

26. Februar 2007

COMPANY ANALYSIS



Sektor: Immobilien
Projektentwickler

EREIGNIS: ERSTEINSCHÄTZUNG

Empfehlung: Kaufen **Letzter Preis:** € 12.80
(19.02.2007)
Fair Value: € 16.82

Index: Prime Standard Deutsche Börse AG
Kursverlauf



Quelle: Deutsche Börse AG

Führende Immobilien AG im Nischenmarkt

- Spezialist für Einzelhandels- und Fachmarktzentren in Deutschland
- Vollständige Abdeckung der Wertschöpfungskette ermöglicht höhere Margen
- Glänzende Wachstumsaussichten in den kommenden Jahren von Branchenspezialisten prognostiziert

SWOT

- + Langjährige Erfahrung des Managements
- + Netzwerk mit finanzkräftigen Magnetmietern und Investoren
- + Profitabler Nischenmarkt
- + Klare Fokussierung auf Shoppingcenter
- + Durchdachtes Konzept der Standortakquise
- - Abh. von Branchenkonjunktur Einzelhandel

ANALYST

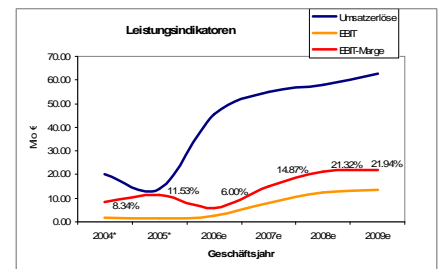
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

COMPANY DESCRIPTION

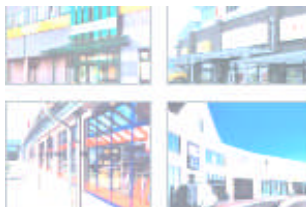
Gegenstand der Gesellschaft ist die Entwicklung, Realisierung, Vermietung, Verwaltung von Einzelhandels- und Fachmarktzentren. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Siek bei Hamburg. Derzeit beschäftigt die Gesellschaft 19 Mitarbeiter. Die Firmengeschichte der Gesellschaft reicht bis in das Jahr 1992 zurück.

HISTORY & ESTIMATES



GWB Immobilien AG						
Figures in EUR	2004*	2005*	2006e	2007e	2008e	2009e
EPS Dr. Kalliwoda *	-0.01	0.15	0.08	1.09	1.33	1.39
Revenues	20.18	13.80	45.50	55.00	58.00	62.50
EBIT	1.68	1.59	2.73	8.18	12.37	13.71
KGV	k.a.	86.49	168.85	11.73	9.65	9.18
EBIT-Margin	8.34	11.53	6.00	14.87	21.32	21.94

Price (curr)	12.80	Shares out (mln)	4.90
52W high	13.00	First Trading:	04.10.2006
52w low	9.70	Free Float (in %)	10.9%
Market Cap (mln)	62.7	Transp. Level	Prime Standard
Last Dividend	0	Reuters code	G7BG.DE
No. Employees	16	Kürzel	G7B
Web Page	www.gwb-immobilien.de	WKN	A0JKHG



Inhaltsübersicht

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktionärsstruktur - Anteilsbesitz.....	4
3	Management.....	5
4	Märkte, Branche, Wettbewerb und Wachstumstreiber	6
5	Projekte und Dienstleistungen.....	8
6	SWOT-Analyse	10
7	Jahresabschlussanalyse	11
7.1	Analyse der Vermögenslage	11
7.2	Analyse der Finanzlage	13
7.3	Analyse der Erfolgslage	15
8	Grundlagen der Finanzplanung: Plan-GuV und Plan-Bilanz.....	16
9	Unternehmensbewertung	17
9.1	Discounted Cashflow Methode	17
9.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC).....	18
9.3	Fair Value - Sensitivitätsanalyse	19
10	Fazit.....	20
11	Kontakt.....	21
12	Disclaimer.....	22



1 Unternehmensprofil

Die in Siek bei Hamburg ansässige GWB Immobilien AG realisiert seit 1992 erfolgreich Gewerbeimmobilien und ist auf das Marktsegment für Einzelhandels- und Fachmarktzentren spezialisiert. Das Unternehmen ist in der Lage, die komplette Wertschöpfungskette, angefangen von Standortanalysen und -gutachten, Bebauungsplänen, Planungsverfahren und Hochbauplanung bis hin zu Bau, Vermietung, Verkauf und Verwaltung der Handelsobjekte, zu bedienen. Die Gesellschaft deckt in erster Linie das Segment „Einkaufszentren“ in mittelgroßen Städten mit 10.000 bis 200.000 Einwohner ab. Dieser Nischenmarkt wird von den Big Playern der Branche (Metro Group, ECE, Euroshop) bisher nicht bzw. nur unzureichend abgedeckt. Im Verlauf der vergangenen 15 Jahre konnten insgesamt über 40 Projekte erfolgreich umgesetzt werden. Zum Zeitpunkt des Börsengangs beschäftigte die Gesellschaft 16 Mitarbeiter.

Mit der Erstnotierung im Oktober 2006 ist das Unternehmen im Prime Standard der Frankfurter Börse vertreten, zusätzlich erfolgte eine Aufnahme in den Immobilienindex E&G DIMAX und die Aufnahme in den GEX (German Entrepreneurial Index) ist ebenfalls erfolgt. Die Anzahl der Aktien beläuft sich nach dem IPO auf 4,9 Mio. Stück. Mit der Notierung sind der Gesellschaft rund 17,6 Mio. Euro zugeflossen. Gezeichnet wurden die Aktien vorrangig von institutioneller Seite, darunter vertreten sind u. a. namhafte Gesellschaften wie Fortis Investments (9,9 Prozent der Anteile) und Deutsche Land plc (11,9 Prozent der Anteile). Die Altaktionäre haben sich verpflichtet, die gehaltenen Anteile an der Gesellschaft nicht vor dem 30. September 2008 zu 50% und nicht vor dem 30. September 2009 zu weiteren 50% zu veräußern.

Die strategische Ausrichtung des Unternehmens konzentriert sich in erster Linie auf den deutschen Markt, der im europäischen Vergleich im Bereich der mittleren Städte und Vorzentren von Metropolen erheblichen Nachholbedarf hat. Insofern ist eine Expansion ins Ausland vorerst nicht vorgesehen. Der weitere Aufbau eines Handelsimmobilienportfolios soll neben Gewinnen durch Veräußerung nach Revitalisierung von Bestandsobjekten aus bspw. Bankverwertung für nachhaltige Erfolge durch kontinuierliche Mietüberschüsse sorgen.

Neben der AG umfasst der Konsolidierungskreis des GWB Konzerns die Tochterunternehmen GWB MAFO GmbH & Co. KG, GWB OBJEKT GmbH sowie 50 Prozent der Anteile an der GWB PLAN GmbH, die at equity einbezogen wird.

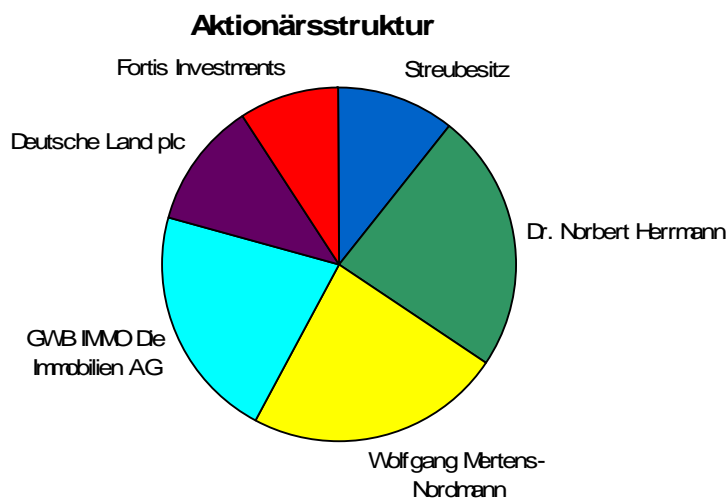
Geleitet wird die Gesellschaft von den Gründern Dr. Norbert Herrmann als Vorstandsvorsitzender und Wolfgang Mertens-Nordmann als CTO sowie Herrn Jörg Utermark als COO.



2 Aktionärsstruktur – Anteilsbesitz

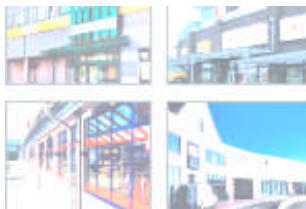
Die größten Einzelaktionäre sind nach dem Börsengang weiterhin die Vorstandsmitglieder und Gründer, Dr. Norbert Herrmann und Wolfgang Mertens-Nordmann, denen neben den direkt zurechenbaren Anteilen auch die indirekt gehaltenen Anteile über die GWB IMMO Die Immobilien AG (folgend GWB IMMO AG) zuzurechnen sind. Sie sind damit in der Lage weiterhin alle wesentlichen Entscheidungen eigenständig durchzusetzen.

Der Streubesitz außerhalb der von Großinvestoren gehaltenen Aktien liegt aktuell bei etwas über 14 Prozent. Aus diesem Grund ist das tägliche Handelsvolumen mit durchschnittlich 7.111 Euro relativ gering. Insgesamt gingen im Rahmen der Platzierung lediglich 2 Prozent der Anteile an Privataktionäre. Im Dezember vermeldete die Gesellschaft den Einstieg von zwei Großinvestoren (Fortis Investments und die in London börsennotierte Deutsche Land plc). Der Anteilsbesitz der Aktiengesellschaft lässt sich zusammenfassend in folgende Interessengruppen untergliedern.



Aktionärsstruktur - GWB Immobilien AG		
Gesamt	4,900,000	100.00 %
Streubesitz	691,880	14.12 %
Dr. Norbert Herrmann	1,102,010	22.49 %
Wolfgang Mertens-Nordmann	1,102,010	22.49 %
GWB IMMO die Immobilien AG	935,900	19.10 %
Deutsche Land plc	583,100	11.90 %
Fortis Investments	485,100	9.90 %

DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2007



3 Management

Der Vorstand der Gesellschaft setzt sich aus folgenden Mitgliedern zusammen:

Dr. Norbert Herrmann (63 Jahre)

Die GWB Immobilien AG wird von dem Gründer und promovierten Wirtschaftswissenschaftler Dr. Norbert Herrmann als Vorstandsvorsitzenden geleitet. Herr Dr. Herrmann ist in seiner Eigenschaft als Vorstandsvorsitzender verantwortlich für die Bereiche Akquisition von Standorten, Projektplanung, Rechnungswesen, Controlling, Recht, Verkauf von Immobilien und Personalwesen. Herr Dr. Herrmann war zuvor Vorsitzender der Geschäftsführung der DIVI-Basar SB-Warenhaus KG, heute real,- SB Warenhaus (1,5 Mrd. EUR Umsatz, 7.000 Mitarbeiter) und bringt nicht zuletzt auch dadurch besondere Einzelhandelsexpertise in das Geschäft der GWB ein.

Wolfgang Mertens-Nordmann (54 Jahre)

Zu den Gründern gehört auch Herr Wolfgang Mertens-Nordmann. Er ist Bauingenieur und als stellvertretender Vorstandsvorsitzender bei der GWB Immobilien AG für die Bereiche Projektumsetzung, Bauausführung und Facility Management zuständig. Zuvor verantwortete er den Bau von Einkaufszentren bei der ECE Projektmanagement GmbH und bringt langjährige Erfahrungen bei der Realisierung mit.

Jörg Utermark (41 Jahre)

Herr Jörg Utermark ist seit 1994 für die Gesellschaft tätig und wurde 2006 zum Vorstandsmitglied der GWB Immobilien AG bestellt. Sein Zuständigkeitsbereich erstreckt sich auf die Gebiete Standortentwicklung und Vermietung.

Zur Abdeckung der Haftungsrisiken wurde von der Gesellschaft eine Directors & Officers (D&O) Versicherung abgeschlossen.

Um den Aktionären eine erleichterte Überprüfung der Angemessenheit (Angemessenheitsgebot des § 87 AktG) der individuellen Vorstandsbezüge zu ermöglichen, empfiehlt die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex die individualisierte Offenlegung der Organbezüge.

Ein gesonderter Vergütungsbericht bzw. die individualisierte Offenlegung von Vorstandbezügen erfolgte bisher nicht. Mit der Verabschiedung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes (VorstOG), der den individuellen Ausweis der Vergütungen in Anhang oder Lagebericht vorsieht, steht die Option offen, sich von der individuellen Veröffentlichung der



Vorstandsgehälter seitens der Hauptversammlung befreien zu lassen. Die Gesellschaft hat von der opting-out Regelung Gebrauch gemacht.

4 Märkte, Branche, Wettbewerb und Wachstumstreiber

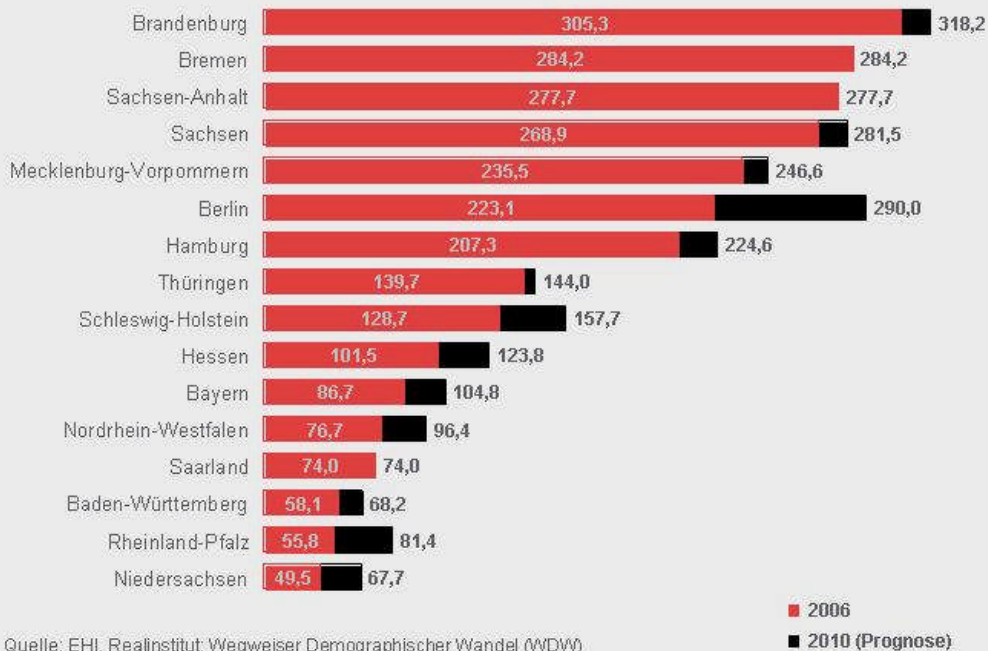
Einkaufszentren erhöhen bei sorgfältiger Planung die Attraktivität einer Stadt und machen eine Stadt erst lebenswert. Die Betriebsform Einkaufscenter hat sich im Einzelhandel daher in Deutschland fest etabliert. Die Konzentration des Warenangebotes ersparen dem Konsumenten lange Wege und Zeit. Auf der anderen Seite profitieren Filialisten von der Magnetwirkung eines vielfältigen Sortiments und dem regen Kundendurchlauf. Ein wesentliches Kriterium bei der Gestaltung eines Shopping-Centers ist daher die Auswahl des Branchenmix und der damit verbundenen Synergiepotenziale. Gegenwärtig bestehen in Deutschland 563 Shopping-Center mit einer Geschäftsfläche ab 8000 m² (Quelle: Institut für Gewerbezentren, Starnberg, <http://www.shoppingcenters.de>). Die gesamte Shopping-Center-Fläche dieser Center beläuft sich auf rund 13,7 Mio. m². Berücksichtigt sind hierbei die Flächen für Einzelhandel, Dienstleistung, Gastronomie und Freizeit/Entertainment. Die meisten Einkaufscenter befinden sich derzeit in Nordrhein-Westfalen (94), gefolgt von Bayern (66) und Sachsen.

Setzt man die Shopping-Center-Fläche in das Verhältnis zu den Einwohnern in Deutschland, so zeigt sich je 1.000 Einwohner ein Bestand von rund 166 m². Differenziert man diese Flächen-Arealität nach Bundesländern, so erkennt man erhebliche Unterschiede. An erster Stelle steht Berlin mit rund 390 m², gefolgt von Brandenburg mit 388 m² je 1.000 Einwohner. An dritter Stelle steht Sachsen-Anhalt mit einer Arealität von 351 m² je 1.000 Einwohner. Eine hohe Flächen-Arealität signalisiert hierbei auch einen entsprechenden Center-Wettbewerb (Quelle: Institut für Gewerbezentren, <http://www.shoppingcenters.de>, Prof. Dr. Falk). Die folgende Abbildung zeigt eine statistische Erfassung, die jeweilige Einzelhandelsflächen (Shopping Center) auf Länderebene zeigt.



Potenzial Einzelhandelsflächen Deutschland

Einzelhandelsfläche (Shopping-Center) in m² pro 1.000 Einwohner:



Das Institut für Gewerbezentren rechnet daneben bis Ende 2010 mit einem weiteren Anstieg bei der Errichtung von Shopping-Centern und einer Trendumkehr von der grünen Wiese zurück in die Innenstadt (ebenso EHI – Shopping-Center Report). Der dominierende Typ bei den Shopping-Centern ist weiterhin das klassische Einkaufszentrum gefolgt von den Fachmarktzentren und Einkaufspassagen. Factory-Outlet-Center und Entertainment-Center nehmen bisher nur eine untergeordnete Stellung ein und werden von der GWB bis dato auch nicht umgesetzt.

Marktführer im Shopping-Center-Bereich ist in Deutschland die ECE Projektmanagement G.m.b.H & Co. KG, Hamburg (71 Shopping-Center – Marktanteil 17,9 %). An zweiter Stelle steht die METRO Group Asset Management GmbH & Co. KG, Düsseldorf (31 Center - Marktanteil 7,6 %). An dritter Stelle steht die CEV Center Entwicklungs- u. Verwaltungs-GmbH, Bielefeld (Marktanteil 4,1 %) (Quelle: Institut für Gewerbezentren, Starnberg, <http://www.shoppingcenters.de>).

Insgesamt zeichnet sich das von der GWB angebotene Leistungsspektrum durch dessen Komplexität und hohen Kapitalbedarf aus. Die Verwendungsmöglichkeiten der Objekte unterliegen auf Grund der räumlichen Marktabgrenzung (kleineres Einzugsgebiet) einigen Beschränkungen. Da der Markt von den führenden Wettbewerbern bisher nicht abgedeckt



wurde, konnte sich das Unternehmen fest im Nischenmarkt „mittelgroße Städte“ etablieren. Die Zukunftsperspektiven und erfolgreichen Weiterentwicklungen sind sowohl von der Umsetzung der bereits bestehenden Projekte abhängig als auch von der Generierung neuer Projekte.

Unserer Meinung nach erscheint das derzeitige Marktumfeld geeignet zu sein, in den sich wieder stabilisierenden Einzelhandelsimmobilien-Markt zu investieren. Cushman & Wakefield schätzen für 2007 in Deutschland einen zusätzlichen Flächenbedarf von 850.000 qm. Als ein spezifischer Wachstumstreiber für die GWB gelten die Erfahrungen mit Mietern guter Bonität. Es sind Handelskonzerne und Filialisten wie Aldi, C&A, Edeka, Kaiser´s Tengelmann, Rewe, Rossmann, Staples etc. Die GWB achtet sehr stark auf die Qualität der Mieter und auf den Vermietungsstand. Hohe Verkaufserlöse der Immobilien lassen sich gerade dann erzielen, wenn Mieter guter Bonität langfristig unter Vertrag stehen. Die GWB begrenzt ihr Risiko stark, in dem sie mit der Bauphase erst dann beginnt, wenn der Vermietungsstand (Mieternachfrage bei neu geplanten Einkaufszentren) mindestens 70% beträgt. Die GWB Immobilien AG verkauft die fertig erstellten Immobilien in der Regel an Beteiligungsunternehmen, Fonds oder an Kapitalanleger.

5 Projekte und Dienstleistungen

Das Geschäftsmodell ist auf die Planung, Vermietung, Errichtung, Verkauf und Verwaltung von Gewerbeimmobilien – insbesondere Shoppingcenter - ausgerichtet. Neben der Errichtung neuer Objekte stehen im Fokus der Gesellschaft die Revitalisierung bestehender Gewerbeimmobilien im Fokus der Gesellschaft. Das Geschäft des GWB-Konzerns lässt sich in vier Tätigkeitsfelder unterteilen.

Marktforschung und Standortanalyse

Das Tätigkeitsfeld Marktforschung und Standortanalyse wird von dem Tochterunternehmen GWB MAFO GmbH & Co. KG abgedeckt. Die Gesellschaft verfügt dabei über langjährige Erfahrungen und Spezialwissen auf diesem Gebiet. Die Gutachten der GWB MAFO sind bei Ländern, Städten und Kommunen allgemein anerkannt. Die GWB MAFO hat Deutschland in 1.720 Gebiete aufgeteilt und sucht systematisch die Standorte, wo ein Überschuss an Kaufkraft in Bezug auf bestehende Handelsflächen existiert. Aktuell hat die GWB 160 solcher Standorte mit Potential in aktiver Entwicklung. Daneben werden die entscheidenden Fragen über Einzugsgebiet, Demographie, Einkaufsverhalten, die Konkurrenzsituation etc. vor Ort geklärt. Bei positiver Resonanz gilt es daran anknüpfend ein geeignetes Grundstück zu finden. Die



Gesellschaft verfügt dabei über langjährige Erfahrungen und umfangreiches Spezialwissen auf diesem Gebiet und erbringt neben diesen Leistungen im Konzernverbund auch selbständig externe Leistungen für Dritte. Dabei ist die GWB MAFO GmbH & Co. KG auch anerkannter Partner von Kommunen und Gemeinden.

Planen – Entwickeln – Bauen

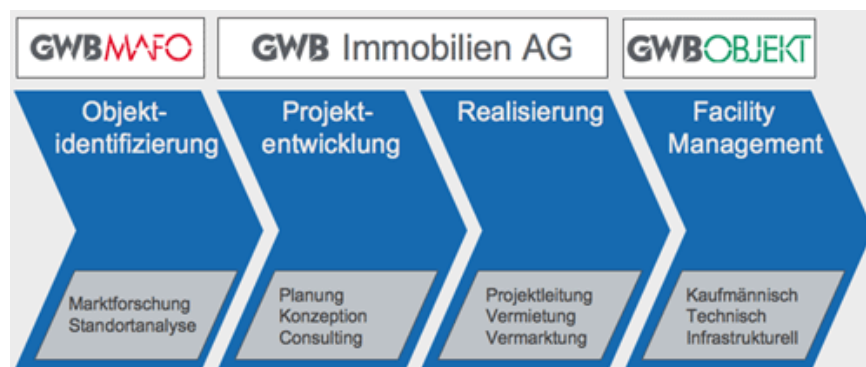
Zur Errichtung der Objekte beauftragt die GWB auch zur Sicherung der Gewährleistungen große und erfahrene Generalunternehmer wie STRABAG, Bilfinger & Berger, Wayss & Freytag und Hochtief. Die im Vorfeld stattfindenden Planungsarbeiten werden von der GWB PLAN übernommen, an der die GWB mit 50 Prozent beteiligt ist. Für die Projektsteuerung und das Controlling setzt die GWB auf erprobte Software. Zur Erleichterung der Projektsteuerung und des späteren Verkaufs sowie zur Beteiligung von Projektpartnern wird bei Großprojekten eine Projektgesellschaft gegründet.

Vermietung und Verkauf

Das Kerngeschäftsfeld, mit einem Umsatzanteil von rund 97 Prozent, stellt der Bereich Vermietung und Verkauf von Gewerbeimmobilien dar. Bisher konnte die Gesellschaft die Errichtung und Veräußerung von 40 Projekten erfolgreich umsetzen. Zu den Kunden in diesem Bereich zählen u. a. die SP Lux Properties S.a.r.l., Luxemburg und Oppenheim Immobilien. Zu den Mietern zählen der im Eigenbestand gehaltenen Immobilien namhafte Filialisten, Discounter, Fachmärkte und Supermärkte.

Verwaltung – Facility Management

Innerhalb des Bereiches Verwaltung fließen die Dienstleistungen Instandhaltung, Hausverwaltung und technische Betreuung der Objekte ein. Zuständig für den Bereich Verwaltung ist die GWB OBJEKT GmbH. Deren Umsatzanteil belief sich im Geschäftsjahr 2005 auf rund 1,5 Prozent der Konzernumsatzerlöse.





6 SWOT-Analyse

Stärken

- Das Management kann langjährige Erfahrungen und zahlreiche Erfolge auf ihrem Tätigkeitsgebiet nachweisen.
- Die „Alles aus einer Hand“-Strategie schafft Vertrauen vor Ort, da konkrete Ansprechpartner in Konfliktsituationen zur Verfügung stehen.
- Durch die erzielten Erfolge konnte mit den Schlüsselkunden eine hohe Kundenbindung erreicht werden.
- Das Unternehmen verfügt über ein großes Netzwerk von finanzkräftigen Magnetmietern und Investoren.
- Die GWB agiert in einem profitablen Nischenmarkt.
- Klare Fokussierung auf Shoppingcenter.
- Durchdachtes Konzept für die Standortakquise.

Schwächen

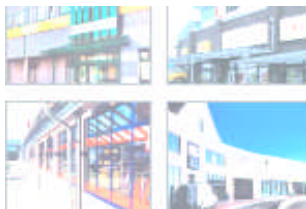
- Fremdmittel bestimmen die Kapitalstruktur.

Chancen

- Ein sorgfältig ausgewählter Branchenmix im Shopping-Center sorgt für Synergiepotentiale.
- Eine fein abgestimmte Mieterstruktur erhöht die Attraktivität der Center und sorgt für eine geringe Fluktuationsrate.
- Die Mieter profitieren von einer lokalen Ballung des Marktangebots.
- Neuvermietung leerer Flächen von erworbenen Shopping-Centern steigert Gewinnpotential.

Risiken

- Es sind auch andere finanzkräftige Wettbewerber auf dem deutschen Markt vertreten, die bislang das Segment in kleinen und mittelgroßen Städten nicht bedient haben (Metro Group, Deutsche Euroshop AG).



7 Jahresabschlussanalyse

Die Jahresabschlussanalyse erstreckt sich auf die Teilbereiche Finanz-, Erfolgs- und Vermögensanalyse. Das zentrale Analyseobjekt stellt der Konzernabschluss dar, der nach den Vorschriften der International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt wird. Die Darstellung der Gewinn- und Verlustrechnung erfolgt im Konzernabschluss auf Basis des Gesamtkostenverfahrens.

Bei der Betrachtung der Eigenkapitalveränderungsrechnung bzw. des Kongruenzprinzips, wonach lediglich Transaktionen zwischen Unternehmen und Anteilseignern erfolgsneutral erfasst werden dürfen (clean surplus accounting), wurden für bilanzanalytische Zwecke keine Bereinigungen vorgenommen.

Das bilanzpolitische Potenzial sowie die Beeinflussung der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage durch die Ausübungen von Ermessensentscheidungen, die im Zusammenhang mit dem Geschäfts- und Firmenwert stehen, wurden auf Umfang und bereits getätigte Wertminderungen untersucht. Gemessen am Eigenkapital bewegt sich die aktivierte Größe „Geschäftswert“ in einem Rahmen, der als unwesentlich einzustufen ist.

Ermessensentscheidungen und Schätzungen, die im Zusammenhang mit den latenten Steuern stehen sowie Änderungen der Parameter, die eine Dotierung in die Pensionsrückstellungen zur Folge haben, wurden von unserer Seite für bilanzanalytische Zwecke nicht bereinigt.

Pro-Forma-Ergebnisse wurden von der Gesellschaft nicht ausgewiesen.

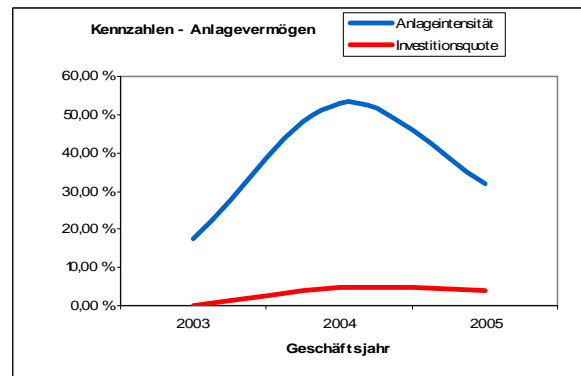
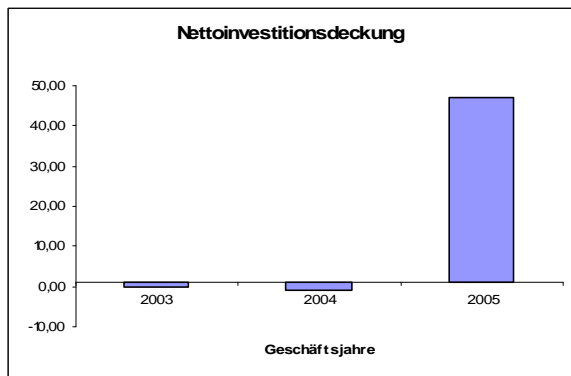
7.1 Analyse der Vermögenslage

Untersuchungsobjekt der Vermögensstrukturanalyse ist die Aktivseite der Bilanz, die die Vermögensbindung, Mittelverwendung sowie das Liquiditätspotenzial aufzeigen soll.

Die Anlageintensität ist in den letzten drei Geschäftsjahren konstant angestiegen. Durch die angestrebte Erweiterung des Immobilienportfolios ist davon auszugehen, dass die Anlageintensität weiter ansteigen wird. Grundvoraussetzung für die Aufnahme in einigen etablierten Indizes ist ein im Gesamtvermögen befindlicher Immobilienbestand von 75 Prozent.

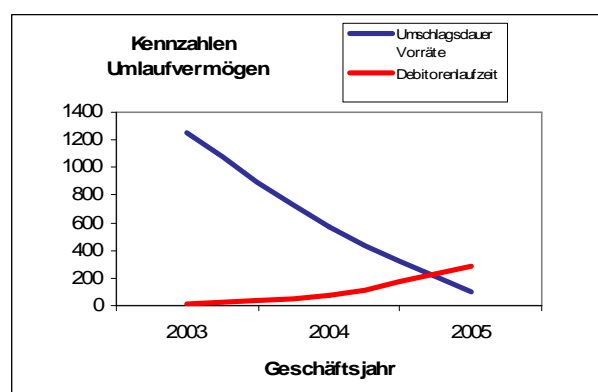
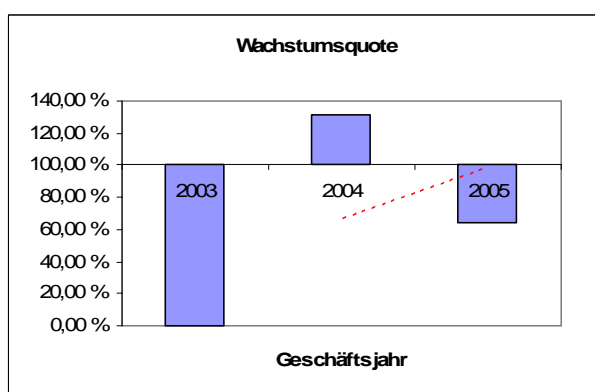


Insgesamt unterliegen sämtliche Bilanzkennzahlen – bedingt durch das Geschäftsmodell – relativ großen Schwankungen. Die aus dem Anlagespiegel generierte Nettoinvestitionsdeckung sollte unseres Erachtens für eine Vorausschau nicht herangezogen werden, da sie nur unmaßgebliche Teile des Vermögens abbildet.

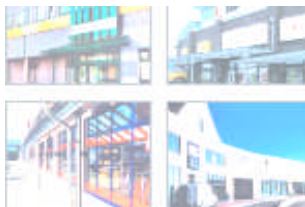


Die im abgelaufenen Geschäftsjahr getätigten Investitionen konnten aus den Cashflows der laufenden Geschäftstätigkeit finanziert werden. Die Investitionsquote ist mit rund 4% relativ gering. Die Abschreibungsquote hat sich daher gleichfalls nur unwesentlich auf die Vermögenslage ausgewirkt.

Durch das Wesen des Projektgeschäfts unterliegen die Vorräte und Forderungen einer erheblichen Schwankungsbreite. Für eine gewisse Konstanz sollte die Bilanzierung von Fertigungsaufträgen sorgen, die bis dato nicht greift.



Quelle: Alle Abb. DR.KALLIWODA | RESEARCH; © 2007;
 Rote gestrichelte Linie: Trendline der Wachstumsquote



Analyse des Vermögens	2003	2004	2005
Anlagenintensität	17,41 %	53,19 %	32,15 %
Investitionsquote	0,00 %	4,65 %	3,82 %
Nettoinvestitionsdeckung		-0,86	46,93
Abschreibungsquote	-8,54 %	5,84 %	5,75 %
Wachstumsquote	0,00 %	131,58 %	64,00 %
Umschlagshäufigkeit der Vorräte	0,29	0,63	3,80
Umschlagsdauer der Vorräte (Tage)	1252	569	95
Vorratsintensität	8,99 %	9,15 %	8,35 %
Umschlagshäufigkeit der Forderungen	34,59	5,17	1,26
Debitorenlaufzeit (Tage)	10	70	286

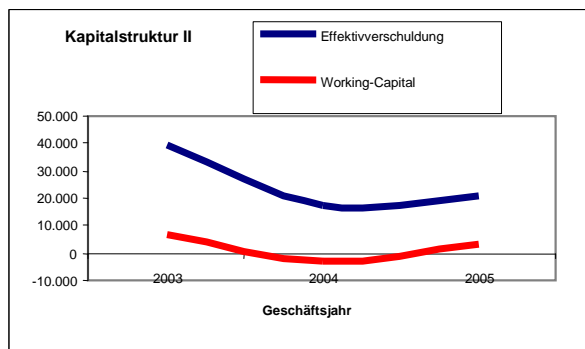
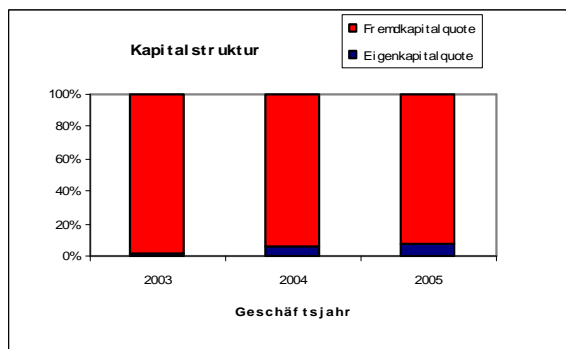
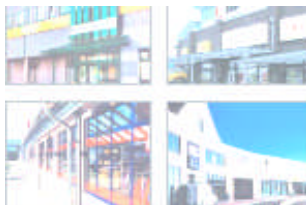
Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

7.2 Analyse der Finanzlage

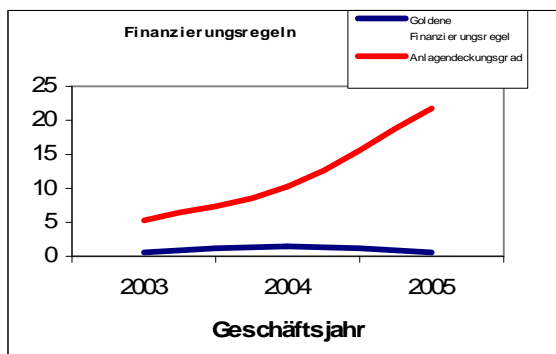
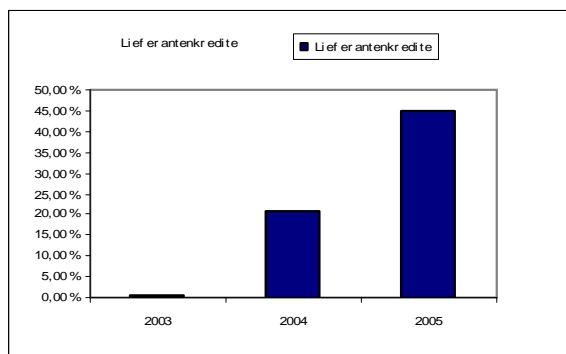
Zur Analyse der Finanzlage werden die Instrumente der Bilanzstrukturanalyse herangezogen. Ziel der Analyse ist die Feststellung der Struktur und Fristigkeiten des eingesetzten Kapitals.

Das Verhältnis Eigenkapital zu Fremdkapital ist im Zeitablauf relativ konstant. Die Gesellschaft weist eine relativ geringe Eigenkapitalquote auf, wobei die zugeflossenen Mittel aus dem Börsengang für einen leichten Anstieg der EKQ gesorgt haben. Die Working-Capital-Quote hat sich jüngst verbessert, sodass die kurzfristigen Fremdmittel sofort bedient werden könnten.

Positiv ist, dass die Schuldenlast der Gesellschaft in hohem Maße durch kurzfristig verfügbare Mittel wie Wertpapiere und Zahlungsmittel gedeckt werden kann. Der konkrete Verlauf der Deckung zeigt die Kennzahl Effektivverschuldung auf. Wie aus der folgenden rechten Abbildung zu ersehen, weist die Entwicklung der Effektivverschuldung positive Züge auf.



Die Fremdkapitalstruktur wird zum einen durch die langfristigen Mittel (2019) des Genussscheinkapitals, als auch durch Bank- und Lieferantenverbindlichkeiten geprägt. Dem Grundsatz der Fristenkongruenz wird weitestgehend entsprochen.



Analyse der Finanzlage	2003	2004	2005
Eigenkapitalquote	0,94 %	5,54 %	6,98 %
Fremdkapitalquote	99,06 %	94,46 %	93,02 %
Effektivverschuldung	39.082	17.164	21.077
Dynamischer Verschuldungsgrad	-190,0	-1053,0	28,1
Selbstfinanzierungsgrad	56,59 %	27,73 %	14,57 %
Rücklagenquote	56,59 %	27,73 %	14,57 %
Bilanzkurs	1,46	1,42	1,19
Lieferantenkredite	0,67 %	20,68 %	44,93 %
Goldene Finanzierungsregel (kurzfr.)	1,26	0,77	1,23
Goldene Finanzierungsregel (langfr.)	0,50	1,35	0,71
Goldene Bilanzregel	1,99	0,74	1,40
Anlagendeckung	5,42	10,42	21,73
Working-Capital	6.798	-2.609	3.134

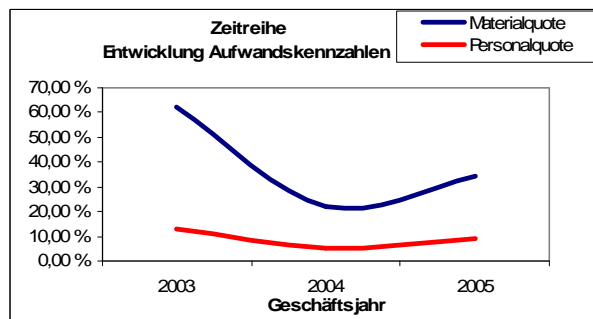
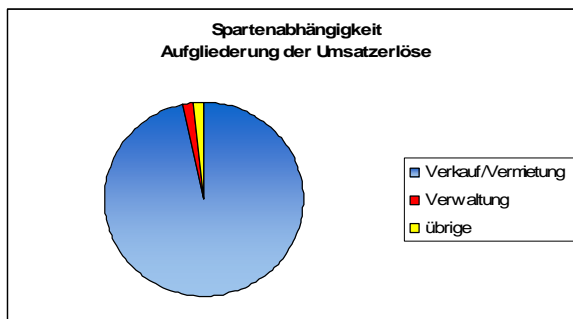
Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



7.3 Analyse der Erfolgslage

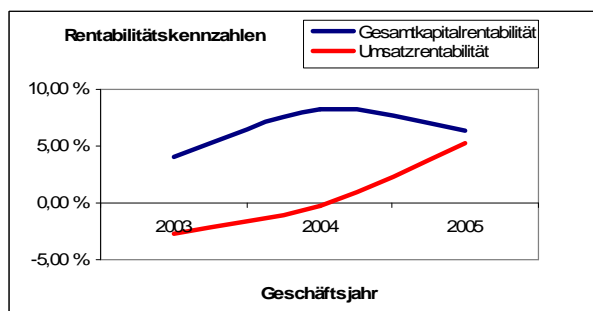
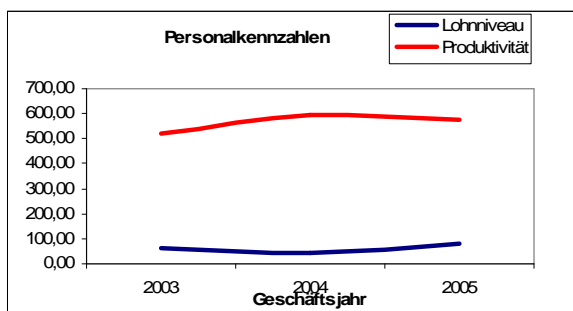
Die Analyse der Erfolgslage erstreckt sich auf die Teilbereiche Erfolgsspaltung und Beurteilung der nachhaltig zu erzielenden Erfolge (Erfolgsquellenanalyse).

Außerordentliche Ergebnisse wurden, wie bereits weiter oben erwähnt, nicht separiert. Die seitens der Gesellschaft ausgewiesenen Ergebnisse entsprechen daher weitgehend den bilanzanalytischen Erfolgen. Die Umsatzerlöse und Erfolge werden nahezu ausschließlich aus dem Segment Verkauf und Vermietung generiert.



Da die Gesellschaft zuletzt Jahresüberschüsse erwirtschaften konnte, weist die Umsatzrentabilität positive Züge auf. Obgleich die Gesamtkapitalrentabilität zwischen 8% und 6% lag, konnten Überrenditen bislang nicht erzielt werden.

Das Lohnniveau liegt mit rund 80 TEUR je Mitarbeiter über dem Branchendurchschnitt. Dies lässt sich in erster Linie auf die Mitarbeiterstruktur zurückführen, da sich die Vergütungen der Vorstandsmitglieder auf das Lohnniveau bei der geringen Beschäftigtenzahl deutlicher auswirken als bei Wettbewerbern mit höherer Beschäftigtenzahl. Die Produktivität je Mitarbeiter ist gleichfalls überdurchschnittlich hoch und belief sich im Geschäftsjahr 2005 auf 575 TEUR. Insgesamt ist die Personalaufwandsquote mit rund 14 Prozent sehr gering.



Quelle: Alle Abb. DR.KALLIWODA | RESEARCH; © 2007



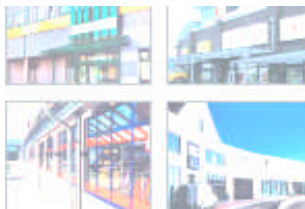
8 Grundlagen der Finanzplanung: Plan-GuV und Plan-Bilanz

GuV - Plan-GuV																				
Position/Jahr	2003		2004		1.1.-30.09.05		2005		1.1.-30.6.06		1.1.-30.9.06		2006e		2007e		2008e		2009e	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Umsatzerlöse	9,161	100	20,175	100.0	9,531	100.0	13,803	100.0	30,162	100.0	38,255	100.0	45,500	100.0	55,000	100.0	58,000	100.0	62,500	100.0
Mieteinnahmen																				
Bestandsveränderungen	34	0.4	-11,825	58.6	0	0.0	-4,601	33.3	-1,848	6.1	-1,909	5.0	0	0.0	1,000	1.8	1,000	1.7	1,000	1.6
Aktiviere Eigenleistungen	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Gesamtleistung	9,195	100.4	8,350	41.4	9,531	100.0	9,203	66.7	28,314	93.9	36,346	95.0	45,500	100.0	62,000	112.7	65,500	112.9	70,500	112.8
Sonstige betriebliche Erträge	172	1.9	314	1.6	30	0.3	94	0.7	22	0.1	28	0.1	250	0.5	330	0.6	348	0.6	375	0.6
Materialaufwand	-5,724	62.5	-4,408	21.8	-6,896	72.3	-4,718	34.2	-23,768	78.8	-30,112	78.7	-38,220	84.0	-49,650	90.3	-48,720	84.0	-52,063	83.3
Personalaufwand	-1,209	13.2	-993	4.9	-714	7.5	-1,268	9.2	-977	3.2	-1,402	3.7	-1,750	3.8	-2,400	4.4	-2,600	4.5	-2,750	4.4
Abschreibungen	-36	0.4	-25	0.1	-109	1.1	-26	0.2	-14	0.0	-18	0.0	-150	0.3	-600	1.1	-610	1.1	-700	1.1
Sonstige betrieblichen Aufw.	-1,107	12.1	-1,556	7.7	-1,196	12.6	-1,694	12.3	-1,194	4.0	-1,704	4.5	-2,900	6.4	-1,500	2.7	-1,550	2.7	-1,650	2.6
Betriebsergebnis (EBIT)	1,291	14.1	1,683	8.3	645	6.8	1,592	11.5	2,383	7.9	3,138	8.2	2,730	6.0	8,180	14.9	12,368	21.3	13,713	21.9
Finanzergebnis	-1,381	15.1	-1,528	7.6	-638	6.7	-824	6.0	-309	1.0	-462	1.2	-500	1.1	-2,250	4.1	-1,800	3.1	-2,600	4.2
Ergebnis vor Steuern	-89	1.0	155	0.8	7	0.1	768	5.6	2,074	6.9	2,676	7.0	2,230	4.9	5,930	10.8	10,568	18.2	11,113	17.8
Ertragsteuern	-153	1.7	-196.3	1.0	-3	0.0	-43	0.3	-950	3.1	-2,137	5.6	-1,859	4.1	-583	1.1	-4,069	7.0	-4,278	6.8
Jahresübersch./-fehlbetrag	-242	2.6	-41	0.2	5	0.0	725	5.3	1,124	3.7	539	1.4	371	0.8	5,347	9.7	6,499	11.2	6,834	10.9
Anteile Dritter	0	0.0	-3	0.0			-1	0.0	-21	0.1	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Ergebnis nach Minderheitsant.	-242	2.6	-44	0.2	5	0.0	724	5.2	1,103	3.7	539	1.4	371	0.8	5,347	9.7	6,499	11.2	6,834	10.9

Dr. Kalliwoda | Research © 2007 *) Betriebsergebnis inklusive außerordentliche Aufwendungen des Börsenganges 2006; bereinigtes EBIT 2006e EUR 4.13 Mio.
**) EBT vermindert um Kosten des Börsenganges um ca. EUR 1.8 Mio.

Bilanzen/Planbilanzen														
Position/Jahr	31.12.2003		31.12.2004		31.12.2005		2006e		2007e		2008e		2009e	
	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%	TEUR	%
Aktiva														
Kurzfristige Vermögenswerte														
Liquide Mittel	109.9	0.3	662.6	3.5	1652.8	6.8	23,999	39.8	6,037	7.8	24,158	20.8	41,851	30.0
Forderungen aus Lieferungen & L.	264.86	0.7	3902.37	20.7	10978.4	44.9	3,000	5.0	30,000	38.6	45,000	38.7	43,000	30.8
Vorräte	31,873	80.6	3,633	19.2	2,910	11.9	1,000	1.7	3,000	3.9	3,000	2.6	3,000	2.2
Sonstige kurzfristige Vermögensw.	429	1.1	637	3.4	1,040	4.3	3,300	5.5	5,000	6.4	5,000	4.3	5,000	3.6
Summe Kurzfr. Vermögenswerte	32,677	82.6	8,835	46.8	16,581	67.9	31,299	51.8	44,037	56.7	77,158	66.3	92,851	66.6
Langfristige Vermögenswerte														
Immaterielle Vermögensgegenst.	2	0.0	0	0.0	1	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Geschäfts- oder Firmenwert	81	0.2	96	0.5	92	0.4	117	0.2	117	0.2	117	0.1	117	0.1
Sachanlagevermögen	219	0.6	200	1.1	194	0.8	160	0.3	160	0.2	160	0.1	160	0.1
Zur Veräußerung gehalt. Vermög.	6,419	16.2	9,623	51.0	6,390	26.1	6,390	10.6	6,390	8.2	6,390	5.5	6,390	4.6
Finanzanlagen	126	0.3	78	0.4	1,179	4.8	22,400	37.1	27,000	34.7	32,500	27.9	40,000	28.7
Latente Steuern	41	0.1	42	0.2	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Summe langfr. Vermögenswerte	6,888	17.4	10,039	53.2	7,855	32.1	29,067	48.2	33,667	43.3	39,167	33.7	46,667	33.4
Bilanzsumme	39,565	100	18,873	100	24,436	100	60,366	100	77,704	100	116,325	100	139,518	100
Passiva														
Kurzfristige Schulden														
Kurzfristige finanzielle Schulden	24,497	61.9	9,659	51.2	9,893	40.5	18,000	30.4	30,000	39.0	55,000	47.4	65,000	46.6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und	718	1.8	716	3.8	1,344	5.5	4,500	7.6	3,000	3.9	4,000	3.4	4,500	3.2
Steuerschulden	312	0.8	455	2.4	285	1.2	100	0.2	100	0.1	1,000	0.9	1,000	0.7
Sonstige kurzfristigen Schulden	353	0.9	613	3.3	1,925	7.9	5,500	9.3	5,000	6.5	5,000	4.3	5,000	3.6
Summe kurzfristige Schulden	25,879	65.4	11,444	60.6	13,448	55.0	28,100	47.4	38,100	49.5	65,000	56.0	75,500	54.1
Langfristige Schulden														
Langfristige finanzielle Schulden	13,141	33.2	6,349	33.6	6,349	26.0	3,300	5.6	5,000	6.5	10,000	8.6	15,000	10.8
Latente Steuern	172	0.4	34	0.2	33	0.1	2,100	3.5	2,400	3.1	2,500	2.2	3,000	2.2
Genussscheinkapital					2,900	11.9	4,000	6.8	4,400	5.7	5,000	4.3	5,600	4.0
Summe langfristige Schulden	13,312	33.6	6,383	33.8	9,282	38.0	9,400	15.9	11,800	15.3	17,500	15.1	23,600	16.9
Eigenkapital														
Gezeichnetes Kapital	256	0.6	739	3.9	1,435	5.9	4,900	8.3	4,900	6.4	4,900	4.2	4,900	3.5
Kapitalrücklage	-109	-0.3	0	0.0	0	0.0	16,215	27.4	16,215	21.1	16,215	14.0	16,215	11.6
Gewinnrücklagen	211	0.5	290	1.5	249	1.0	244	0.4	615	0.8	5,962	5.1	12,462	8.9
Jahresüberschuss	15	0.0	17	0.1	23	0.1	371	0.6	5,347	6.9	6,499	5.6	6,834	4.9
Summe Eigenkapital	373	0.9	1,046	5.5	1,707	7.0	21,730	36.7	27,077	35.2	33,577	28.9	40,411	29.0
Bilanzsumme	39,565	100	18,873	100	24,436	100	59,230	100	76,977	100	116,077	100	139,511	100

Dr. Kalliwoda | Research © 2007



9 Unternehmensbewertung

9.1 Discounted Cashflow Methode

Das von uns ausgewählte Discounted-Cashflow-Verfahren (Entity Approach) ist den Gesamtbewertungsverfahren zuzuordnen.

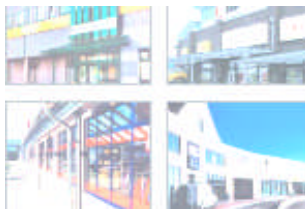
Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Bewertungsstichtag ist der 31.12.2006. Zur Ermittlung der Free Cashflows bildet das ordentliche Betriebsergebnis den Ausgangspunkt.

Bei der Analyse des Working Capitals wurden etwaige nicht betriebsnotwendige Kassenbestände und Wertpapiere nicht ausgesondert. Grundlage des Bewertungsmodells ist ein Zwei-Phasenmodell. Die erste Detailplanungsphase umfasst die Geschäftsjahre 2006 bis einschließlich 2009.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2% p.a. kalkulieren.

Ermittlung der operativen Free Cashflows							
Angaben in TEUR	Ist			Plan			
	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e
Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern	1291.2	1682.8	1591.7	2730.0	8180.0	12368.0	13712.5
- adaptierte Steuern auf das EBIT (38,5 %)	497.1	647.9	612.8	1051.1	3149.3	4761.7	5279.3
= NOPLAT	794.1	1034.9	978.9	1679.0	5030.7	7606.3	8433.2
+ Abschreibungen	36.2	24.7	25.6	150.0	600.0	610.0	700.0
<i>Rückstellungen</i>	100.0	100.0	100.0	100.0	220.0	260.0	300.0
+ Erhöhung (-Verminderung) Rückstellungen		0.0	0.0	0.0	120.0	40.0	40.0
= (operativer) Brutto Cashflow	830.3	1059.6	1004.5	1829.0	5750.7	8256.3	9173.2
- Investitionen ins Anlagevermögen	20.0	20.0	20.0	160.0	180.0	220.0	240.0
<i>Working Capital</i>	6797.8	-2609.1	3133.5	3199.0	5937.2	12158.1	17351.0
- Erhöhung (+ Verminderung) des WC		9406.9	-5742.6	-65.5	-2738.2	-6220.9	-5193.0
= Operativer Free Cashflow (oFCF)	810.3	10446.5	-4758.1	1603.5	2832.5	1815.5	3740.2

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



9.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

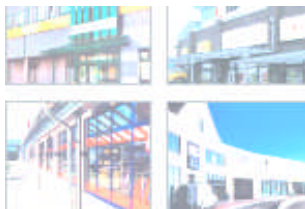
Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Die gegenwärtige Kapitalstruktur entspricht weitestgehend der Zielkapitalstruktur und unterliegt nach unseren Schätzungen im Detailprognosezeitraum keinen wesentlichen Veränderungen.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30-jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart).

Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 9%.

Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich nicht an der Aktienkursentwicklung und einem damit zusammenhängenden Referenzkurs, sondern stützt sich auf Bilanzkennzahlen (Fundamentalbeta). Unser Scoringmodell orientiert sich dabei an dem RSW-Scoringverfahren (Rendite, Sicherheit, Wachstum) des Instituts für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel.

Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten			
Eigenkapitalkosten		Fremdkapitalkosten	
Risikoloser Zinssatz			
Risikofreie Rendite	4.05	Zinssatz	4.50
		+ Risikoprämie	3.00
	<u>4.05</u>	= FK-Kosten vor Steuern	7.50
Allgemeines Marktrisiko			
Betafaktor	1.20	- Unternehmenssteuern	-2.89
* Marktrisikoprämie	9.00	= FK-Kosten nach Steuern	4.61
= individuelle Marktrisikoprämie	10.80	- hälftige persönliche Steuern	<u>0.81</u>
- hälftige persönliche ESt	1.89		<u>3.81</u>
	<u>8.91</u>		
Unternehmensspezifisches Risiko			
individueller Risikozuschlag	2.00		
- hälftige persönliche ESt	0.35		
	<u>1.65</u>		
Summe aus I+II+III	<u><u>14.61</u></u>		
Eigenkapitalquote			
	<u>40.00</u>	Fremdkapitalquote	<u>60.00</u>
Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)			
	<u><u>8.13</u></u>		
Quelle: Dr. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2007			



9.3 Fair Value - Sensitivitätsanalyse

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 16,82. Er ist damit um 31,4 Prozent höher als der Kurs EUR 12,80 vom 19.02.2007. Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen EUR 9,61 und EUR 29,78.

GWB Immobilien AG:		Ermittlung des Unternehmenswertes				
		2006e	2007e	2008e	2009e	TV
Diskontierungszinssatz	8.13					
Multiplikator operativer Free Cashflow s		0.925	0.855	0.791	0.732	15.004
Barwert der Cashflow s		1.603	2.833	1.815	3.740	6.087
		1482.9	2422.7	1436.1	2736.3	91323.2
Barwerte der Cashflow s	8,078					
Barwert des Residualwertes	91,323	Aktienanzahl:		4,900,000		
Summe der Cashflow s	99,401	Fair Value:		16.82		
Anteile Dritter	0					
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0					
Entity Value	99,401					
- verzinsliches Fremdkapital	17,000					
Equity Value zum 31.12.2006	82,401					

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007

Sensitivitätsanalyse									
Wachstum	6.13	6.63	7.13	7.63	8.13	8.63	9.13	9.63	10.13
1.00%	20.52	18.52	16.85	15.42	14.20	13.13	12.19	11.36	10.63
1.50%	22.92	20.50	18.50	16.83	15.40	14.18	13.11	12.17	11.34
2.00%	25.91	22.90	20.48	18.48	16.82	15.38	14.16	13.09	12.15
2.50%	29.71	25.89	22.88	20.46	18.46	16.79	15.37	14.14	13.07
3.00%	34.74	29.70	25.87	22.86	20.44	18.44	16.77	15.35	14.12

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2007



10 Fazit

Wir sind der Überzeugung, dass die GWB im kommenden Geschäftsjahr mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten glänzen kann. Zugleich ermöglicht die Fokussierung auf das Kerngeschäftsfeld die Erwirtschaftung von Skalenerträgen. Wir haben das Unternehmen mit einem zweistufigen Discounted-Cash-Flow-Modell bewertet. Aus den getroffenen Prämissen errechnet sich ein fairer Wert von EUR 16,82 je Aktie. Dies entspricht zugleich einer Marktkapitalisierung von EUR 82,42 Mio. und einem Wachstumspotenzial auf 12-Monatssicht von 39 Prozent.



11 Kontakt

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

Telefon: + 49 (0) 41 07 – 90 80 – 0
Telefax: + 49 (0) 41 07 – 90 80 – 72
Head of IR: Dr. Norbert Herrmann
Mail: IR@gwb-immobilien.de

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Reuters
Thomson Financial
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA





12 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen GWB Immobilien AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.

Abkürzungen

AG	-	Aktiengesellschaft
AktG	-	Aktiengesetz
Art.	-	Artikel
CAPM	-	Capital Asset Pricing Model
EBIT	-	Earnings before interest and taxes
EPS	-	Earnings per share
GmbH	-	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IR	-	Investor Relations
KGV	-	Kurs-Gewinn-Verhältnis
Noplat	-	Net operating profit less adjusted taxes
WACC	-	Weighted Average Cost of Capital
WC	-	Working Capital
WKN	-	Wertpapierkennnummer