

Akt. Kurs (02.10.09, 9:49, Xetra): 2,14 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **3,50 (3,30) EUR**

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

Kurzporträt

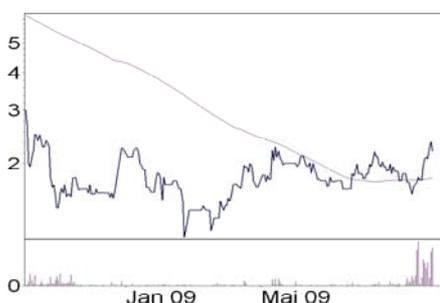
Die GWB Immobilien AG ist auf die Errichtung großflächiger Einzelhandelsobjekte sowie die Revitalisierung bestehender Einkaufszentren in Deutschland spezialisiert. Hierbei deckt GWB die komplette Wertschöpfungskette über Planung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung bis hin zum Verkauf der Immobilie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

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	3,04 €	1,15 €
Aktueller Kurs:	2,14 €	
Aktienzahl ges.:	4.900.000	
Streubesitz:	13,7%	
Marktkapitalis.:	10,5 Mio. €	

Anlagekriterien

Weitere Stabilisierung des Geschäftes auf Halbjahresebene

Mitte August veröffentlichte GWB die Zahlen für das erste Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2009. Hier setzten sich die bereits im ersten Quartal (siehe unsere Research-Note vom 06.07.2009) zu beobachtenden Trends im Umsatzmix fort. Dieser war aufgrund der zögerlichen Erholung der Märkte für Gewerbeimmobilien noch von der stabilisierenden Wirkung der Mieteinnahmen aus den Bestandsobjekten der GWB Immobilien AG geprägt.



Quelle: Market-Maker

Wegen der vergleichsweise linearen Entwicklung verzichten wir an dieser Stelle auf eine gesonderte Kommentierung des zweiten Quartals. Im ersten Halbjahr stiegen die Umsatzerlöse leicht um 2,6 Prozent auf 5,0 (Vj. 4,9) Mio. Euro. Davon entfielen 4,5 (4,3) Mio. Euro auf Mieterlöse. Diese lagen aufgrund der teilweise länger als geplant im Portfolio gehaltenen Objekte höher als ursprünglich geplant. GWB Vorstand Dr. Herrmann merkte dazu an, dass man sich vor dem Hintergrund oftmals nicht marktgerechter Preise bewusst für die cashflow-stabilisierende Wirkung derartiger Finanzströme entschieden habe.

Bei der Einordnung der Halbjahreszahlen ist zudem zu beachten, dass die Vorjahreszahlen unterhalb des operativen Ergebnisses gemäß den einschlägigen IFRS-Regularien um die Rückabwicklung des Objektes in Wuppertal bereinigt wurden. Das operative Ergebnis verdreifachte sich aufgrund des auf 6,5 (Vj. 15,1) Mio. Euro halbierten Materialaufwandes auf 1,4 (0,4) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter verbesserte sich um ein Fünftel auf minus 1,1 (-1,3) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von minus 0,21 (-0,27) Euro einher ging. Insgesamt bewegten sich die Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen und zeigen unserer Meinung nach eine Stabilisierung des Geschäftsumfanges der GWB Immobilien. Positiv überrascht hat uns das operative Ergebnis (EBIT), was die Wirksamkeit des vom Management als Reaktion auf die Wirtschaftskrise eingeführten Sparprogramms unterstreicht.

Kennzahlen

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

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Stabilisierte Kapitalbasis nach Einstieg neuer Investoren

Nach dem der Einstieg des Immobilienunternehmens Hanseatic Group Mitte Juni vollkommen überraschend am Veto des dortigen Aufsichtsrates scheiterte ist es dem Management der GWB unter Führung von Dr. Herrmann gelungen, neben dem operativen Geschäft auch die Kapitalbasis der GWB Immobilien AG zu stabilisieren. Wir werten diese Nachricht als sehr positiv.

Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Die im vollen Umfang gezeichnete Kapitalerhöhung im Volumen von 1,6 Mio. Aktien erbrachte laut Aussage von Dr. Hermann einen Mittelzufluss von circa 2,5 Mio. Euro. GWB gelang es in diesem Zusammenhang so Dr. Herrmann weiter, „zahlreiche neue Aktionäre“ zu gewinnen. Insofern kann GWB nach eigenem Bekunden die beabsichtigte Wachstumsstrategie wie geplant fortsetzen.

Losgelöst davon habe man mit dem Verkauf von 600.000 Aktien aus dem Bestand der HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft an den mittelständischen Immobilieninvestor Cologne Property Administration im Juli einen neuen langfristig orientierten Investor als strategischen Partner gewinnen können.

Verkaufsstau beginnt sich aufzulösen / neues Objekt in Planung

Mit der Beurkundung des Verkaufes des Objektes im niedersächsischen Buxtehude (Kreis Stade) scheint sich nach unserem Eindruck auch langsam der Verkaufsstau bei den Objekten aufzulösen. Das Objekt wurde inzwischen übergeben und eingeweiht. Laut einer Investorenpräsentation beträgt das geplante Investment in dieses Objekt 9 Mio. Euro. Bislang ist dieses Objekt in der Bilanzposition Vorräte verbucht. Die Gegenbuchung für die Umsatzerlöse in der GuV würde dann nach dem erfolgten Verkauf im Herbst bei den Bestandsveränderungen erfolgen.

Aufgrund möglicher Umbuchungen gegen Jahresende halten wir eine spätere Ausweisung der genannten Immobilien in der Bilanzposition Finanzinvestitionen jedoch für durchaus möglich. In diesem Falle würde bilanziell nur der reine Ergebniseffekt in der GuV in einer Unterposition des Finanzergebnisses gezeigt. Insofern halten wir an unseren vorsichtigen Schätzungen zunächst fest.

Positive Nachrichten gab es auch bei Neuprojekten. Im saarländischen Völklingen setzte sich GWB in einer europaweiten Ausschreibung durch und wurde von der dortigen Stadtverwaltung beauftragt, ein innerstädtisches Einkaufszentrum mit circa 12.500 qm Mietfläche zu errichten. Der Baubeginn für das rund 27 Mio. Euro schwere Projekt ist für Frühjahr 2010 geplant.

GSC-Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 bestätigt

Nachdem GWB wie viele Immobilienunternehmen keine konkreten Anzeichen der angeblichen Übergewichtung von Immobilien in den Portfolios der institutionellen Anleger bemerkt hat, scheinen sich derartige Überlegungen nach unserem Eindruck jetzt endlich auch in tatsächlichen Umsätzen niederzuschlagen. Der renommierte Immobilienmakler Jones Lang Lasalle sprach in diesem Zusammenhang von einer bislang lediglich „gefühlten“ Belebung auf der Investorenmseite, denen bislang kein tatsächliches Geschäft gegenüberstand.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir zwar eine leichte Belebung des für GWB relevanten Marktes im zweiten Halbjahr. Wir bleiben allerdings vorsichtig und behalten unsere Schätzungen aufgrund einer von uns zwar erwarteten, aber wahrscheinlich nur verhalten von statten gehenden Erholung der Märkte im bisherigen Umfang bei.

Zudem kann es durch bilanzielle Maßnahmen seitens GWB immer zu Abweichungen gegenüber unseren Schätzungen kommen, da -wie bereits dargelegt- im Falle einer Umbuchung einer Immobilien in die Position Finanzinvestitionen die Umsatzbuchung im Falle des Verkaufs unterbleibt und der reine

Ergebniseffekt in einer Unterposition des Finanzergebnisses ausgewiesen wird. Wir gehen nach derzeitigem Kenntnisstand im laufenden Geschäftsjahr weiterhin von zwei bis vier Verkäufen aus dem GWB-Portfolio aus. Vor diesem Hintergrund erachten wir unsere unveränderte Umsatzschätzung für 2009 von 19,0 Mio. Euro nach wie vor als konservativ.

Für etwas aussagekräftiger hinsichtlich des GWB-Geschäftsvolumens halten wir weiterhin die Gesamtleistung, welche die Bestandsveränderungen und damit die unfertigen Immobilien mit beinhaltet. Die von uns für 2009 erwarteten Bestandsveränderungen haben wir mit 16,0 Mio. Euro konstant belassen. Somit gehen wir im Zuge verspäteter oder gestreckter Bauvorhaben weiterhin von einer Gesamtleistung von 35,2 Mio. Euro aus.

Angesichts des Projektcharakters des GWB-Geschäftes ist eine solche Prognose selbstverständlich mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Zudem können wie bereits erwähnt stets bilanzielle Umbuchungen der Immobilien von den Vorräten in Finanzanlagen unsere Schätzungen obsolet werden lassen. Insofern halten die Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung der GWB Immobilien AG anhand der Ergebniskennziffern für repräsentativer als umsatz- oder gesamtleistungsbezogene Vergleiche.

Trotz des von uns prognostizierten reduzierten Geschäftsvolumens erwarten wir aufgrund der vom Management verordneten Kostendisziplin weiterhin ein operatives Ergebnis (EBIT) von 8,3 Mio. Euro. Dabei haben wir aus Vorsichtsgründen in der GuV-Position „Zeitwertanpassungen für als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien“ von minus 2,0 Mio. Euro eingerechnet.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir unverändert bei 1,9 Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,33 Euro einher gehen würde. 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 nach wie vor von einer Gesamtleistung von 61,2 Mio. Euro aus. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir unverändert bei 16,7 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir bei 7,7 Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 1,19 Euro zur Folge hätte. Auch die Prognose für die Dividendenzahlung haben wir mit 0,20 Euro je Anteilsschein unverändert gelassen.

GWB bestätigte uns erneut, 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 im Frühjahr im Rahmen einer Prognoseanpassung 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 17,9 (bisher 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 15,0 (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 16,5 (bisher 12,3) 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 Euro je Aktie ein fairer Wert von 3,75 (2,81) Euro als erstes Zwischenergebnis. Der höhere Wert resultiert aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

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 und des aktuellen Buchwertes der GWB-Aktie von 4,83 Euro ergibt sich ein zweites Teilergebnis von 3,07 (bisher 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 30.06.2009 mit 6,07 Euro angibt. In dieser Größe sind im Gegensatz zum aus der Bilanz resultierenden Buchwert laut Unternehmensangaben stille Reserven enthalten.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 7,76%, Ausgangs-Cash-Flow 6,6 Mio. € in 2010, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,3 wegen des sehr zyklischen Projektgeschäfts) errechnen wir auf Basis vorsichtiger Prämissen einen fairen Wert der GWB-Aktie von 3,77 (bisher 4,07) Euro als drittes Zwischenergebnis.

Der Mittelwert aus den drei skizzierten Bewertungsansätzen beträgt 3,53 (3,34) Euro. Wir erhöhen unser Kursziel auf 12-Monats-Sicht deshalb aus kapitalmarkttechnischen Gründen um 20 Cent auf 3,50 (3,30) Euro.

Fazit

Die Halbjahreszahlen bewegten sich im Rahmen unserer Erwartungen. Hier wirkten sich die Mieteinnahmen cashflow-stabilisierend für GWB aus. Zudem scheint sich der Verkaufsstau langsam aufzulösen, wie der beurkundete Verkaufsvertrag für ein Objekt beweist. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere vorsichtigen Schätzungen und nehmen hier keine Änderungen vor. Aufgrund von Umbuchungen der Immobilien zwischen den Bilanzpositionen Vorräte und Finanzanlagen sind jedoch unseres Erachtens die Ergebniskennziffern für eine Beurteilung der GWB-Aktie wichtiger als Umsatz oder Gesamtleistung.

Angesichts des schwer einschätzbaren wirtschaftlichen Umfelds der GWB Immobilien AG, des sehr zyklischen Geschäftsverlaufs und der weitreichenden Auswirkungen eventueller Umbuchungen in der Bilanz sind unsere Prognosen selbstverständlich mit großer Unsicherheit behaftet. Diese Unsicherheit haben wir jedoch in Form sehr vorsichtig gewählter Parameter in unseren unveränderten Schätzungen eingearbeitet.

Nach wie vor werden Immobilienaktien an der Börse sehr zurückhaltend bewertet. GWB bietet dem immobilienaffinen Investor jedoch unseres Erachtens eine interessante Kombination von Konsum- und Immobilienstory. Wir empfehlen dem spekulativen Anleger somit die Aktie unverändert zur Depotbeimischung mit einem aus kapitalmarkttechnischen Gründen leicht erhöhten Kursziel von 3,50 Euro. Die Kaufempfehlung behalten wir in diesem Zusammenhang ebenfalls bei.

Gewinn- und Verlustrechnung

GWB Immobilien										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatzerlöse (Miete + Verkauf)	7,1	13,3%	10,1	33,3%	19,0	54,0%	39,0	63,7%	42,6	61,9%
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%
Gesamtleistung	53,5	100,0%	30,3	100,0%	35,2	100,0%	61,2	100%	68,8	100%
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%	
EBITDA	11,8	22,1%	7,5	24,8%	8,5	24,1%	16,9	27,6%	21,8	31,7%
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%	
EBIT	11,7	21,9%	7,4	24,4%	8,3	23,6%	16,7	27,3%	21,6	31,4%
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	
Ergebnis vor Steuern	9,1	17,0%	2,3	7,6%	2,7	7,7%	11,1	18,1%	16,0	23,3%
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%
Jahresüberschuss	6,7	12,5%	1,7	5,7%	1,9	5,4%	7,8	12,7%	11,2	16,3%
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%
Bereinigter Jahresüberschuss	6,7	12,5%	1,7	5,6%	1,9	5,3%	7,7	12,6%	11,2	16,2%
Veränderung zum Vorjahr			-74,4%		8,8%		316,1%		44,3%	
Anzahl der Aktien	4,900		4,900		5,713		6,525		6,525	
Gewinn je Aktie	1,36		0,35		0,33		1,19		1,71	

Aktionärsstruktur

Dr. Norbert Hermann	20,9%
Wolfgang Mertens-Nordmann	20,8%
Deutsche Land PLC	15,7%
Cologne Property Administration GmbH	12,2%
Fortis Investment	9,9%
HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft	6,9%
Streubesitz	13,6%

Termine

06. November 2009	Veröffentlichung 9-Monatsabschluss 2009
Ende März 2010	Veröffentlichung Konzern-/Jahresabschluss 2009
Anfang Mai 2010	Veröffentlichung 3-Monatsabschluss 2010
Mitte Mai 2010	Hauptversammlung
Anfang August 2010	Veröffentlichung 6-Monatsabschluss 2010
Anfang November 2010	Veröffentlichung 9-Monatsabschluss 2010

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 „Kaufem“ 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
06.07.2009	1,74 €	Kaufen	3,30 €
20.11.2008	1,61 €	Halten	3,30 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	45,6%	48,1%
Halten	35,4%	40,7%
Verkaufen	19,0%	11,1%

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.