

Akt. Kurs (20.11., 12:45, Xetra): 1,61 EUR – Einschätzung: **Halten (---)** – Kursziel 12 Monate: **3,30 (---) EUR**

Branche: Immobilien
Land: Deutschland
ISIN: DE000A0JKHG0
Reuters: G7BG.DE
Bloomberg: G7B:GR

Kurzporträt

GWB ist auf die Errichtung großflächiger Einzelhandelsobjekte sowie die Revitalisierung bestehender Einkaufszentren in Deutschland spezialisiert. Hierbei deckt GWB die komplette Wertschöpfungskette über Planung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung bis hin zum Verkauf der Immobilie ab.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	10,40 €	1,15 €
Aktueller Kurs:	1,61 €	
Aktienzahl ges.:	4.900.000	
Streubesitz:	13,7%	
Marktkapitalis.:	7,9 Mio. €	

Anlagekriterien

Langjährige Fachkompetenz und interdisziplinäre Aufstellung

Die Vorstände des im Jahr 1993 gegründeten Unternehmens verfügen durchweg über jahrzehntelange Erfahrung in der Branche und ein entsprechend großes Netzwerk. So kann GWB auf über 40 erfolgreich abgeschlossene Projekte zurückblicken und hat derzeit ein Portfolio aus rund 30 Objekten in der Verwaltung. Fokussierung auf mittlere Städte als Erfolgsrezept.

Wenngleich GWB vergleichsweise klein ist, gelingt es den Norddeutschen immer wieder, aussichtsreiche Objekte zu identifizieren und den Zuschlag für die Realisierung zu erhalten. Entscheidender Vorteil von GWB ist dabei, dass sämtliche für das Revitalisierungsgeschäft relevanten Bereiche im Haus vorhanden sind, wodurch das Unternehmen auf eine entsprechend hohe Expertise zurückgreifen kann.



Quelle: Market-Maker

Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
Gesamtlei.	45,8	53,5	34,8	47,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	2,2	11,7	1,4	5,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	2,2	6,7	-3,1	1,2
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	0,75	1,36	-0,63	0,24
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	2,1	1,2	neg.	6,7
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	12,4%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Konkret verfügt man mit der GWB MAFO über ein eigenes Marktforschungsteam und kann somit nicht nur Gutachten für Dritte erstellen, sondern auch die angebotenen Objekte unter dem Gesichtspunkt des Flächenbedarfs am entsprechenden Standort beurteilen. Ferner besitzt GWB die technische Kompetenz, Umbauten selbst in die Hand zu nehmen. Dabei nimmt GWB in etwa die Rolle eines Bauleiters ein und delegiert die handwerklichen Tätigkeiten an Dienstleister. Schließlich kümmert sich GWB um die (Neu-)Vermietung und Verwaltung, wobei man die rechtliche Seite ebenfalls selbst abdeckt.

Die genannten drei Aspekte sind insbesondere bei den am Markt erhältlichen Problem-Objekten zwingend erforderlich. Da kaum ein Investor über diese interdisziplinäre Aufstellung verfügt, ist der Wettbewerb auf der Einkaufsseite recht gering. Somit erweist sich die Spezialisierung und Umsetzung einer Nischenstrategie für GWB bislang am Markt als sehr erfolgreich.

Großes Wachstumspotenzial bei hiesigen Shopping-Center-Flächen

Im Vergleich zu den übrigen europäischen Ländern weist der deutsche Markt nach einer Erhebung von Cushman & Wakefield aus dem Jahr 2006 (neuere Daten gibt es noch nicht) erhebliches Potenzial bei der Entwicklung von Einzelhandelsflächen für Shopping-Center auf. So liegt der Quadratmeterwert je 1.000 Einwohner zum Beispiel in Schweden und Österreich bei 335, in Großbritannien bei 230 und in Frankreich bei 217. Dagegen findet sich Deutschland mit einem Wert von 140 auf einem der hinteren Ränge und liegt sogar unter dem EU-Durchschnitt von 171 Quadratmetern.

Innerhalb Deutschlands besteht eine klare Zweiteilung zwischen den neuen Bundesländern mit recht hohen Werten zwischen 305 (Brandenburg) und 233 Quadratmetern (Berlin) und den alten Bundesländern mit Werten unter 100 in Bayern, Nordrhein-Westfalen, Baden-Württemberg und Niedersachsen. Dar-

aus ergibt sich unseres Erachtens insbesondere in den alten Bundesländern noch Potenzial für weitere Projekte von GWB.

GWB sondiert hier im Zuge der eigenen Marktrecherchen seit Jahren aktiv den Markt und hat ständig eine ganze Reihe potenzieller Standorte und Objekte im Blickfeld. Aktuell werden 17 Projekte intensiv bearbeitet. Hier wurde bereits von GWB ein konkreter Standort identifiziert. Zudem laufen bereits Verhandlungen bezüglich der Umsetzung. Bei weiteren 88 Standorten sieht GWB gute Chancen auf eine zukünftige Realisierung.

Konservative Investitionskriterien als Basis des Erfolgs

Entscheidende Basis für den wirtschaftlichen Erfolg eines Objektes, egal ob Neubau oder Übernahme eines bestehenden Standortes, ist die Einhaltung von der von GWB definierten Investitionskriterien.

Bei Neubauten sind das ein Rücktrittsrecht vom Grundstückskauf bis zur endgültigen Baugenehmigung, nachgewiesenes Marktpotenzial und Kaufkraft für das Objekt, ein Maximalpreis vom 11,5-fachen der geplanten Jahresnettomiete und keine Wohnungen. Zudem gibt GWB erst dann grünes Licht für den Baubeginn, wenn ein Vermietungsstand von über 70 Prozent und eine anfängliche Mindestbruttorendite von ca. 8 Prozent gesichert sind.

Bei Revitalisierungsobjekten kauft GWB in der Regel zum 9- bis 11-fachen der IST-Miete. Im Anschluss erfolgen Investitionen in eine Aufwertung des Objekts wie Umbau- oder Ausbaumaßnahmen und je nach Ausgangslage eine Neuordnung der Mieterstruktur. Ziel ist es, ein solches Objekt nach etwa zwei Jahren zum dann 13- bis 15-fachen der Jahresmiete wieder zu veräußern, was in der Vergangenheit auch zumeist gelang.

Hierbei ist zu beachten, dass die Jahresmiete beim Verkauf durch die Umsetzung der beschriebenen Maßnahmen fast immer höher ausfällt als zum Zeitpunkt des Erwerbes. In Verbindung mit dem höheren Miet-Multiple kann der Verkaufserlös daher durchaus beim Doppelten des Kaufpreises liegen. Im Regelfall verbleibt das Objekt auch nach der Veräußerung bei GWB in der Verwaltung, woraus in der Folge laufende Management-Erträge resultieren.

Beurteilung des Zahlenwerks erfordert genaues Hinsehen

Aufgrund des Geschäftsmodells von GWB wirkt die GuV auf den ersten Blick verwirrend. So kann es durchaus vorkommen, dass das ausgewiesene Ergebnis höher als der Umsatz ausfällt. Umgekehrt bedeutet ein stark steigender Umsatz nicht unbedingt, dass sich auch das Ergebnis erhöht. Hintergrund ist, dass die von GWB geschaffene Wertschöpfung nur teilweise zum Zeitpunkt des Verkaufs in der GuV erfasst wird.

So profitiert GWB bei Revitalisierungen bereits nach deren erfolgreichem Abschluss durch eine höhere Bewertung des entsprechenden Objektes in der Bilanz, was zu „Erträgen aus Neubewertung“ in der GuV führt. Wird ein Objekt zu höherem Preis verkauft, entsteht damit zwar ein hoher Umsatz, ergebnisseitig ist dies aber ein Null-Summen-Spiel; der größte Teil des Gewinns wurde bereits vorher als Zuschreibung verbucht.

Wichtig zu wissen ist, dass GWB im Gegensatz zu anderen Unternehmen der Branche hier sehr konservativ bilanziert und erst dann Zuschreibungen vornimmt, wenn entweder durch die eigenen Maßnahmen höhere Mieteinnahmen erreicht wurden oder bereits konkrete Verkaufsverhandlungen laufen.

Zudem ist der Umsatz auch nicht repräsentativ für das von GWB bewegte Geschäftsvolumen. Neben den Mieteinnahmen beinhaltet der Umsatz im Wesentlichen die Verkaufserlöse von Immobilien. Nicht erkennbar sind bei dieser Kennzahl aber die Neubauaktivitäten, die als „Bestandsveränderung der Vorräte“ in der GuV auftauchen.

Aussagekräftiger als der Umsatz ist somit die Gesamtleistung von GWB. Zwar sind die Verkaufserlöse von Immobilien, die als Finanzanlagen in der Bilanz stehen (z.B. Wuppertal/Dieselstraße), auch hierin nicht enthalten, da diese als „Erlöse aus dem Verkauf von Finanzanlagen“ betrachtet werden. Dennoch zeichnet die Gesamtleistung ein deutlich realistischeres Bild vom Umfang der Geschäftsaktivitäten als die Betrachtung des reinen Umsatzes.

Wir zielen in unseren Prognosen daher im Wesentlichen auf eine näherungsweise Abschätzung der im jeweiligen Jahr erwirtschafteten Gesamtleistung und des voraussichtlich erzielten Ergebnisses ab.

Geschäftsjahr 2007 erfolgreich verlaufen

Das vergangene Jahr verlief für GWB mit einer um 17 Prozent auf 53,5 (Vj. 45,8) Mio. Euro gesteigerten Gesamtleistung sehr positiv. Einen deutlichen Anstieg verzeichneten dabei auch die Mieteinnahmen. Sie erreichten ein Niveau von 6,1 (0,8) Mio. Euro und konnten damit einen erheblichen Beitrag zur Deckung der direkten Kosten leisten. Entsprechend positiv schlug sich dies im Ergebnis nieder.

Bei einem auf 11,7 (2,2) Mio. Euro verbesserten Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte der Nettogewinn auf 6,7 (2,2) Mio. Euro glatt verdreifacht werden. Das Ergebnis je Aktie kletterte durch die höhere Aktienzahl „nur“ um 81 Prozent auf 1,36 (0,75) Euro. Mit diesen Zahlen hat GWB neue Rekorde in der Firmengeschichte markiert.

GWB auch nach Neunmonatszahlen auf Wachstumskurs

Auch das Geschäftsjahr 2008 ist trotz des schwierigen Umfeldes für die Immobilienbranche für GWB bislang positiv verlaufen. Der Umsatz stieg um 45 Prozent auf 7,5 (Vj. 5,2) Mio. Euro. Darin enthalten sind um 41 Prozent auf 6,5 (4,6) Mio. Euro verbesserte Mieteinnahmen. Die Bestandsveränderungen in Höhe von 15,2 (54,7) Mio. Euro stammen mit 14,7 Mio. fast ausschließlich aus dem Objekt Speyer.

Die Gesamtleistung erreichte somit 22,8 (60,0) Mio. Euro. Die Vorjahreszahl ist wegen der Natur des Geschäftes nicht vergleichbar. Das EBIT drehte mit 0,5 (-2,2) Mio. Euro ins Plus. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter betrug im Berichtszeitraum minus 3,1 (-3,9) Mio. Euro.

Wegen des Projektcharakters des GWB-Geschäftes sind diese Zahlen zur Beurteilung des Firmenwachstums unseres Erachtens jedoch nur begrenzt aussagekräftig. Interessante Indikationen bilden vielmehr die veröffentlichten Bestandskennziffern.

Demnach betrug der Bilanzwert des GWB-Immobilienportfolios zum 30.9. insgesamt 131,3 Mio. Euro. Dieser Wert teilt sich auf fertige Objekte mit 113,7 und in Bau befindliche Objekte mit 17,6 Mio. Euro auf. Der Marktwert der fertigen Objekte betrug zum Stichtag nach ungeprüften Angaben des Unternehmens 121 Mio. Euro, was 7,3 Mio. Euro an stillen Reserven impliziert. GWB verzeichnete im Zuge des weiteren Ausbaus des Immobilienportfolios plangemäß eine auf 19,5 (27,8) gesunkene Eigenkapitalquote.

Joint Venture mit der HSH Nordbank eröffnet weiteres Potenzial

Anfang August gab GWB die Gründung eines Joint Ventures mit der HSH Real Estate AG bekannt. An dieser gemeinsamen Projektgesellschaft mit der norddeutschen Geschäftsbank HSH Nordbank hält GWB einen Anteil von 51 Prozent und hat zudem deren Geschäftsführung übernommen. Der HSH wurde zudem für den Fall einer späteren Kapitalerhöhung bei GWB selbst eine Option zum Erwerb von 25,1 Prozent des Aktienkapitals gewährt.

Die Projektgesellschaft plant Investitionen in Höhe von 100 Mio. Euro; konkrete Vorhaben wurden aber noch nicht genannt. Schwerpunkt des Geschäftsbetriebes soll – wie bei GWB selbst – die Revitalisierung von Einzelhandelsobjekten sein. Im Fokus stehen allerdings tendenziell größere Objekte ab etwa 10 Mio. Euro, die für GWB alleine kaum zu stemmen wären. Wir halten es für wahrscheinlich, dass man zum Zeitpunkt der Joint-Venture-Gründung bereits konkrete Objekte im Auge hatte und daher noch im laufenden Jahr einen oder mehrere erste Abschlüsse vermelden wird.

Durch das erhöhte Finanzierungspotenzial birgt das Joint-Venture unseres Erachtens ein enormes Zusatz-Potenzial für GWB. Da sich dieses vor Bekanntwerden erster Objekte jedoch schwer greifen lässt, haben wir vorsichtshalber keinerlei Effekte hieraus in unsere Schätzungen aufgenommen.

Auf dem Eigenkapitalforum verwies GWB-Chef Dr. Herrmann auf ein Gespräch mit dem HSH-Vorstand erst wenige Tage zuvor, in dem dieser trotz der zuletzt bekannt gewordenen Probleme bei der HSH Nordbank an der Umsetzung der Pläne festhielt. Ein erstes Projekt soll im ersten Quartal 2009 unter Dach und Fach gebracht werden.

Konkreter Ausblick für das Gesamtjahr derzeit unmöglich

Noch vor wenigen Monaten zeigte sich GWB-Chef Dr. Norbert Herrmann für das Gesamtjahr optimistisch, da im zweiten Halbjahr mehrere neue Neubau-Projekte starten. Zudem stellte das Unternehmen bereits im Frühjahr die Zahlung einer Dividende von 0,40 Euro für das Geschäftsjahr 2008 in Aussicht und bekräftigte diese Aussage auf einer Investorenkonferenz am 14. August 2008 noch einmal ausdrücklich.

Dieser Optimismus hat sich zwischenzeitlich jedoch in eine deutlich vorsichtigeren Haltung gewandelt. Hintergrund der Zurückhaltung ist der in der Geschichte von GWB einmalige Vorfall, dass beim Objekt in Wuppertal der bereits von der Bank unterschriebene Kreditvertrag unter einem nach unserer Ansicht fadenscheinigen Vorwand zurückgezogen wurde.

Der Vertrag mit dem Käufer musste daher nachträglich aufgehoben werden, da die Grunderwerbsteuer sonst trotzdem angefallen wäre. Zwar gelang es GWB, einen neuen Käufer zu finden. Im Rahmen des mit diesem geschlossenen Letter of Intent liegt der gebotene Kaufpreis aufgrund der Finanzkrise aber rund 10 Prozent unter dem Preis, der mit dem Erstkäufer vereinbart war.

Somit kann aktuell selbst im Falle eines unterschriebenen Kaufvertrags mit vertraglich gesicherter Finanzierung eine tatsächliche Abwicklung der Transaktion noch nicht als garantiert angesehen werden. Daher sah sich Dr. Herrmann auf dem Eigenkapitalforum vor wenigen Tagen nicht in der Lage, einen konkreten Ausblick auf das Gesamtjahr zu geben.

Auf die Frage, ob er weiter an der Dividendenprognose festhalte, erklärte er, er hätte diese, sofern ihm die jüngsten Marktentwicklungen bereits im Frühjahr bekannt gewesen wären, in dieser Form niemals gegeben.

GSC-Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2008ff

Vor diesem Hintergrund ist eine Ergebnisprognose für uns als Analysten naturgemäß äußerst schwierig. Ausgehend von den Neunmonatszahlen, die zusammen mit der ca. 1,9-Millionen-Belastung aus der Wuppertal-Transaktion ein saldiertes Ergebnisminus von rund 5 Mio. Euro per 27.10. bedeuten, und der Überlegung, dass das Jahr 2008 ergebnisseitig so oder so schlecht aussehen wird, glauben wir, dass GWB die vorhandenen bilanziellen Spielräume nicht nutzen wird und stattdessen lieber an der konservativen Bilanzierung festhält, um unbelastet ins Jahr 2009 zu starten.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass GWB im Gesamtjahr 2008 bei einem EBIT von 1,4 Mio. Euro einen Verlust nach Steuern und Anteilen Dritter von 3,1 Mio. Euro ausweisen wird. Bei der Gesamtleistung rechnen wir mit einem Wert von 34,8 Mio. Euro. Als „größter Brocken“ enthalten sind darin neben den Mieteinnahmen (9,6 Mio. €) die Neubau-Investitionen in Speyer (20 Mio. €). Ferner haben wir erste Investitionen aus den Neubauten in Buxtehude, Bremerhaven Reinkenheide und Lübeck einbezogen, deren Realisierung aktuell anläuft.

Der auf den ersten Blick irritierende Rückgang der Gesamtleistung gegenüber dem Vorjahr resultiert daraus, dass der Verkaufserlös des Objektes Wuppertal/Dieselstraße (ursprünglich 19,75 Mio. €, nun ca. 18 Mio. €), wie bereits erwähnt, nicht in der Gesamtleistung auftaucht. Hintergrund ist, dass dieser als „Erlös aus dem Verkauf von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien“ zu verbuchen ist. Sonst würde sich die Gesamtleistung in 2008 etwa auf Vorjahresniveau bewegen.

Für 2009 schätzen wir die Gesamtleistung auf 47,6 Mio. Euro. Dieser Schätzung zugrunde liegen neben den Mieteinnahmen vor allem weitere Neubau-Investitionen in Speyer, Buxtehude, Bremerhaven Reinkenheide und Lübeck (zusammen 25 Mio. €). Daneben rechnen wir mit dem Start von mindestens einem größeren oder zwei kleineren heute noch nicht namentlich bekannten Neubauprojekten aus der Projekt-Pipeline von aktuell ca. 174 Mio. Euro.

Dabei kalkulieren wir aus Vorsichtsgründen bewusst keinerlei Verkäufe ein, ebenso wie wir Zuschreibungen auf Finanzinvestitionen nur in marginalem Umfang einbezogen haben. Daraus abgeleitet prognostizieren wir auf der Ergebnisseite für das kommende Jahr ein EBIT von 5,7 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss von 1,2 Mio. Euro oder 0,24 Euro je Aktie.

Eine Dividendenzahlung für 2008 halten wir vor diesem Hintergrund für unwahrscheinlich, da das vorrangige Ziel von GWB nach Aussage von Dr. Herrmann auf dem Eigenkapitalforum eine Stärkung der Liquidität ist. Aus heutiger Sicht rechnen wir frühestens im Jahr 2010 wieder mit einer Rückkehr zur Ergebnisstärke früherer Jahre und gehen davon aus, dass eine Dividende erst dann ausgeschüttet wird, wenn sich dies nachhaltig abzeichnet.

„Verfehlen“ oder „Übertreffen“ von Prognosen besagt nicht viel

Wie bereits beschrieben unterliegen diese Zahlen aufgrund des Projektcharakters von GWB stets Unwägbarkeiten – erst recht im derzeitigen Marktumfeld. Insbesondere können einzelne Objekte früher oder später zum Verkauf kommen, was Verschiebungen sowohl hinsichtlich des Zeitpunkts der Umsatz- als auch Ergebniswirksamkeit hat.

Vor diesem Hintergrund sollten Investoren das unvermeidliche „Übertreffen“ oder „Verfehlen“ unserer Prognosen nicht überinterpretieren. Entscheidender

ist vielmehr, ob die jeweiligen Einzelprojekte so wie geplant, besser oder schlechter als erwartet abgeschlossen werden konnten und wie sich das Gesamt-Geschäftsvolumen (inklusive Pipeline) entwickelt.

Zu konstatieren ist ferner, dass diese Überlegung im aktuellen Börsenumfeld gegenüber kurzfristigen Erwägungen deutlich in den Hintergrund tritt. Insbesondere schlagen Negativ-Nachrichten wie der geplatzte Kaufvertrag in Wuppertal überproportional auf den Kurs durch. Dagegen helfen positive News wie das Joint-Venture mit der HSH Nordbank dem Kurs nur vorübergehend.

Sofern die von uns als wahrscheinlich erachtete Meldung eines Verlusts für 2008 und einer Nicht-Zahlung der Dividende in ein weitgehend unverändertes Umfeld fällt, ist daher mit einem zumindest kurzzeitigen scharfen Einbruch zu rechnen – egal auf welchem (Tiefst-)Niveau die Aktie vorher notiert.

Bewertung

Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation und des allgemeinen Börsenumfeldes ist eine Bewertung der GWB Immobilien AG derzeit sehr schwierig. Daher beziehen wir neben einem DCF-Modell, bei dem wir aufgrund der derzeitigen Prognoseunsicherheit bewusst vorsichtige Prämissen zugrunde legen, zwei verschiedene Peer-Group-Ansätze (2009er-KGV / „Innerer Wert“) in unsere Bewertung mit ein.

Ein in allen Belangen mit der GWB Immobilien AG hundertprozentig vergleichbares deutsches börsennotiertes Unternehmen gibt es unseres Erachtens nicht. Deswegen haben wir uns in entschlossen, einen „Close Comparables“-Ansatz zu benutzen und Unternehmen, die in verschiedenen Teilbereichen Berührungspunkte mit GWB haben, als Vergleichsaktien zu berücksichtigen.

Das bekannteste Unternehmen der Peer Group ist die Deutsche EuroShop AG. Wie GWB hat sich die Deutsche EuroShop auf die Branche Handel und hier auf City- bzw. Shopping-Center spezialisiert. Die Deutsche EuroShop verfolgt jedoch im Wesentlichen eine Buy-and-Hold-Strategie, während GWB auf die Revitalisierung von kriselnden Standorten spezialisiert ist. Zudem bietet GWB mit den Bereichen Projektentwicklung, Verwaltung und Facility-Management alle Stufen der Wertschöpfungskette ab.

Der GWB vom Geschäftsmodell her am ähnlichsten ist unseres Erachtens die in Heidelberg und Frankfurt ansässige IFM Immobilien AG. Wie auch GWB erstellt IFM Neubauten und revitalisiert bestehende gewerbliche Immobilien. Dabei ist der Bereich Einzelhandel allerdings von untergeordneter Bedeutung, Schwerpunkt sind vielmehr innerstädtische Büro-Immobilien. Insofern ist auch IFM nur eingeschränkt mit GWB vergleichbar.

Neben der Deutschen EuroShop und IFM haben wir mit DIC Asset, HAHN, der Fair Value REIT-AG, Hamborner und POLIS eine Reihe weiterer deutscher Immobilien-Unternehmen in der Peer Group berücksichtigt, die in einen Bezug zu Einzelhandelsimmobilien als Investor, Betreiber oder Projektentwickler haben. Die Bewertung der Konsensus-KGVs für 2009 dieser deutschen Immobilienwerte fließt zur Hälfte in die Bewertung der GWB-Aktie auf Basis unserer KGV-Betrachtung ein.

Als weiteren Bestandteil unseres Bewertungsansatzes haben wir das durchschnittliche KGV internationaler Immobilienaktien für 2009 mit ebenfalls 50 Prozent berücksichtigt. Damit bilden wir die Abhängigkeit der GWB-Aktie von der allgemeinen Markttendenz der Branche ab.

Auf Basis des so errechneten gewichteten Durchschnitts-KGV von 12,9 und einem Abschlag von 30 Prozent aufgrund der gegenüber den meisten Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe von GWB ergibt sich in Verbindung mit dem GWB-Gewinn von 0,24 Euro je Aktie in 2009 zunächst ein fairer Wert von 1,19 Euro als erstes Zwischenergebnis. Hier spiegelt sich vor allem unsere Erwartung wider, dass GWB erst 2010 wieder zu früherer Ertragsstärke zurückkehren wird. Andererseits bergen die Schätzungen für die Vergleichsunternehmen unseres Erachtens noch Risiken nach unten.

Als dritte Säule unseres Bewertungsansatzes verwenden wir einen Durchschnitt aus dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) der in der Peer Group verwendeten deutschen Immobilienaktien. Wegen der starken Schwankungen und nicht immer gegebenen Aussagekraft der anderen beiden Bewertungsansätze bei Immobilienaktien berücksichtigen wir so den Substanz-Charakter der GWB-Aktie.

Auf Basis des durchschnittlichen KBV von 0,54 und des aktuellen Buchwertes der GWB-Aktie in Höhe von 5,34 Euro ergibt sich ein zweites Teilergebnis von 2,90 Euro. Hingewiesen sei hierbei darauf, dass GWB unseres Erachtens konservativer bilanziert als die meisten Vergleichsunternehmen, so dass hier eher stille Reserven als Abschreibungsrisiken bestehen dürften. Welche teilweise völlig unvorhersehbaren Risiken in der aktuellen Marktsituation trotzdem entstehen können, zeigt der „Wuppertal-Vorfall“ jedoch deutlich.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 8,18%, Ausgangs-Cash-Flow –4,4 Mio. € in 2008, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,2 wegen des sehr zyklischen Projektcharakters des Geschäftes) errechnen wir auf Basis vorsichtiger Prämissen einen fairen Wert der GWB-Aktie von 5,74 Euro als zweites Zwischenergebnis. Wenngleich bereits dieser Wert ein großes individuelles Kurspotenzial erkennen lässt, würde eine Rückkehr zur vollen Ertragsstärke früherer Jahre noch erheblich höhere Werte ermöglichen.

Der Mittelwert aus den drei skizzierten Bewertungsansätzen beträgt 3,28 Euro und setzen unser gerundetes erstes Kursziel auf 12-Monats-Sicht somit auf 3,30 Euro fest.

Fazit

Die GWB stellt ein interessantes Unternehmen auf dem Kurszettel der Immobilienaktien dar. Als Spezialist für die Errichtung großflächiger Einzelhandelsobjekte sowie die Revitalisierung bestehender Einkaufszentren in Deutschland deckt GWB die komplette Wertschöpfungskette über Planung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung bis hin zum Verkauf der Immobilie ab. Dass man diese Kompetenzen „alle unter einem Dach“ hat, unterscheidet das Unternehmen von anderen Immobilienaktien.

Aufgrund der soliden Arbeitsweise des Managements trauen wir GWB zu, die derzeitige Krise zu überstehen und daraus gestärkt hervorzugehen. Ausgehend von den Neunmonatszahlen, die zusammen mit der Belastung aus der Wuppertal-Transaktion ein saldiertes Ergebnisminus von rund 5 Mio. Euro per 27.10. bedeuten, und der Überlegung, dass das Jahr 2008 ergebnisseitig so oder so schlecht aussehen wird, glauben wir, dass GWB die vorhandenen bilanziellen Spielräume nicht nutzen und stattdessen lieber an der konservativen Bilanzierung festhalten wird, um unbelastet ins Jahr 2009 zu starten.

Daher rechnen wir damit, dass GWB für 2008 einen Verlust ausweisen und keine Dividende zahlen wird. Da sich das Unternehmen noch vor wenigen Monaten sehr optimistisch zeigte und bereits im Frühjahr eine Dividendenzah-

lung von 0,40 Euro angekündigt wurde, sehen wir – neben Unwägbarkeiten aus Finanzierungsthemen und neuen unerwarteten Vorfällen à la Wuppertal – bei Bestätigung dieser unserer Einschätzung jedoch das zumindest temporäre Risiko eines nachrichtenbedingten weiteren heftigen Einbruchs.

Wir stufen unter Abwägung aller Risiken und Chancen deshalb die GWB-Aktie derzeit trotz der fundamentalen Unterbewertung aus Sentiment-Gründen derzeit „nur“ als Halteposition ein.

Sobald die von uns über kurz oder lang erwartete Negativ-Meldung („Verlust in 2008, keine Dividende“) veröffentlicht bzw. sich als Erwartungshaltung im Markt schon manifestiert wurde und sich die Perspektiven für 2009 erkennbar aufhellen, sind spekulativ erste Käufe möglich. Gleiches gilt für den Fall von erfreulichen Nachrichten wie Gewinn bringenden Objektverkäufen, einer wider Erwarten doch gezahlten Dividende für 2008 oder dem Start eines Aktienrückkaufprogramms, was das Sentiment der Aktie ins Positive drehen würde.

Hinzuweisen ist ferner darauf, dass GWB mit einer Börsenkapitalisierung von derzeit gerade einmal rund 8 Mio. Euro durchaus zu einem Übernahme-Ziel werden könnte. Eine Übernahme könnte allerdings angesichts der Aktionärsstruktur nur unter Mitwirkung des Managements vollzogen werden.

Aktionärsstruktur

Dr. Norbert Hermann	22,5%
Wolfgang Mertens-Nordmann	22,4%
HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft	19,1%
Deutsche Land PLC	12,5%
Fortis Investment	9,9%
Insinger de Beaufort	3,9%
Streubesitz	9,7%

Termine

03.12.2008	Präsentation auf der „2. GSC Small- und Micro Cap Konferenz“ in Düsseldorf
Ende März 2009	Veröffentlichung Konzern-/Jahresabschluss
Anfang Mai 2009	Veröffentlichung 3-Monatsabschluss
Mitte Mai 2009	Hauptversammlung
Anfang August 2009	Veröffentlichung 6-Monatsabschluss
November 2009	Veröffentlichung 9-Monatsabschluss

Kontaktadresse

GWB Immobilien AG
Hauptstraße 1 a
D-22962 Siek

Internet: www.gwb-immobilien.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Norbert Herrmann

Tel.: +49 (0) 4107 / 9080 - 0
Fax: +49 (0) 4107 / 9080 - 72
Email: ir@gwb-immobilien.de

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kauf“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
GWB Immobilien AG	1, 4

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.