

Akt. Kurs (06.07.09, 9:05, Ffm): 1,74 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,30 (3,30) EUR**

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

## Kurzporträt

Die GWB Immobilien AG 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.

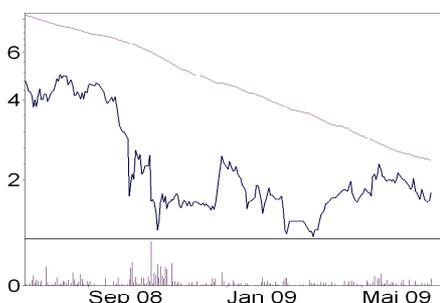
|                  | Hoch       | Tief   |
|------------------|------------|--------|
| Kurs 12 Mon.:    | 5,00 €     | 1,15 € |
| Aktueller Kurs:  | 1,74 €     |        |
| Aktienzahl ges.: | 4.900.000  |        |
| Streubesitz:     | 8,0%       |        |
| Marktkapitalis.: | 8,5 Mio. € |        |

## Anlagekriterien

### Geschäftsjahr 2008 schon von Finanzkrise beeinflusst

Mitte März veröffentlichte GWB die Bilanz für das abgelaufene Geschäftsjahr 2008. Nachdem das Geschäft vergleichsweise stabil anlief, trübte sich das Klima an den Immobilienmärkten im Zuge des Ausbruchs der Finanzkrise im Herbst 2008 massiv ein. So stand für Beobachter der GWB-Aktie schon im Herbst außer Frage, dass das Unternehmen die im vorherigen Frühjahr noch angekündigte Dividendenzahlung wohl nicht leisten wird.

Letztendlich fielen die GWB-Zahlen dann doch nicht so schlimm aus, wie von uns befürchtet (siehe bisherige Zahlen in der linken Spalte). Dank eines konsequenten Sparprogramms wurde sogar der von uns beim Jahresüberschuss erwartete Verlust vermieden.



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

|                    | 2007 | 2008  | 2009e | 2010e |
|--------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>Gesamtlei.</b>  | 53,5 | 30,3  | 35,2  | 61,2  |
| <i>bisher</i>      | ---  | 34,8  | 47,6  | 67,6  |
| <b>EBIT</b>        | 11,7 | 7,4   | 8,3   | 16,7  |
| <i>bisher</i>      | ---  | 1,4   | 5,7   | 12,4  |
| <b>Jahresüb.</b>   | 6,7  | 1,7   | 1,9   | 7,7   |
| <i>bisher</i>      | ---  | -3,1  | 1,2   | 5,9   |
| <b>Erg./Aktie</b>  | 1,36 | 0,35  | 0,33  | 1,19  |
| <i>bisher</i>      | ---  | -0,63 | 0,24  | 1,20  |
| <b>Dividende</b>   | 0,00 | 0,00  | 0,00  | 0,20  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---   | ---   | ---   |
| <b>KGV</b>         | 1,3  | 5,0   | 5,3   | 1,5   |
| <b>Div.rendite</b> | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  | 11,5% |

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Im Einzelnen erzielte GWB einen Umsatz von 10,1 (Vj. 7,1) Mio. Euro, der sich zum überwiegenden Teil aus den Mieteinnahmen in Höhe von 9,1 (6,1) Mio. Euro speiste. Nennenswerte Erlöse aus Immobilienverkäufen fielen im abgelaufenen Geschäftsjahr als Folge des zeitweise zum Erliegen gekommenen Marktes nicht an.

Die bei GWB traditionell wichtigere und aussagekräftigere Kennzahl der Gesamtleistung betrug 30,3 (53,5) Mio. Euro. Diese umfasst im Wesentlichen neben dem Umsatz die Bestandsveränderungen der Vorräte, bei denen es sich in der Praxis um noch nicht fertig gestellte Immobilien handelt. Hier erfolgten Umgliederungen der Objekte Lübeck, Nauen und Wuppertal in Höhe von 22,8 Mio. Euro in als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Insgesamt bildeten sich die Bestandsveränderungen auf 19,6 (45,8) Mio. Euro zurück. Der hohe Vorjahreswert erklärt sich aus der Tatsache, dass es hier keine nennenswerten Umgliederungen gegeben hatte.

Das EBIT betrug 7,4 (11,7) Mio. Euro und lag somit deutlich über unserer Schätzung von 1,4 Mio. Euro. Einen Grund für diese Abweichung sehen wir in den Änderungen aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwertes für als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien in Höhe von 8,3 (14,2) Mio. Euro. Diese Anpassung hatten wir angesichts des Markteinbruchs auf den Immobilienmärkten nicht erwartet.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter betrug 1,7 (6,7) Mio. Euro und blieb somit deutlich über unserem Ansatz, der einen Verlust von 3,1 Mio. Euro impliziert hatte. Das Ergebnis je Aktie belief sich auf 0,35 (1,36) Euro. Insgesamt werten wir die Zahlen vor dem Hintergrund der massiven Verwerfungen an den Finanz- und Immobilienmärkten als positiv, wenngleich sowohl das Unternehmen als auch wir mit der absoluten Höhe langfristig nicht zufrieden wären.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

### **Geschäft stabilisiert sich im ersten Quartal**

Anfang Mai veröffentlichte GWB die Zahlen für das erste Quartal. Obwohl die Märkte nach Unternehmensangaben bei weitem noch von der Normalität entfernt sind, zeigten die Zahlen doch eine Stabilisierung auf der Umsatz- und Ertragsseite. So stieg der Umsatz um 12 Prozent auf 2,6 (Vj. 2,3) Mio. Euro. Dazu trugen im Wesentlichen die um ein Viertel auf 2,4 (1,8) Mio. Euro angewachsenen Mieteinnahmen bei. Vor dem Hintergrund der Lage an den Immobilienmärkten hatte sich GWB entschlossen, einige zum Verkauf vorgesehene Objekte jetzt länger im Bestand zu halten.

Die Gesamtleistung legte um fast ein Drittel auf 4,7 (3,6) Mio. Euro zu. Der Grund lag in den im Zuge neu begonnener Projekte auf 2,0 (1,3) Mio. Euro deutlich höheren Bestandsveränderungen bei den Vorräten. Das operative Ergebnis (EBIT) wurde mit plus 0,9 (-0,1) Mio. Euro ausgewiesen, wozu neben der höheren Gesamtleistung auch Sparmaßnahmen bei Personal und Sonstigem Aufwand beitrugen. Der Quartalsverlust betrug 330 (758) Tausend Euro. Wichtigster Grund für die Abweichung zum EBIT war das im Zuge der Verteuerung der Refinanzierungskosten auf minus 1,4 (-1,0) verschlechterte Finanzergebnis.

Angesichts der weiter vorhandenen Unsicherheit an den Immobilien- und Finanzmärkten und noch drei ausstehender Quartale sollte das Ergebnis des ersten Quartals unseres Erachtens nicht überinterpretiert werden. Insgesamt werten wir den ersten Quartalsbericht angesichts des Marktumfeldes jedoch grundsätzlich positiv.

### **Auswirkungen des gescheiterten Einstiegs der Hanseatic Group**

Wenige Tage vor der diesjährigen Hauptversammlung hatte GWB eine Mitteilung über eine Kapitalerhöhung im Verhältnis drei zu eins oder 1,625 Mio. Stück von 4,9 auf dann 6,525 Mio. Aktien bekannt gegeben. Damit sollte ein Einstieg des in Hildesheim sitzenden Immobilienunternehmens Hanseatic Group verbunden sein.

Die GWB-Hauptaktionäre und -Vorstände Dr. Norbert Herrmann und Wolfgang Mertens-Nordmann sollten über eine Zwischengesellschaft die Ihnen zustehenden Bezugsrechte der Hanseatic Group andienen. Zudem hätte die Hanseatic Group eine Platzierungsgarantie für die übrigen Aktien übernommen.

Diese Transaktion ist wegen der vom Aufsichtsrat der Hanseatic Group verweigerten Zustimmung hinfällig geworden, wie GWB am 18.6. meldete. An diesem Konzept hatte GWB mehrere Wochen gearbeitet und ist nun gezwungen, andere Wege zu gehen und neue Partner für eine derartige Transaktion zu finden. GWB schließt vor diesem Hintergrund nicht aus, dass kurzfristig ein neuer Partner zur Verfügung steht und eine Platzierungsgarantie übernimmt. Insofern sei die Durchführung der Kapitalerhöhung von der Absage der Hanseatic Group unberührt und werde in jedem Falle durchgeführt, erklärte das Unternehmen.

Auf unsere Nachfrage sagte Dr. Herrmann, dass GWB auf verschiedenen Feldern arbeitet, um sich den Herausforderungen dieser schwierigen Zeit zu stellen. Dazu gehöre sowohl der Verkauf von Immobilien als auch die Gewinnung neuer Partner bei zukünftigen Objekten.

### **Gibt Arcandor-Insolvenz dem Thema Shopping-Center neue Impulse?**

Durch die öffentliche Diskussion einer möglichen neuen Nutzung der Immobilien der Karstadt-Warenhäuser im Zuge der Arcandor-Insolvenz ist das Geschäftsfeld der GWB jüngst auch in den Medien umfassend thematisiert worden. So äußerten nach einem Thomson Reuters Agenturbericht sowohl die Deutsche EuroShop AG aus Hamburg als auch die Essener mfi management für immobilien AG Interesse an ausgewählten Karstadt-Standorten. Einige Experten halten es demnach für möglich, bis zu 20 Karstadt-Standorte in Shopping-Center umzubauen.

GWB-Vorstand Dr. Herrmann hält jedoch selbst bei kleinen Karstadt-Häusern einen derartigen Umbau für schwer durchführbar. Zum einen seien die Flächen pro Ebene zu klein, zum anderen sei es schwierig, über mehr als zwei bis drei Geschosse in einem derartigen Objekt Einzelhandel anzusiedeln. Experten bestätigen diese Einschätzung und verweisen auf die schon heute geringe Frequentierung durch Laufkundschaft ab der zweiten bis dritten Etage eines klassischen Kaufhausgebäudes.

Aufgrund der geäußerten Skepsis habe GWB nach Aussage von Dr. Herrmann bislang auch auf derartige Projekte verzichtet. Dr. Herrmann stimmte zudem der These zu, dass das Kaufhaus der alten Sorte keine Zukunft habe. Auch wir teilen diese Einschätzung. Lediglich Luxushäusern wie dem KaDe-We in Berlin oder dem Alsterhaus in Hamburg mit ihren speziellen, von den „normalen“ Kaufhäusern abweichenden fokussierten Sortimenten wird eine realistische Zukunftschance eingeräumt.

### **Markt für Shopping-Center mit gemischten Aussichten**

Insgesamt besteht laut einer Statistik der internationalen Immobilienberatung Cushman & Wakefield (C&W) in Deutschland gegenüber dem europäischen Durchschnitt noch Bedarf an Shopping-Centern. Demgemäß entfielen Ende 2008 in Deutschland 151 Quadratmeter Verkaufsfläche auf 1.000 Einwohner, während es im europäischen Durchschnitt (EU 27) 201 Quadratmeter waren. Allerdings gibt es angesichts der seit Jahren stagnierenden Umsatzentwicklung bereits erste mahnende Stimmen, die vor einem Überangebot warnen. Die Unternehmensberatung PricewaterhouseCoopers hält diese Situation im Ruhrgebiet und in Ostdeutschland teilweise schon für erreicht.

Zusätzlich dürfte die derzeitige wirtschaftliche Lage auch den Druck auf die Betreiber erhöhen, unter Umständen mit großen Filial-Ketten die Mieten neu verhandeln zu müssen. Diese liegen momentan nach C&W-Angaben in guten Lagen zwischen 125 und 150 Euro pro Quadratmeter im Monat. Darüber hinaus sind einige Investoren gezwungen, sich durch Portfolioverkäufe Liquidität zu verschaffen.

Hier liegt für die nach eigenem Bekunden bereits in der Vergangenheit sehr vorsichtige GWB eine enorme Chance für günstige Zukäufe. Während laut Angaben von Thomas Binder, Deutschlandchef des portugiesischen Shopping-Center-Entwicklers Sonae Sierra, im Sommer 2008 noch Kaufpreise bis zum 18,5-fachen der Jahresmiete gezahlt wurden, sind jetzt Angebote mit dem Multiplikator 15 auf dem Markt. In dieses Bild passt auch die Antwort von Dr. Herrmann auf eine Frage auf der diesjährigen Hauptversammlung nach der Bilanzierung des GWB-Objektes in Nürnberg, welche er mit dem 12,4-fachen der Jahresmiete angab.

### **Konservative Unternehmenspolitik zahlt sich in der Krise aus**

Sowohl auf der Einkaufsseite als auch in der Bilanzpolitik achtet GWB seit Jahren auf eine solide Bewertung der Objekte, um die bilanziellen Risiken in Grenzen zu halten. Diese wird bei Objekten über 20 Mio. Euro alle zwei Jahre aktualisiert.

Die Eigenkapitalquote liegt zwar mit 21 Prozent unter der der Deutschen EuroShop AG, die per 31.12.2008 auf 43 Prozent kommt, kann jedoch noch als ausreichend betrachtet werden. Durch die vorgesehene Kapitalerhöhung dürfte sie leicht steigen auf circa 23 Prozent. Dr. Herrmann sagte uns, dass GWB das Ziel habe, die Eigenmittelquote mittelfristig auf ein Niveau von 25 bis 30 Prozent anzuheben.

### **GSC-Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 überarbeitet**

Vor dem Hintergrund einiger von GWB aufgrund der Marktlage aufgeschobener Verkäufe haben wir trotz des schwierigen Marktumfeldes unsere Umsatzschätzung für 2009 auf 19,0 (bisher 8,6) Mio. Euro nach oben gesetzt. Wir gehen nach derzeitigem Kenntnisstand im laufenden Geschäftsjahr je nach Transaktionsvolumen von zwei bis vier Verkäufen aus dem GWB-Portfolio aus.

Für aussagekräftiger hinsichtlich des GWB-Geschäftsvolumens halten wir weiterhin die Gesamtleistung, die die Bestandsveränderungen und damit die unfertigen Immobilien mit beinhaltet. Die von uns für 2009 erwarteten Bestandsveränderungen haben wir deutlich auf 16,0 (38,8) Mio Euro reduziert. Somit gehen wir im Zuge verspäteter oder gestreckter Bauvorhaben nur noch von einer Gesamtleistung von 35,2 (47,6) Mio. Euro aus. Angesichts des Projektcharakters des GWB-Geschäftes ist eine solche Prognose selbstverständlich mit einer hohen Unsicherheit behaftet.

Trotz des von uns prognostizierten reduzierten Geschäftsvolumens erwarten wir aufgrund der vom Management geplanten Kostendisziplin ein etwas besseres als bisher von uns angesetztes operatives Ergebnis (EBIT) von 8,3 (bisher 5,7) Mio. Euro. Allerdings haben wir hier aus Vorsichtsgründen die GuV-Position „Zeitwertanpassungen für als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien“ auf minus 2,0 (+1,6) nach unten korrigiert.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir bei 1,9 (1,2) Mio. Euro. Hier fällt unsere Prognoseanhebung aufgrund des von uns mit minus 5,6 (-4,0) Mio. Euro nach unten gesetzten Finanzergebnisses nicht ganz so hoch aus wie auf operativer Ebene. Das Ergebnis je Aktie würde sich bei Eintreffen unserer Schätzungen auf 0,33 (0,24) Euro je Anteilsschein belaufen. Eine Dividendenzahlung erwarten nach wie vor nicht für 2009.

Für 2010 erwarten wir eine deutliche Geschäftserholung für die GWB Immobilien AG, auch wenn das Ausmaß wegen des Projektcharakters des Geschäftsgebietes schwer zu quantifizieren ist. Wir gehen nun von einer Gesamtleistung von 61,2 (67,6) Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir bei 16,7 (12,4) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir bei 7,7 (5,9) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,19 (1,20) Euro zur Folge hätte. Die Prognose für die Dividendenzahlung haben wir mit 0,20 Euro je Anteilsschein unverändert gelassen.

GWB versicherte uns auf Nachfrage, dass die Änderung der IFRS-Bilanzierungspraxis von als Joint-Venture betriebenen Einkaufszentren per 1.1.2010 für das Unternehmen keine Rolle spielt. Die Abkehr von der sog.

„Quotenkonsolidierung“, bei der alle GuV-Posten anteilig berücksichtigt werden, hin zur „At Equity-Bilanzierung“, bei der nur der reine GuV-Ergebniseffekt der Beteiligung im Finanzergebnis gezeigt wird, hatte diese Tage im Rahmen der Prognosen der Deutschen EuroShop AG für Verwirrung in der Finanzgemeinde gesorgt.

### **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 berücksichtigen wir auch weiterhin im Rahmen eines „Close Comparables“-Ansatz Unternehmen, die in verschiedenen Teilbereichen Berührungspunkte mit GWB haben, als Vergleichsaktien.

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 sich GWB auf die Revitalisierung von kriselnden Standorten spezialisiert hat. Zudem bietet GWB mit den Bereichen Projektentwicklung, Verwaltung und Facility-Management alle Stufen der Wertschöpfungskette ab.

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 einen Bezug zu Einzelhandelsimmobilien als Investor, Betreiber oder Projektentwickler haben. Das Durchschnitts-KGV von 11,5 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 von 13,1 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 12,3 (bisher 12,9) und eines Abschlags von 30 Prozent aufgrund der gegenüber den meisten Peer Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe von GWB ergibt sich in Verbindung mit dem für 2009 prognostizierten GWB-Gewinn von 0,33 (0,24) Euro je Aktie ein fairer Wert von 2,81 Euro als erstes Zwischenergebnis.

Als zweite 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 diesen Werten berücksichtigen wir so den Substanz-Charakter der GWB-Aktie.

Auf Basis des durchschnittlichen KBV von 0,65 (bisher 0,54) und des aktuellen Buchwertes der GWB-Aktie von 4,83 Euro ergibt sich ein zweites Teilergebnis von 3,14 Euro. Hingewiesen sei hierbei darauf, dass GWB unseres Erachtens konservativer bilanziert als die meisten Vergleichsunternehmen, so dass wir hier eher stille Reserven als Abschreibungsrisiken vermuten. Diese Aussage wird dadurch unterstrichen, dass GWB den Net-Asset-Value (NAV) der Aktie per 31.12.2008 mit 6,30 Euro angab. In dieser Größe sind im Gegensatz zum aus der Bilanz resultierenden Buchwert laut Unternehmensangaben stille Reserven enthalten.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 7,83%, Ausgangs-Cash-Flow 6,6 Mio. € in 2010, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,3 wegen des sehr zyklischen Projektgeschäfts und hochgesetzt wegen der Finanzkrise) errechnen wir auf Basis vorsichtiger Prämissen einen fairen Wert der GWB-Aktie von 4,07 (5,74) Euro als drittes Zwischenergebnis. Wenngleich bereits dieser Wert ein großes individuelles Kurspotenzial erkennen lässt, würde eine Rückkehr zur vollen Ertragsstärke früherer Jahre noch erheblich höhere Ergebnisse ermöglichen. Der gegenüber dem bisherigen Wert geringere Ansatz resultiert aus einer Hochsetzung der Risikoparameter, die unsere Schätzungsänderungen überkompensieren.

Der Mittelwert aus den drei skizzierten Bewertungsansätzen beträgt somit nahezu unverändert 3,34 (bisher 3,32) Euro. Wir belassen unser gerundetes Kursziel auf 12-Monats-Sicht folgerichtig bei 3,30 Euro. Zusammenfassend wollen wir an dieser Stelle herausstellen, dass sich die in verschiedene Richtung wirkenden Schätzungs- und Parameteränderungen in der Summe ausgeglichen haben, so dass ein unverändertes Kursziel am Ende der Rechnung steht.

### **Fazit**

Insgesamt überraschten uns sowohl der Geschäftsbericht für 2008 als auch die Zahlen für das erste Quartal 2009 leicht positiv. Wir hatten für 2008 unter dem Strich mit einem Verlust gerechnet. Für 2009 gehen wir auf der einen Seite davon aus, dass im Zuge der Streckung oder des verspäteten Beginns neuer Projekte die Gesamtleistung nicht so stark steigt wie in unseren bisherigen Schätzungen unterstellt. Andererseits erwarten wir jedoch aufgrund eines stringenten Kostenmanagements und einiger nicht mehr in 2008 durchgeführter Verkäufe eine leichte Ergebnisverbesserung.

Angesichts des schwer einschätzbaren wirtschaftlichen Umfelds der GWB Immobilien AG und des sehr zyklischen Geschäftsverlaufs sind unsere Prognosen selbstverständlich mit großer Unsicherheit behaftet.

Diese Unsicherheit haben wir jedoch in Form sehr vorsichtig gewählter Parameter in unsere leicht nach oben korrigierten Schätzungen eingearbeitet. Insofern dürfte allein schon eine Kursnormalisierung als Werttreiber für die Aktie ausreichen. Im Moment ist aufgrund der Unsicherheiten im Markt wie bei vielen Immobilienaktien ein „Weltuntergangsszenario“ in den Aktienkurs der GWB Immobilien AG eingepreist.

Für einen breiten Einstieg ist es zwar unseres Erachtens trotz der eklatanten Unterbewertung der GWB-Aktie zu früh, der spekulativ gestimmte Anleger, der an der Kombination von Konsum- und Immobilienstory interessiert ist, kann jedoch erste Stücke zur Depotbeimischung einsammeln. Wir ändern vor diesem Hintergrund bei einem unverändertem Kursziel von 3,30 Euro unsere Empfehlung von Halten auf Kaufen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| <b>GWB Immobilien</b>                           |             |               |             |               |             |               |             |              |             |              |
|---|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.            | 2007        |               | 2008        |               | 2009e       |               | 2010e       |              | 2011e       |              |
| <b>Umsatzerlöse (Miete + Verkauf)</b>           | <b>7,1</b>  | <b>13,3%</b>  | <b>10,1</b> | <b>33,3%</b>  | <b>19,0</b> | <b>54,0%</b>  | <b>39,0</b> | <b>63,7%</b> | <b>42,6</b> | <b>61,9%</b> |
| Bestandsveränderungen                           | 45,8        | 85,6%         | 19,6        | 64,7%         | 16,0        | 45,5%         | 22,0        | 35,9%        | 26,0        | 37,8%        |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -57,2%      |               | -18,4%      |               | 37,5%       |              | 18,2%       |              |
| Sonstige betriebliche Erträge / Eigenleistungen | 0,6         | 1,1%          | 0,6         | 2,0%          | 0,2         | 0,6%          | 0,2         | 0,3%         | 0,2         | 0,3%         |
| <b>Gesamtleistung</b>                           | <b>53,5</b> | <b>100,0%</b> | <b>30,3</b> | <b>100,0%</b> | <b>35,2</b> | <b>100,0%</b> | <b>61,2</b> | <b>100%</b>  | <b>68,8</b> | <b>100%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -43,4%      |               | 16,2%       |               | 73,9%       |              | 12,4%       |              |
| Aufwendungen für Material und Vertrieb          | 48,3        | 90,3%         | 23,9        | 78,9%         | 18,0        | 51,1%         | 35,0        | 57,2%        | 40,0        | 58,1%        |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -50,5%      |               | -24,7%      |               | 94,4%       |              | 14,3%       |              |
| Personalaufwand                                 | 3,1         | 5,8%          | 2,9         | 9,6%          | 2,8         | 8,0%          | 2,9         | 4,7%         | 3,0         | 4,4%         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen              | 4,5         | 8,4%          | 4,3         | 14,2%         | 3,9         | 11,1%         | 5,4         | 8,8%         | 6,0         | 8,7%         |
| Zeitwertanpassungen (Fin.Inv. Immob.)           | 14,2        | 26,5%         | 8,3         | 27,4%         | -2,0        | -5,7%         | -1,0        | -1,6%        | 2,0         | 2,9%         |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -6,5%       |               | -3,4%       |               | 3,6%        |              | 3,4%        |              |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>11,8</b> | <b>22,1%</b>  | <b>7,5</b>  | <b>24,8%</b>  | <b>8,5</b>  | <b>24,1%</b>  | <b>16,9</b> | <b>27,6%</b> | <b>21,8</b> | <b>31,7%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -36,4%      |               | 13,3%       |               | 98,8%       |              | 29,0%       |              |
| Abschreibungen                                  | 0,1         | 0,2%          | 0,1         | 0,3%          | 0,2         | 0,6%          | 0,2         | 0,3%         | 0,2         | 0,3%         |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | 0,0%        |               | 100,0%      |               | 0,0%        |              | 0,0%        |              |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>11,7</b> | <b>21,9%</b>  | <b>7,4</b>  | <b>24,4%</b>  | <b>8,3</b>  | <b>23,6%</b>  | <b>16,7</b> | <b>27,3%</b> | <b>21,6</b> | <b>31,4%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -36,8%      |               | 12,2%       |               | 101,2%      |              | 29,3%       |              |
| Finanzergebnis                                  | -2,6        | -4,9%         | -5,1        | -16,8%        | -5,6        | -15,9%        | -5,6        | -9,2%        | -5,6        | -8,1%        |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -96,2%      |               | -9,8%       |               | 0,0%        |              | 0,0%        |              |
| <i>Info: a.o. Ergebnis</i>                      | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0         |              | 0,0         |              |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>                     | <b>9,1</b>  | <b>17,0%</b>  | <b>2,3</b>  | <b>7,6%</b>   | <b>2,7</b>  | <b>7,7%</b>   | <b>11,1</b> | <b>18,1%</b> | <b>16,0</b> | <b>23,3%</b> |
| Steuerquote                                     | 26,4%       |               | 24,8%       |               | 30,0%       |               | 30,0%       |              | 30,0%       |              |
| Ertragssteuern                                  | 2,4         | 4,5%          | 0,6         | 1,9%          | 0,8         | 2,3%          | 3,3         | 5,4%         | 4,8         | 7,0%         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                         | <b>6,7</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>1,7</b>  | <b>5,7%</b>   | <b>1,9</b>  | <b>5,4%</b>   | <b>7,8</b>  | <b>12,7%</b> | <b>11,2</b> | <b>16,3%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -74,2%      |               | 9,2%        |               | 311,1%      |              | 44,1%       |              |
| Saldo Bereinigungsposition                      | 0,0         | 0,0%          | 0,0         | 0,0%          | 0,0         | 0,0%          | 0,0         | 0,0%         | 0,0         | 0,0%         |
| Anteile Dritter                                 | 0,02        | 0,0%          | 0,02        | 0,1%          | 0,03        | 0,1%          | 0,03        | 0,0%         | 0,03        | 0,0%         |
| <b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>             | <b>6,7</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>1,7</b>  | <b>5,6%</b>   | <b>1,9</b>  | <b>5,3%</b>   | <b>7,7</b>  | <b>12,6%</b> | <b>11,2</b> | <b>16,2%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr                         |             |               | -74,4%      |               | 8,8%        |               | 316,1%      |              | 44,3%       |              |
| Anzahl der Aktien                               | 4,900       |               | 4,900       |               | 5,713       |               | 6,525       |              | 6,525       |              |
| <b>Gewinn je Aktie</b>                          | <b>1,36</b> |               | <b>0,35</b> |               | <b>0,33</b> |               | <b>1,19</b> |              | <b>1,71</b> |              |

**Aktionärsstruktur**

|  |       |
|--|-------|
| Dr. Norbert Hermann                    | 22,5% |
| Wolfgang Mertens-Nordmann              | 20,9% |
| HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft | 19,1% |
| Deutsche Land PLC                      | 15,7% |
| Fortis Investment                      | 9,9%  |
| Insinger de Beaufort                   | 3,9%  |
| Streubesitz                            | 8,0%  |

**Termine**

|            |                                    |
|------------|------------------------------------|
| 10.08.2009 | Veröffentlichung 6-Monatsabschluss |
| 06.11.2009 | Veröffentlichung 9-Monatsabschluss |

**Kontaktadresse**

GWB Immobilien AG  
Hauptstraße 1 a  
D-22962 Siek

Internet: [www.gwb-immobilien.de](http://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](mailto: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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 20.11.2008             | 1,61 €              | Halten     | 3,30 €   |

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2009):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen     | 53,2%                           | 55,6%                        |
| Halten     | 27,8%                           | 29,6%                        |
| Verkaufen  | 19,0%                           | 14,8%                        |

## 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](http://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.