

Akt. Kurs (08.07.10, 10:54, Xetra): 1,58 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **2,30 (3,90) 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 das Unternehmen die komplette Wertschöpfungskette über Planung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung bis zum Verkauf der Immobilie ab.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	2,70 €	1,15 €
Aktueller Kurs:	1,58 €	
Aktienzahl ges.:	7.175.000	
Streubesitz:	33,1%	
Marktkapitalis.:	11,3 Mio. €	

Anlagekriterien

Immobilienneubewertungen „zerschießen“ GWB-Ergebnis für 2009

Nachdem die Entwicklung der GWB Immobilien AG in den ersten neun Monaten des abgelaufenen Geschäftsjahres 2009 unseres Erachtens noch planmäßig verlief (siehe unsere Research-Note vom 7.1.), überraschte uns der Ende April veröffentlichte Geschäftsbericht des im Hamburger Umland beheimateten Unternehmens in negativer Hinsicht.



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Aufgrund stabiler Mieneinnahmen und des Verkaufs des Objektes im niedersächsischen Buxtehude verdoppelte sich zwar der Umsatz auf 20,4 (Vj. 10,1) Mio. Euro und lag damit leicht über unserer Schätzung von 19,0 Mio. Euro. Die Gesamtleistung, die die Bestandsveränderungen mit einbezieht, sank jedoch um über ein Drittel auf 18,6 (30,3) Mio. Euro. Hier ergab sich eine eklatante Abweichung zu unseren Erwartungen von 35,2 Mio. Euro, da der Bestandsaufbau im Zuge der zeitlichen Streckung von Bauvorhaben nicht in dem von uns vorhergesagten Umfang stattfand.

Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
Ges.leist.	30,3	18,6	26,9	42,8
<i>bisher</i>	---	35,2	61,2	68,8
EBIT	7,4	-7,2	5,0	14,0
<i>bisher</i>	---	8,3	16,7	21,6
Jahresüb.	1,7	-9,0	-0,6	5,9
<i>bisher</i>	---	1,9	7,7	11,2
Erg./Aktie	0,35	-1,66	-0,08	0,82
<i>bisher</i>	---	0,33	1,19	1,71
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,20
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	4,5	neg.	neg.	1,9
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	12,7%

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

Dagegen verbesserte sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (Gesamtleistung ./. operative Aufwendungen und Finanzergebnis) entgegen unseren Erwartungen sogar leicht auf minus 5,8 (-6,0) Mio. Euro. Entscheidend für das Abschneiden der GWB Immobilien AG in den anderen Erfolgskennziffern EBIT und Jahresüberschuss ist allerdings traditionell das Ergebnis der Bewertung der zur Veräußerung anstehenden bzw. als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien mit dem sog. „beizulegenden Zeitwert“ nach IFRS.

Nachdem in 2008 die Summe der Neubewertungsbuchungen mit plus 8,3 Mio. Euro noch klar positiv war, musste das Unternehmen in 2009 hier einen deutlich negativen Saldo in Höhe von insgesamt minus 6,4 Mio. Euro ausweisen. Wenngleich wir das negative Vorzeichen angesichts des weiterhin herausfordernden Umfeldes für den deutschen Einzelhandel vorausgeahnt hatten, hat uns die Höhe der gemeldeten Zahl im Vergleich zu unserer Schätzung von minus 2,0 Mio. Euro doch negativ überrascht.

Von den genannten minus 6,4 Mio. Euro entfielen minus 3,9 (+8,3) Mio. Euro auf Änderungen aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwertes für als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien. Während hier die um minus 1,1 (+1,5) Mio. Euro geringere Bewertung des Objektes in Nauen noch weitgehend durch höhere Ansätze bei anderen Immobilien kompensiert werden konnte, machte sich die um minus 3,4 (+5,3) Mio. Euro niedrigere Bewertung des Objektes Lübeck sehr negativ bemerkbar.

Der GWB-Vorstandsvorsitzende Dr. Norbert Herrmann erläuterte hierzu ergänzend, dass man bezüglich dieser Thematik sehr intensive Gespräche mit dem Wirtschaftsprüfer geführt habe. Man akzeptiere natürlich dessen Urteil, könne es aber letztlich in dieser Form nicht nachvollziehen. Zudem habe man

das Objekt noch im Vorjahr trotz der sich zum Bewertungszeitpunkt Ende 2008 bereits abzeichnenden Rezession in Deutschland noch deutlich höher als in 2007 bewerten können.

Der restliche, auf die zur Veräußerung gehaltenen Immobilien entfallende negative Bewertungssaldo von minus 2,5 (Vj. 0) Mio. Euro resultiert hauptsächlich aus der Neubewertung des Hamburger Objektes Spaldinghof im Rahmen der Umbuchung in diese IFRS-Position.

Das Konzernjahresergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter rutschte aufgrund des erwähnten hohen negativen Neubewertungssaldos von insgesamt minus 6,4 (+8,3) Mio. Euro mit minus 8,9 (+1,7) Mio. Euro deutlich in die roten Zahlen. Auf Einzelaktienebene schlug ein Verlust von 1,66 (+0,35) Euro zu Buche.

Insgesamt betrachtet fiel in 2009 der Umsatz in dem von uns erwarteten Rahmen aus, während uns die Ergebniskennziffern natürlich stark enttäuscht haben. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Herrmann stimmte dieser Bewertung zu und räumte ein, dass auch er nicht mit dem Ergebnis zufrieden sein könne.

Q1-Zahlen 2010 normalisieren sich nach 2009er-Ergebnis-Schock

Nach der negativen Überraschung auf der Ergebnisseite für 2009 gestaltete sich der Start in das laufende Geschäftsjahr bei der GWB Immobilien AG wieder auf normalisiertem Niveau. Der Umsatz sank konjunkturbedingt um 9 Prozent auf 2,4 (Vj. 2,6) Mio. Euro, was wir jedoch angesichts des fragilen Aufschwungs für akzeptabel halten. Die Gesamtleistung reduzierte sich erneut um rund ein Viertel auf 3,5 (4,7) Mio. Euro, da einige Neubauvorhaben gestreckt wurden, so dass mit 1,1 (2,0) Mio. Euro nur etwas mehr als die Hälfte der letztjährigen Bestandserhöhungen ausgewiesen wurden.

Das Konzernergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter fiel mit minus 0,5 (-0,3) Mio. Euro traditionell negativ aus, da die letztendlich das Ergebnis bestimmenden Verkaufstransaktionen und Neubewertungen des Immobilienbestandes überwiegend im letzten Quartal eines Geschäftsjahres verbucht werden. Somit überraschte uns auch nicht das Fehlen jeglicher Neubewertungen des GWB-Immobilienbestandes.

Insgesamt haben wir den ersten Quartalsbericht 2010 nach den schlechten Ergebniszahlen für 2009 wohlwollend zur Kenntnis genommen. Wie auch wir sollte der Anleger diesen nicht überinterpretieren. Wichtig ist für uns insbesondere die dort zu lesende Prognose einer Belebung des für die GWB Immobilien AG relevanten Marktes. Zudem wird diese Einschätzung auch durch Marktreports großer Analysehäuser wie Jones Lang LaSalle unterstützt.

Strategisches Unternehmenskonzept von GWB nach wie vor richtig

Wenngleich angesichts des unerwarteten und hohen Verlustes in 2009 einigen Investoren erste Zweifel an der Tragfähigkeit des GWB-Geschäftsmodells gekommen sind, bestätigen nach unseren Recherchen zahlreiche Quellen die grundsätzliche Richtigkeit des strategischen Kurses des Unternehmens.

So unterstreicht ein Artikel in der Fachzeitschrift „stores+shops“ die GWB-Strategie, auf Shopping-Center in Mittelstädten anstelle von Innenstädten der großen Metropolen zu setzen. Viele Mittelstädte im Bereich von 50.000 bis 100.000 Einwohnern litten bislang unter der starken Fokussierung ihrer Bewohner auf die nächstgelegene Metropole.

Ein gutes Beispiel hierfür ist unseres Erachtens die in dem erwähnten Artikel ausführlich besprochene Stadt Langenfeld. Diese liegt genau in der Mitte zwischen Düsseldorf und Köln und hatte es bislang schwer, sich gegen die Sogkraft von gleich zwei sehr guten Shopping-Metropolen zu behaupten. Laut Erhebungen von „stores+shops“ wollen jedoch viele Konsumenten ihren Bedarf durchaus gerne in den von ihnen bewohnten Mittelstädten decken. Genau in diese Lücke stößt die GWB Immobilien AG.

Viele Städte, in denen das Unternehmen tätig ist, litten bislang unter dem Sogeffekt der Metropole Hamburg. Mit der adäquaten Einfügung von Shopping-Centern gewinnen die Mittelstädte jedoch nach Einschätzung des Handelsexperten Andreas Martin ein Stück Attraktivität zurück und können sich im Einzelhandel somit etwas von der Abhängigkeit von den Metropolen „emanzipieren“.

Ein zweiter wichtiger Tätigkeitsschwerpunkt der GWB Immobilien AG, die Revitalisierung von in die Jahre gekommenen Shopping-Centern auf heutige Branchenstandards, wird von der Fachpresse als künftig noch wichtiger angesehen. So lagen dem EHI Retail Institute, einem Forschungs- und Bildungsinstitut für den Handel, laut einer Pressemeldung Anfang des Jahres bereits 35 derartige Projektbekanntmachungen mit steigender Tendenz vor.

Neues Joint Venture sinnvoll, aber Effekte schwer quantifizierbar

Am 5.7. gab die GWB Immobilien AG den Abschluss eines Joint Venture-Vertrages mit dem französischen Immobilienprojektfinanzierer Caposition bekannt. Gesellschafter der Caposition S.à.r.l sind angabegemäß der Composition Capital Europe Fund II BV und der Captiva Capital Partners Pte.

Der GWB-Vorstandsvorsitzende Dr. Herrmann sieht damit für sein Unternehmen wieder ausreichenden finanziellen Spielraum für die Revitalisierung der eigenen Bestandsobjekte. Auch wir stufen dieses Joint Venture als sinnvoll ein, da es dem Konzern den dringend benötigten Handlungsspielraum gibt, Objekte in wirtschaftlich angespannten Zeiten länger als ursprünglich geplant zu halten.

Auf der diesjährigen Hauptversammlung hatten einige Aktionäre die zuletzt fehlenden Immobilienverkäufe kritisiert (siehe auch unser HV-Bericht vom 04.07.2010). Unseres Erachtens sind diese einerseits für gute Erfolgskennziffern der GWB Immobilien AG notwendig. Auf der anderen Seite wäre es aber unserer Meinung nach nicht sinnvoll, Objekte in dieser wirtschaftlichen Ausnahmesituation nur aus Gründen der Liquiditätsdeckung unter dem angestrebten Verkaufserlös zu veräußern. Dieser Einschätzung stimmte auch Dr. Herrmann zu.

In welchem Umfang sich das beschriebene Joint Venture auf die künftigen Zahlen des Unternehmens auswirkt, konnte Dr. Herrmann zum gegenwärtigen Zeitpunkt aufgrund der komplizierten Konsolidierungsthematik noch nicht beziffern. Zudem müsse auch noch geprüft werden, ob das Gemeinschaftsunternehmen ein Joint Venture im Sinne der IFRS sei.

Nach den geplanten Änderungen in den internationalen Rechnungslegungsstandards wird in Zukunft nur noch der wirtschaftliche Erfolg derartiger Unternehmen im Finanzergebnis der Joint Venture-Partner abgebildet. Bislang war das Konstrukt des Joint Ventures der einzige Ausnahmefall, in denen die IFRS die „quotale Konsolidierung“ zugelassen hatten, d.h. Umsätze und Kosten wurden bei beiden Partnern jeweils hälftig verbucht.

Vor diesem Hintergrund haben wir die Auswirkungen dieses neuen Joint Ventures noch nicht in unsere Schätzungen eingearbeitet und warten hier zunächst die kommende GWB-Berichterstattung ab.

GSC-Schätzungen für 2010 und 2011 nach unten revidiert

Trotz der Richtigkeit des unserer Meinung nach schlüssigen Geschäftsmodells der GWB Immobilien AG erschweren natürlich die im Voraus schwer abschätzbaren Objekt-Bewertungsänderungen die Erstellung von Prognosen. Zudem werden Neubewertungen in ganzer Tiefe nur bei Verkäufen oder im Rahmen der Bilanzerstellung vorgenommen, so dass selbst der Neunmonatsabschluss bei Immobilienunternehmen nicht die Signalwirkung für den Geschäftsbericht besitzt wie bei Unternehmen in anderen Branchen.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere ohnehin sehr vorsichtigen Schätzungen nochmals nach unten korrigiert. Aufgrund der zögerlichen Konjunkturerholung und damit einhergehender weiterer Verschiebungen von Objektverkäufen rechnen wir jetzt nur noch mit einem Umsatz von 24,0 (bisher 39,0) Mio. Euro. Als Folge aufgeschobener Projekte reduzieren wir auch unsere Prognose für die aussagekräftigere Gesamtleistung (Umsätze + Bestandsveränderungen) deutlich auf 26,9 (61,2) Mio. Euro. Dabei gehen wir für 2010 nicht mehr von größeren Projektfortschritten aus und senken unseren Ansatz für die Bestandserhöhungen auf 2,5 (22,0) Mio. Euro.

Das Konzernergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nunmehr bei minus 0,6 (+7,7) Mio. Euro. Trotz einer stringenten und glaubwürdigen Kostendisziplin machen sich hier die von uns auf minus 4,0 (-1,0) Mio. Euro erhöhten Zeitwertanpassungen für die Objekte negativ bemerkbar. In Verbindung mit unseren reduzierten Ansätzen für die Bestandsveränderungen entfaltet diese Vorgehensweise auf Ergebnisebene eine enorme Hebelwirkung.

Das Ergebnis je Aktie würde in unserem Szenario minus 0,08 (+1,19) Euro betragen. Hier sei auf den mathematischen Effekt hingewiesen, dass bei Verlusten eine erhöhte Aktienzahl (~7,2 Mio. für 2010e nach ~5,4 Mio. Stück für 2009) das Ergebnis je Aktie schönert, während bei positivem EPS der bekannte Verwässerungseffekt eintritt. Mit einer Dividendenzahlung rechnen wir verlustbedingt nicht.

Für 2011 erwarten wir eine breitere Erholung des Marktes und gehen nach wie vor von hohen Steigerungsraten bei allen Kennziffern aus. Auch hier haben wir jedoch das absolute Niveau unserer Vorhersagen deutlich gekürzt. Wir rechnen vor diesem Hintergrund jetzt mit einer Gesamtleistung von 42,8 (68,8) Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 5,9 (11,2) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,82 (1,71) Euro einhergehen würde. Nach dem Dividendenausfall in den letzten Jahren erwarten wir hier weiterhin eine Wiederaufnahme der Zahlung und setzen einen Wert von 0,20 Euro je Anteilschein an.

Bewertung

Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation im Immobiliensektor und des weiterhin schwierigen Börsenumfeldes bleibt eine faire Bewertung der Chancen und Risiken der Aktie der GWB Immobilien AG eine Herausforderung. Wir nähern uns deshalb dem fairen Wert weiterhin unter Verwendung eines umfassenden und mit sehr vorsichtig gewählten Risikoparametern bestückten Bewertungsmodells.

Dabei beziehen wir neben einem DCF-Modell weiterhin zwei zusätzliche Peer Group-Ansätze (2010er-KGV und Buchwert) in unsere Bewertung mit ein. Damit wollen wir die Ausgewogenheit des Modells sicherstellen, die die Verwendung nur eines Ansatzes unseres Erachtens im derzeitigen Börsenumfeld nicht gewährleisten würde.

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“-Ansatzes Gesellschaften, die in verschiedenen Teilbereichen Berührungspunkte mit GWB haben, als Vergleichsaktien.

Das bekannteste Unternehmen der Peer Group ist die Deutsche EuroShop AG. Diese hat sich wie GWB auf die Branche Handel und hier auf City- bzw. Shopping-Center spezialisiert. Sie 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. Diese erstellt wie GWB Neubauten und revitalisiert bestehende gewerbliche Objekte. 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 Einzelhandelsobjekten als Investoren, Betreiber oder Projektentwickler haben. Das Durchschnitts-KGV der aufgeführten deutschen Immobilienwerte für 2010 von 14,6 (bisher 13,5) fließt zur Hälfte in unsere Bewertung der GWB-Aktie auf Basis unserer KGV-Betrachtung ein.

Als zweiten Bestandteil der Peer-Group-Bewertung haben wir das durchschnittliche KGV internationaler Immobilienaktien von 13,7 (14,7) 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 14,2 (14,1) und eines unveränderten Abschlags von 50 Prozent aufgrund der gegenüber den meisten Peer Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe von GWB ergibt sich in Verbindung mit dem Durchschnitt unseres für 2010 bis 2011 prognostizierten GWB-Gewinn von 0,37 (0,76 auf Basis 2009-2010) Euro je Aktie ein Wert von 2,61 (5,32) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser deutlich niedrigere Wert resultiert aus unseren stark gesenkten Gewinnschätzungen.

Als zweite Säule unseres Bewertungsansatzes verwenden wir unverändert einen Durchschnitt aus dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) der in der Peer Group enthaltenen deutschen Immobilienaktien. Wegen der starken Schwankungen und der nicht immer gegebenen Aussagekraft der anderen Bewertungsansätze berücksichtigen wir so den trotz der jüngsten Rückschläge unseres Erachtens weiterhin vorhandenen Substanzcharakter der GWB-Aktie.

Auf Basis des Peer Group-KBV von 0,73 (0,77) und des aktuellen Substanzwertes (NAV = Net Asset Value) der GWB-Aktie von 3,44 (4,90) Euro ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 2,00 (3,03) Euro. Hierbei haben wir

wegen der Ende 2009 erfolgten nicht vorhersehbaren negativen Zeitwertanpassung zweier Objekte einen zusätzlichen Risikoabschlag von 20 Prozent eingerechnet, woraus ein deutlich unter dem bisherigen Ansatz liegender Wert resultiert.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 7,01%, Normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~8 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,3 wegen des sehr zyklischen Projektgeschäfts und des weiterhin schwierigen Umfeldes für Verkäufe) errechnen wir auf Basis vorsichtiger Prämissen einen Wert von 2,36 (3,38) Euro als drittes Zwischenergebnis. Der deutlich niedrigere Wert ergibt sich aus der Herabsetzung unserer Modellannahmen für den Durchschnitts-Cash Flow von 10 Mio. auf knapp 8 Mio. Euro (zum Vergleich: Operativer GWB-Cash Flow in 2009: +5,5 Mio. €), was mathematisch durch die sog. „Ewigkeitskomponente“ einen großen Einfluss hat.

Der Mittelwert aus den drei skizzierten Bewertungsansätzen beträgt 2,32 (3,91) Euro. Wir senken daher unser Kursziel um 1,60 auf 2,30 (3,90) Euro. Bei einem aktuellen Kurs von rund 1,60 Euro würde dies normalerweise eine klare Kaufempfehlung nach sich ziehen.

Jedoch sind wir nach den überraschenden und deutlich über unseren Schätzungen liegenden negativen Zeitwertanpassungen im Rahmen des Jahresabschlusses 2009 vorsichtig geworden und raten dem konservativen Investor trotz der mathematischen Kaufindikation, zunächst die weitere Entwicklung abzuwarten. Ferner erhoffen wir uns im Jahresverlauf konkretere Angaben zu den genauen wirtschaftlichen Auswirkungen des neuen Joint Ventures mit dem französischen Immobilienprojektfinanzierer Caposition. Zudem gehen wir davon aus, dass für 2010 keine Dividende gezahlt wird, was aber für bestimmte Investorengruppen gerade in der derzeitigen Börsensituation ein wichtiges Anlageargument darstellen würde.

Unsere Hauptempfehlung für Value-Investoren nehmen wir daher von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück. Spekulativ veranlagte Anleger können sich jedoch angesichts der auch bei Würdigung aller Belastungsfaktoren immer noch als absurd anzusehenden Bewertungsrelationen durchaus einige Stücke der GWB-Aktie ins Depot legen. Für den breiten Einstieg in den Titel warten wir aber eine Normalisierung der Lage auf den Immobilienmärkten ab.

Fazit

Obwohl unsere Erwartungen an das Ergebnis der GWB Immobilien AG für 2009 aufgrund der durchwachsenen Situation im deutschen Einzelhandel im Vorfeld der Bilanzveröffentlichung bereits sehr verhalten waren, lagen die dann publizierten Zahlen weit unter unseren Erwartungen. Neben fehlenden Umsatzerlösen aus Objektverkäufen zogen nennenswert über unserer Prognose ausgefallene negative Zeitwertanpassungen bei zwei Immobilien das Jahresergebnis deutlich ins negative Terrain.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen nach unten angepasst und erwarten jetzt für das Gesamtjahr 2010 trotz des zu Hoffnung Anlass gebenden ersten Quartals einen kleinen Verlust. Wir gehen nun erst für 2011 von einer deutlicheren Erholung aus.

Nach wie vor sehen wir jedoch das Geschäftsmodell der GWB Immobilien AG, sich auf Einkaufs- und Fachmarktzentren in Klein- und Mittelstädten zu konzentrieren, als richtig an. Auch sollte das neue Joint Venture mit dem französischen Immobilienprojektfinanzierer Caposition die finanzielle Situation des Unternehmens stabilisieren, da sich der Markt für Verkäufe der vorhandenen Objekte weiterhin als zäh erweist.

Insgesamt raten wir dem Value-Investor angesichts des für das Unternehmen herausfordernden Umfeldes momentan nur noch dazu, die GWB-Aktie zu halten. Zudem erwarten wir für 2010 keine Dividende, was für konservative Investoren ein wichtiges Anlagekriterium ist.

Spekulative Anleger können jedoch angesichts der weiterhin absurden Bewertungsrelationen der GWB-Aktie einige Anteile zur Depotbeimischung erwerben, um damit auf eine Angleichung des Aktienkurses an unser vorsichtig berechnetes Kursziel zu spekulieren.

Nach derzeitigem Kenntnisstand ist unseres Erachtens für die mittlere Perspektive der Aktie relevant, wie die Bewertung der GWB-Immobilien im Rahmen des Jahresabschlusses 2010 ausfällt. Hier wäre das Ausbleiben von negativen Überraschungen äußerst wichtig, um die immer noch hohen Bewertungsabschläge an den Börsen gegenüber dem Net Asset Value (NAV) langsam abzubauen.

Unsere Hauptempfehlung lautet aus Vorsichtsgründen somit momentan „Halten“ bei einem um 1,60 auf 2,30 Euro gesenkten Kursziel.

Gewinn- und Verlustrechnung

GWB Immobilien AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
Umsatzerlöse (Miete + Verkauf)	10,1	33,3%	20,4	109,7%	24,0	89,2%	34,0	79,4%	42,0	78,4%
Bestandsveränderungen	19,6	64,7%	-3,0	-16,1%	2,5	9,3%	8,0	18,7%	10,0	18,7%
Veränderung zum Vorjahr			-115,3%		183,3%		220,0%		25,0%	
Sonstige betriebliche Erträge / Eigenleistungen	0,6	2,0%	1,2	6,5%	0,4	1,5%	0,8	1,9%	1,6	3,0%
Gesamtleistung	30,3	100,0%	18,6	100,0%	26,9	100%	42,8	100%	53,6	100%
Veränderung zum Vorjahr			-38,6%		44,6%		59,1%		25,2%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	23,9	78,9%	13,8	74,2%	12,0	44,6%	24,0	56,1%	26,0	48,5%
Veränderung zum Vorjahr			-42,3%		-13,0%		100,0%		8,3%	
Personalaufwand	2,9	9,6%	2,7	14,5%	2,9	10,8%	3,0	7,0%	3,3	6,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,3	14,2%	2,8	15,1%	2,8	10,4%	3,0	7,0%	3,4	6,3%
Zeitwertanpassungen (Fin. Invest u. AFS)	8,3	27,4%	-6,4	-34,4%	-4,0	-14,9%	1,4	3,3%	2,0	3,7%
Veränderung zum Vorjahr			-177,1%		37,5%		135,0%		42,9%	
EBITDA	7,5	24,8%	-7,1	-38,2%	5,2	19,3%	14,2	33,2%	22,9	42,7%
Veränderung zum Vorjahr			-194,7%		-173,2%		173,1%		61,3%	
Abschreibungen	0,1	0,3%	0,1	0,8%	0,2	0,7%	0,2	0,5%	0,2	0,4%
Veränderung zum Vorjahr			40,0%		42,9%		0,0%		0,0%	
EBIT	7,4	24,4%	-7,2	-38,9%	5,0	18,6%	14,0	32,7%	22,7	42,4%
Veränderung zum Vorjahr			-197,8%		169,1%		180,0%		62,1%	
Finanzergebnis	-5,1	-16,8%	-5,0	-26,9%	-5,6	-20,8%	-5,6	-13,1%	-5,6	-10,4%
Veränderung zum Vorjahr			2,0%		-12,0%		0,0%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Ergebnis vor Steuern	2,3	7,6%	-12,2	-65,8%	-0,6	-2,2%	8,4	19,6%	17,1	31,9%
Steuerquote	24,8%		27,0%		10,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	0,6	1,9%	-3,3	-17,7%	-0,1	-0,2%	2,5	5,9%	5,1	9,6%
Jahresüberschuss	1,7	5,7%	-8,9	-48,1%	-0,5	-2,0%	5,9	13,7%	12,0	22,3%
Veränderung zum Vorjahr			-616,8%		94,0%		1188,9%		103,6%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter*	0,0	0,1%	0,1	0,5%	0,0	0,1%	0,0	0,1%	0,0	0,1%
Bereinigter Jahresüberschuss	1,7	5,6%	-9,0	-48,6%	-0,6	-2,1%	5,9	13,7%	11,9	22,3%
Veränderung zum Vorjahr			-628,7%		93,7%		1126,3%		-104,1%	
Anzahl der Aktien	4,900		5,442		7,175		7,175		7,175	
Gewinn je Aktie	0,35		-1,66		-0,08		0,82		1,66	

* = teilweise vorhanden, aber unter Ausweisgrenze

Aktionärsstruktur

Dr. Norbert Herrmann	14,36%
Wolfgang Mertens-Nordmann	14,36%
Deutsche Land PLC	10,73%
Cologne Property Administration GmbH	8,36%
HR-MN Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH	5,10%
Projekton Immobilien GmbH	4,49%
AmpegaGerling Investment GmbH	4,46%
Insinger de Beaufort	2,61%
Fortis	2,49%
Streubesitz	33,05%

Termine

12. August 2010	Veröffentlichung 6-Monatsabschluss 2010
10. November 2010	Veröffentlichung 9-Monatsabschluss 2010

Kontaktadresse

GWB Immobilien AG
Hauptstraße 1a
D-22962 Siek / Hamburg

Internet: www.gwb-immobilien.de

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Norbert Herrmann

Tel.: +49 (0) 4107 / 9080 – 0
Fax: +49 (0) 4107 / 9080 - 72
E-Mail: 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 „Kaufen“ 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
07.01.2010	1,97 €	Kaufen	3,90 €
02.10.2009	2,14 €	Kaufen	3,50 €
06.07.2009	1,74 €	Kaufen	3,30 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2010):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	49,4%	55,6%
Halten	34,9%	40,7%
Verkaufen	15,7%	3,7%

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 Holding 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 Holding 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.