

Akt. Kurs (21.09.10, 10:38, Xetra): 1,30 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **2,00 (2,30) 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 das Unternehmen die komplette Wertschöpfungskette über Planung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung bis zum Verkauf der Immobilie ab.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	2,70 €	1,15 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	1,30 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	7.175.000	
<b>Streubesitz:</b>	33,1%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	9,3 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Dank Kostendisziplin Ergebniszuwachs auf Halbjahresbasis

Nach dem für die GWB Immobilien AG sehr schwierig verlaufenen Geschäftsjahr 2009 zeigte sich bereits im ersten Quartal 2010 eine Erholungstendenz (siehe unsere Research-Note vom 08.07.2010), die sich in Q2 und somit auch auf Halbjahresbasis fortsetzte.



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Zwar ermäßigten sich die Umsätze im ersten Halbjahr 2010 leicht um 6 Prozent auf 4,7 (Vj. 5,0) Mio. Euro. Die Ursache für diese Entwicklung lag in einem Rückgang der Mieteinnahmen. Nach Auskunft des Unternehmens war man hier angesichts der konjunkturellen Lage in 2009 vielfach zu Zugeständnissen bei den Miethöhen gezwungen gewesen. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Herrmann sieht diese Entwicklung jedoch nun als abgeschlossen an und berichtet von nachlassendem Preisdruck bei den jüngsten Mietpreis-Verhandlungen.

## Kennzahlen

	2008	2009	2010e	2011e
<b>Ges.leist.</b>	30,3	18,6	24,9	41,2
<i>bisher</i>	---	---	26,9	42,8
<b>EBIT</b>	7,4	-7,2	3,8	12,7
<i>bisher</i>	---	---	5,0	14,0
<b>Jahresüb.</b>	1,7	-9,0	-1,7	4,9
<i>bisher</i>	---	---	-0,6	5,9
<b>Erg./Aktie</b>	0,35	-1,66	-0,23	0,68
<i>bisher</i>	---	---	-0,08	0,82
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	0,20
<b>KGV</b>	3,7	neg.	neg.	1,9
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Trotz dieses leichten Umsatzrückgangs gelang es dem Konzern jedoch, dank einer stringenten Kostendisziplin bei den vom Bauumfang unabhängigen Positionen Personal (1,2 / Vj. 1,3 Mio. €) und Sonstige betriebliche Aufwendungen (Marketing, Reisekosten, usw., 1,3 / Vj. 1,4 Mio. €) die Ergebniskennziffern erneut zu verbessern. Der vom Bauumfang abhängige Materialaufwand wird in der GuV systembedingt in der Ergebniswirkung zu 70 bis 85 Prozent von der entsprechenden positiven Gegenbuchung in den Bestandsveränderungen der Vorräte aufgefangen. Im ersten Halbjahr stand somit einem Materialaufwand von 3,3 (6,5) Mio. Euro eine positive Bestandsveränderung von plus 2,4 (+5,4) Mio. Euro gegenüber.

So konnte die GWB Immobilien AG das operative Ergebnis (EBIT) um 5 Prozent auf 1,5 (1,4) Mio. Euro steigern. Das Periodenergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter halbierte sich zwar auf minus 0,5 (-1,1) Mio. Euro, verharrte aber aufgrund der mit minus 2,4 (-2,9) Mio. Euro noch immer hohen Zinsaufwendungen weiterhin im negativen Terrain. Laut Unternehmensangaben war das Finanzergebnis jedoch durch die bilanzielle Anpassung der Bewertung eines Zinssicherungsgeschäftes um 0,3 Mio. Euro überzeichnet. Der Verlust je Aktie belief sich auf minus 8 (-21) Cent. Insgesamt zeigte der GWB-Halbjahresbericht unseres Erachtens erfreuliche Stabilisierungstendenzen.

### Trotz positiver Tendenzen: Wertanpassungsbuchungen entscheidend

Für das Abschneiden der GWB Immobilien AG im Gesamtjahr sind jedoch traditionell die fast ausschließlich im Rahmen der Erstellung des Jahresabschlusses anfallenden Wertanpassungsbuchungen von immenser Bedeutung. Diese werden in der Interimsberichterstattung selten und nur bei gravierenden Änderungen der Sachlage vorgenommen.

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Hier entsteht – wie z.B. bei der Erstellung des Jahresabschlusses für 2009 – meist Diskussionsbedarf zwischen Unternehmen und Wirtschaftsprüfer. Die entscheidende Frage für 2010 dürfte sein, ob der Wirtschaftsprüfer hier der Argumentation eines aufgehellten Marktumfeldes und damit einhergehender höherer Bewertungen im GWB-Portfolio folgen wird. Insofern können wir mit unserer Prognose für die Zeitwertanpassungen (siehe GuV-Schätzungstableau auf Seite 7) nur eine tendenzielle Aussage bezüglich des Vorzeichens treffen.

Wir gehen demnach davon aus, dass hier in 2010 noch ein negativer Bewertungssaldo von circa 4 Mio. Euro verbucht werden muss. Diese Erwartung stützen wir auf die Aussage des Unternehmens, das im Halbjahresbericht noch von partiell notwendigen Anpassungen der Miethöhe sprach. Für 2011 und 2012 erwarten wir jedoch als Folge der wirtschaftlichen Stabilisierung leicht positive Bewertungssalden in Höhe von plus 1,4 bzw. 2,0 Mio. Euro.

### **Relevantes Marktumfeld normalisiert sich nach Rezession langsam**

Als erfreulich werten wir die vorsichtig optimistischen Aussagen der GWB Immobilien AG zur Normalisierung des für das Unternehmen relevanten Umfeldes. Der Vorstandsvorsitzende Dr. Herrmann sprach in diesem Zusammenhang davon, dass sich der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt bei allen Problemen im Vergleich zum Ausland noch relativ gut in der größten Rezession seit dem zweiten Weltkrieg gehalten habe. Nach seiner Einschätzung lag der Grund dafür in den im Gegensatz zum Ausland ausgebliebenen Preisexzessen am deutschen Markt.

Laut Unternehmensangaben belief sich das Transaktionsvolumen für gewerbliche Immobilien im ersten Halbjahr 2010 auf insgesamt 8,65 Milliarden Euro. Die Veränderungsrate von 162 Prozent hat unseres Erachtens jedoch aufgrund der extrem schwachen vergleichbaren Vorjahresperiode nur beschränkte Aussagekraft. Dr. Herrmann merkte ergänzend an, dass sich institutionelle Investoren im Rahmen des Sicherheitsdenkens bei ihren Portfolioinvestitionen im Immobilienbereich hauptsächlich auf Objekte in guten bis sehr guten Lagen konzentrieren, während es weiterhin schwer sei, mittelmäßige Lagen an den Mann zu bringen. Hier gehe die GWB Immobilien AG jedoch stets sehr vorsichtig vor.

Das Joint Venture mit der französischen Caposition S.à.r.l (siehe unsere Research-Note vom 08.07.2010) ist nach Unternehmensangaben mittlerweile planmäßig angelaufen. Für eine genaue Quantifizierung der bilanziellen Effekte sei es jedoch noch zu früh. Wir haben daher das Joint Venture noch nicht in unsere Schätzungen eingearbeitet und warten hier zunächst die kommende GWB-Berichterstattung ab. Dabei gehen wir davon aus, dass dieses Thema in den vorbereitenden Gesprächen mit dem Wirtschaftsprüfer der GWB Immobilien AG ausführlich besprochen wird.

### **GSC-Schätzungen modifiziert**

Unabhängig von der unserer Meinung nach gegebenen Schlüssigkeit des Geschäftsmodells der GWB Immobilien AG erschweren die im Voraus schwer einschätzbaren Objekt-Wertanpassungsbuchungen die Erstellung von Prognosen erheblich. Zudem werden Neubewertungen in ganzer Tiefe nur bei Immobilienverkäufen oder im Rahmen der Bilanzerstellung vorgenommen, so dass bei Immobilienunternehmen selbst der Neunmonatsabschluss nicht die Signalwirkung für den Geschäftsbericht besitzt, wie bei Firmen in anderen Branchen.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere ohnehin sehr vorsichtigen Umsatzschätzungen für 2010 und 2011 nochmals leicht nach unten korrigiert, für 2012 aufgrund der dann anstehenden Abrechnung des Objektes in Speyer jedoch deutlich angehoben.

Nunmehr rechnen wir in 2010 hauptsächlich aufgrund der von uns etwas niedriger als bisher erwarteten Mieteinnahmen mit einem Umsatz von 22,0 (bisher 24,0) Mio. Euro. Die vom Unternehmen beabsichtigten Verkäufe von fünf kleineren Objekten (u.a. Anklam) im Gesamtwert von 6 bis 8 Mio. Euro haben wir in dieser Schätzung bereits berücksichtigt.

Als Folge aufgeschobener Projekte hatten wir unsere Annahme für die Gesamtleistung bereits in unserer letzten Research-Note reduziert, so dass wir jetzt unseren Ansatz für die Bestandsveränderungen mit plus 2,5 Mio. Euro unverändert belassen. Unsere Prognose für die aussagekräftigere Gesamtleistung (Umsätze + Bestandsveränderungen) senken wir nur aufgrund unserer herabgesetzten Umsatzerwartung leicht auf 24,9 (26,9) Mio. Euro.

Das Konzernergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nun mit minus 1,7 (-0,6) Mio. Euro etwas unter dem bisherigen Ansatz. Trotz einer stringenten und glaubwürdigen Kostendisziplin macht sich hier unsere gesenkte Umsatzprognose negativ bemerkbar. Dieser Effekt entfaltet auf der Ergebnisebene eine enorme Hebelwirkung. Das Ergebnis je Aktie würde in unserem Szenario minus 0,23 (-0,08) Euro betragen. Mit einer Dividendenzahlung rechnen wir verlustbedingt für 2010 weiterhin nicht.

Für 2011 erwarten wir eine 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 nochmals leicht gekürzt. Wir rechnen vor diesem Hintergrund jetzt mit einer Gesamtleistung von 41,2 (42,8) Mio. Euro und einem Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 4,9 (5,9) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,68 (0,82) Euro einhergehen würde.

Nach dem Dividendenausfall in den letzten Jahren, der dem äußerst schwierigen Marktumfeld geschuldet war, halten wir nun für 2011 eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung für verfrüht. Wir können uns momentan eher vorstellen, dass das Unternehmen der Stärkung der eigenen Finanzkraft den Vorzug vor einer Dividendenausschüttung geben wird.

Für 2012 haben wir unsere Schätzung für die Gesamtleistung auf 59,6 (53,6) Mio. Euro erhöht. Der Grund hierfür liegt in der dann geplanten Fertigstellung des Objektes in Speyer und dem anschließenden Verkauf der Liegenschaft. Unsere Umsatzerwartung erhöhen wir deshalb auf 48,0 (42,0) Mio. Euro. Das EPS erwarten wir trotz der starken Hebelwirkung zusätzlicher Umsätze nur noch bei 1,52 (1,66) Euro. Wir begründen diese Einschätzung mit einem noch schwierigen Marktumfeld, welches hohe Vertriebskosten beim Verkauf der Objekte nach sich ziehen dürfte, was wir in der GuV-Position Sonstige betriebliche Aufwendungen berücksichtigt haben.

Allerdings ist diese Prognose noch mit großer Unsicherheit behaftet, so dass wir uns bei der Bewertung der GWB-Aktie im Rahmen der Peer Group-Betrachtung momentan noch auf das Jahr 2010 konzentrieren und erst ab dem Spätherbst dann die Erwartungen für 2011 berücksichtigen.

## Bewertung

Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation im Immobiliensektor und des weiterhin schwierigen Börsenumfeldes bleibt eine 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 15,2 (bisher 14,6) 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 14,9 (13,7) 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 15,1 (14,2) 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 0,23 (0,37) Euro je Aktie ein Wert von 1,71 (2,61) Euro als erstes Zwischenergebnis. Dieser deutlich niedrigere Wert resultiert aus unseren nochmals gesenkten Ergebnisschätzungen für 2010 und 2011.

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 0,74 (bisher 0,73) und des aktuellen Substanzwertes (NAV = Net Asset Value) der GWB-Aktie von unverändert 3,44 Euro ergibt sich ein zweites Zwischenergebnis von 2,04 (2,00) Euro. Hierbei haben wir wegen der Ende 2009 erfolgten nicht vorhersehbaren negativen Zeitwertanpassung zweier Objekte weiterhin einen zusätzlichen Risikoabschlag von 20 Prozent eingerechnet.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 6,97%, Normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~7 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,3 wegen des sehr zyklischen Projektgeschäfts und des weiterhin schwierigen Umfeldes für Objektverkäufe) errechnen wir auf Basis vorsichtiger Prämissen einen Wert von 2,34 (2,36) Euro als drittes Zwischenergebnis.

Der Mittelwert aus den drei skizzierten Bewertungsansätzen beträgt 2,03 (2,32) Euro. Wir senken daher unser Kursziel um 30 Cent auf 2,00 (2,30) Euro. Bei einem aktuellen Kurs von 1,30 Euro würde dies normalerweise eine klare Kaufempfehlung nach sich ziehen.

Wir sind jedoch nach den überraschenden und überaus deutlichen negativen Zeitwertanpassungen im Rahmen des Jahresabschlusses 2009 vorsichtig geworden und raten dem konservativen Anleger trotz der mathematischen Kaufindikation weiterhin zu einem sehr vorsichtigen Handeln. Zudem halten wir eine Wiederaufnahme der Dividendenzahlung kurzfristig für unwahrscheinlich, was natürlich für den Value-Investor eine unerfreuliche Nachricht darstellt.

Unsere Hauptempfehlung für konservative Anleger bleibt demgemäß „Halten“. Spekulativ veranlagte Investoren 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 einen breiten Einstieg in den Titel warten wir aber eine Normalisierung der Lage auf den Immobilienmärkten ab. Ein wichtiges Signal dafür könnten z.B. vergleichsweise geringe Wertanpassungsbuchungen im Jahresabschluss 2010 sein.

### **Fazit**

Nach dem schwierigen Jahr 2009 hat sich das Geschäft der GWB Immobilien AG jetzt wieder normalisiert, was sich auch positiv in den nun gemeldeten Halbjahreszahlen bemerkbar gemacht hat. Nichtsdestotrotz werden die meist erst im Zuge der Erstellung des Jahresabschlusses durchgeführten Wertanpassungsbuchungen entscheidend sein für das Abschneiden des Unternehmens im Geschäftsjahr 2010. Hier hat die Interimsberichterstattung nur eine eingeschränkte Aussagekraft.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen nochmals überarbeitet und in diesem Zuge gesenkt. Diese Vorgehensweise macht sich auch in unserem Bewertungsmodell bemerkbar. Dieses ist nach wie vor sehr umfassend ausgestaltet, um trotz der kurzfristig bestehenden Herausforderungen für den Konzern die intakte Langfristperspektive nicht auszublenden.

Als Folge unserer Schätzungsrevisionen reduzieren wir unser Kursziel um 30 Cent auf 2,00 Euro. Aus Vorsichtsgründen behalten wir jedoch für den konservativen Anleger unsere Halteempfehlung bei. Mit ausschlaggebend dafür

ist die kurz- bis mittelfristig nicht gegebene Dividendenperspektive, die für Value-Investoren ein wichtiges Anlageargument darstellt.

Angesichts der absurd niedrigen Bewertung der GWB-Aktie können sich aber spekulativ eingestellte Anleger einige Stücke ins Depot legen, um auf eine positive Überraschung bei der Bewertung des Immobilienportfolios des Unternehmens im Jahresabschluss 2010 zu spekulieren.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GWB Immobilien AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
<b>Umsatzerlöse (Miete + Verkauf)</b>	<b>10,1</b>	<b>33,3%</b>	<b>20,4</b>	<b>109,7%</b>	<b>22,0</b>	<b>88,4%</b>	<b>32,4</b>	<b>78,6%</b>	<b>48,0</b>	<b>80,5%</b>
Bestandsveränderungen	19,6	64,7%	-3,0	-16,1%	2,5	10,0%	8,0	19,4%	10,0	16,8%
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	1,6%	0,8	1,9%	1,6	2,7%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>30,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>18,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>24,9</b>	<b>100%</b>	<b>41,2</b>	<b>100%</b>	<b>59,6</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-38,6%		33,9%		65,5%		44,7%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	23,9	78,9%	13,8	74,2%	11,4	45,8%	24,0	58,3%	34,0	57,0%
Veränderung zum Vorjahr			-42,3%		-17,4%		110,5%		41,7%	
Personalaufwand	2,9	9,6%	2,7	14,5%	2,7	10,8%	2,7	6,7%	2,8	4,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,3	14,2%	2,8	15,1%	2,8	11,2%	3,0	7,3%	3,4	5,7%
Zeitwertanpassungen (Fin. Invest u. AFS)	8,3	27,4%	-6,4	-34,4%	-4,0	-16,1%	1,4	3,4%	2,0	3,4%
Veränderung zum Vorjahr			-177,1%		37,5%		135,0%		42,9%	
<b>EBITDA</b>	<b>7,5</b>	<b>24,8%</b>	<b>-7,1</b>	<b>-38,2%</b>	<b>4,0</b>	<b>16,1%</b>	<b>12,9</b>	<b>31,2%</b>	<b>21,5</b>	<b>36,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-194,7%		156,3%		221,5%		66,8%	
Abschreibungen	0,1	0,3%	0,1	0,8%	0,2	0,8%	0,2	0,5%	0,2	0,3%
Veränderung zum Vorjahr			40,0%		42,9%		0,0%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>7,4</b>	<b>24,4%</b>	<b>-7,2</b>	<b>-38,9%</b>	<b>3,8</b>	<b>15,3%</b>	<b>12,7</b>	<b>30,7%</b>	<b>21,3</b>	<b>35,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-197,8%		152,5%		233,2%		67,9%	
Finanzergebnis	-5,1	-16,8%	-5,0	-26,9%	-5,6	-22,5%	-5,6	-13,6%	-5,6	-9,4%
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	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>2,3</b>	<b>7,6%</b>	<b>-12,2</b>	<b>-65,8%</b>	<b>-1,8</b>	<b>-7,2%</b>	<b>7,1</b>	<b>17,1%</b>	<b>15,7</b>	<b>26,3%</b>
Steuerquote	24,8%		27,0%		10,0%		30,0%		30,0%	
Ertragssteuern	0,6	1,9%	-3,3	-17,7%	-0,2	-0,7%	2,1	5,1%	4,7	7,9%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,7</b>	<b>5,7%</b>	<b>-8,9</b>	<b>-48,1%</b>	<b>-1,6</b>	<b>-6,5%</b>	<b>4,9</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,0</b>	<b>18,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-616,8%		81,9%		405,1%		121,7%	
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%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>1,7</b>	<b>5,6%</b>	<b>-9,0</b>	<b>-48,6%</b>	<b>-1,7</b>	<b>-6,6%</b>	<b>4,9</b>	<b>11,9%</b>	<b>10,9</b>	<b>18,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-628,7%		81,7%		397,7%		122,4%	
Anzahl der Aktien	4,900		5,442		7,175		7,175		7,175	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,35</b>		<b>-1,66</b>		<b>-0,23</b>		<b>0,68</b>		<b>1,52</b>	

\* = 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**

10. November 2010

Veröffentlichung 9-Monatsabschluss 2010

### **Kontaktadresse**

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

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  
E-Mail: [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
08.07.2010	1,58 €	Halten	2,30 €
07.01.2010	1,97 €	Kaufen	3,90 €
02.10.2009	2,14 €	Kaufen	3,50 €

## 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](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.