	17,4x	16,1x	14,5x	35,1x	33,1x	29,2x
Marriott Vacations Worldwide Corporation	11,2x	10,7x	10,7x	16,3x	14,1x	13,9x
Travel + Leisure Co.	9,4x	8,8x	8,6x	11,8x	10,6x	10,4x
Minimum	7,2x	6,9x	6,6x	11,8x	10,6x	10,4x
25%-Quantil	8,5x	8,1x	7,5x	14,7x	13,3x	12,5x
Mittelwert	**10,3x**	**9,6x**	**9,1x**	**18,3x**	**16,4x**	**15,1x**
Median	**9,4x**	**8,5x**	**8,5x**	**15,7x**	**14,1x**	**13,9x**
75%-Quantil	11,2x	10,7x	10,7x	20,9x	17,0x	15,1x
Maximum	17,4x	16,1x	14,5x	35,1x	33,1x	29,2x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 46: EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

781. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf Basis der EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren für die LSI ergebenden Marktwerte:

LSI	EV/EBITDA			EV/EBIT		
Marktwerte (Mio. €)	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes	**41**	**75**	**90**	**1**	**31**	**46**
Multiplikator (Minimum)	7,2x	6,9x	6,6x	11,8x	10,6x	10,4x
Multiplikator (25%-Quantil)	8,5x	8,1x	7,5x	14,7x	13,3x	12,5x
Multiplikator (Mittelwert)	**10,3x**	**9,6x**	**9,1x**	**18,3x**	**16,4x**	**15,1x**
Multiplikator (Median)	**9,4x**	**8,5x**	**8,5x**	**15,7x**	**14,1x**	**13,9x**
Multiplikator (75%-Quantil)	11,2x	10,7x	10,7x	20,9x	17,0x	15,1x
Multiplikator (Maximum)	17,4x	16,1x	14,5x	35,1x	33,1x	29,2x
MW Gesamtkapital[190] – (Minimum)	296	515	592	17	332	479
MW Gesamtkapital – (25%-Quantil)	352	606	673	21	418	575
MW Gesamtkapital – (Mittelwert)	**426**	**722**	**820**	**26**	**514**	**699**
MW Gesamtkapital – (Median)	**389**	**642**	**766**	**22**	**443**	**641**
MW Gesamtkapital – (75%-Quantil)	464	802	966	30	534	696
MW Gesamtkapital – (Maximum)	720	1.209	1.303	50	1.038	1.351
Nettofinanzverbindlichkeiten zum 31.12.2025	267	267	267	267	267	267
Sonderwerte	209	209	209	209	209	209
MW Eigenkapital (Minimum)	238	457	534	n.a.	275	421
MW Eigenkapital (25%-Quantil)	294	548	615	n.a.	360	517
MW Eigenkapital (Mittelwert)	**368**	**664**	**762**	**n.a.**	**456**	**642**
MW Eigenkapital (Median)	**331**	**584**	**708**	**n.a.**	**385**	**583**
MW Eigenkapital (75%-Quantil)	406	744	908	n.a.	476	638
MW Eigenkapital (Maximum)	662	1.151	1.245	n.a.	980	1.293
Wert je Aktie in € (Minimum)	4,83	9,26	10,82	n.a.	5,56	8,52
Wert je Aktie in € (25%-Quantil)	5,96	11,10	12,47	n.a.	7,29	10,48
Wert je Aktie in € (Mittelwert)	**7,45**	**13,46**	**15,43**	**n.a.**	**9,25**	**13,00**
Wert je Aktie in € (Median)	**6,71**	**11,84**	**14,35**	**n.a.**	**7,80**	**11,81**
Wert je Aktie in € (75%-Quantil)	8,22	15,07	18,41	n.a.	9,65	12,93
Wert je Aktie in € (Maximum)	13,41	23,33	25,22	n.a.	19,86	26,20

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 47: Marktwert des Eigenkapitals der LSI anhand von EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

[190] Die als Zwischenschritt berechneten Marktwerte des Gesamtkapitals verstehen sich ohne Berücksichtigung der Sonderwerte.

782. Zusammengefasst ergeben sich die nachfolgenden Marktwerte des Eigenkapitals der LSI (jeweils als Mittelwert und Median):

Marktwert Eigenkapital	Jahr	Mittelwert Mio. €	Median Mio. €
EBITDA	2026	368	331
EBIT	2026	n.a.	n.a.
EBITDA	2027	664	584
EBIT	2027	456	385
EBITDA	2028	762	708
EBIT	2028	642	583

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 48: Marktwert des Eigenkapitals der LSI im Mittelwert und Median anhand von EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiplikatoren

783. Aus unseren Analysen geht hervor, dass die Mittelwerte und Mediane der Marktwerte der LSI innerhalb einer Bandbreite von 331 Mio. € bis 762 Mio. € liegen. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie von 6,71 € bis 15,43 €. Den Bandbreiten auf Basis des Jahres 2026 messen wir nur nachrangige Bedeutung bei. 2026 ist für die LSI ein Anlaufjahr. Der zweite Bauabschnitt in der Dominikanischen Republik und das Hotel Miguel Ángel in Madrid gehen erst im Jahresverlauf in Betrieb und tragen noch nicht mit ihrem vollen Ergebnis bei. Zugleich belasten Anlaufkosten das Ergebnis. Die Werte für 2026 bilden die Ertragskraft der LSI daher nicht vollumfänglich ab. Für die Plausibilisierung stützen wir uns vorrangig auf die Jahre 2027 und 2028. Die Mittelwerte und Mediane der Marktwerte der LSI für die Jahre 2027 und 228 liegt innerhalb einer Bandbreite von 385 Mio. € bis 762 Mio. €. Daraus ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie von 7,80 € bis 15,43 €. Der von der Bewertungsgutachterin anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Wert je Aktie i.H.v. 11,68 € liegt somit innerhalb der Bandbreite aus den Mittelwerten und Medianen aufgespannten Bandbreite.

784. Zusammenfassend stellen wir fest, dass die vergleichende Marktbewertung der Plausibilität des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Ertragswerts nicht entgegensteht.

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

785. Die Hauptaktionärin hat am 4. November 2026 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf 11,68 € je Aktie festgelegt.

786. Der durch KPMG mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert der LSI auf den 18. Dezember 2026 beträgt rd. 576,0 Mio. €. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von 11,68 € je Aktie.

787. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 26. Mai 2026 (26. Februar bis 25. Mai 2026) beträgt 8,84 € und liegt unter dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie.

788. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der LTU festgelegte Barabfindung i.H.v. 11,68 € je Aktie angemessen ist.

789. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der ordentlichen Hauptversammlung der LSI am 18. Dezember 2026, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LSI beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der LSI ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

790. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Lopesan Touristik S.A.U., Las Palmas de Gran Canaria/Spanien, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der LS INVEST AG, Duisburg, geprüft.

791. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der LS INVEST AG, Duisburg, i.H.v. 11,68 € je Aktie angemessen.

Besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG sind nicht aufgetreten."

792. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 5. November 2026

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

IVA VALUATION & ADVISORY AG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT
WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT
SIEGEL
FRANKFURT AM MAIN

Creutzmann[1]
Wirtschaftsprüfer

sign-me Signiert von ANDREAS PAUL RÜDIGER CREUTZMANN am 05.11.2026

Dr. Stellbrink[1]
Wirtschaftsprüfer

sign-me Signiert von JÖRN STELLBRINK am 05.11.2026

[1] Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss des Landgerichts Düsseldorf – 3. Kammer für Handelssachen – vom 17. Juli 2026
über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung
der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

33 O 50/26 [AktE]

Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren
auf Bestellung eines Prüfers zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

an dem beteiligt sind:

Lopesan Touristik, S.A.U., Calle Concepcion Arenal 20, 35006 Las Palmas de Gran Canaria, Spanien,

Antragstellerin,

Verfahrensbevollmächtigte: Rechtsanwälte Noerr,
Speditionsstraße 1, 40221 Düsseldorf

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf
am 17.07.2026
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Vomhof

beschlossen:

Im Hinblick auf die beabsichtigte Übertragung von Aktien der LS INVEST AG mit Sitz in Duisburg auf die Antragstellerin wird gem. § 327c Abs. 2 Satz 3 in Verbindung mit § 293 c Abs. 1 Satz 3 und 4 AktG

IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Savignystraße 34, 60325 Frankfurt am Main
Ansprechpartner: Andreas Creutzmann, WP, StB

als sachverständiger Prüfer der Angemessenheit der nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an die Minderheitsaktionäre der LS INVEST AG mit Sitz in Duisburg zu gewährenden Barabfindung bestellt.

Die Kosten des Verfahrens trägt die Antragstellerin.

Der Geschäftswert wird auf **50.000,00 €** festgesetzt.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss ist die Beschwerde statthaft. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden. Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem Landgericht Düsseldorf (Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf) schriftlich in deutscher Sprache einzulegen. Die Frist beginnt jeweils mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Sie ist zu unterzeichnen und soll begründet werden.

Hinweis zum elektronischen Rechtsverkehr:

Die Einlegung ist auch durch Übertragung eines elektronischen Dokuments an die elektronische Poststelle des Gerichts möglich. Das elektronische Dokument muss für die Bearbeitung durch das Gericht geeignet und mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg gemäß § 130a ZPO nach näherer Maßgabe der Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (BGBl. 2017 I, S. 3803) eingereicht werden. Auf die Pflicht zur elektronischen Einreichung durch professionelle Einreicher/innen ab dem 01.01.2022 durch das Gesetz zum Ausbau des elektronischen Rechtsverkehrs mit den Gerichten vom 10. Oktober 2013, das Gesetz zur Einführung der elektronischen Akte in der Justiz und zur weiteren Förderung des elektronischen Rechtsverkehrs vom 5. Juli 2017 und das Gesetz zum Ausbau des elektronischen Rechtsverkehrs mit den Gerichten und zur Änderung weiterer Vorschriften vom 05.10.2021 wird hingewiesen.

Weitere Informationen erhalten Sie auf der Internetseite www.justiz.de.

Der Vorsitzende
In Vertretung

Dr. Vomhof

Beglaubigt
Urkundsbeamter/in der Geschäftsstelle
Landgericht Düsseldorf



ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Juli 2026

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Juli 2026

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten. © IDW Verlag GmbH · 50354/1

als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

(4) Etwaige Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche des Auftraggebers in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers können erst nach Beendigung des jeweiligen Auftragsverhältnisses und nur innerhalb eines Jahres ab diesem Zeitpunkt geltend gemacht werden.

(5) Der Wirtschaftsprüfer ist dem Auftraggeber nicht zur Auskunft, Einsicht und Herausgabe in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers verpflichtet, soweit Geschäftsgeheimnisse oder Verschwiegenheitspflichten des Wirtschaftsprüfers entgegenstehen.

(6) Der mit der Erfüllung etwaiger Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche beim Wirtschaftsprüfer entstehende Aufwand ist vom Auftraggeber zu vergüten.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.