



## **Researchstudie (Initial Coverage)**

**„Norddeutsche Immobilienkompetenz seit über 35 Jahren“**



**Gut gefüllte Projektpipeline sorgt für steigende  
Umsatzerlöse und Ergebnisse**

-

**Verstärkte Konzentration auf Bestandshaltung senkt Volatilität**

**Kursziel: 4,15 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 28**

## AVW Immobilien AG<sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 4,15**

Aktueller Kurs: 2,95  
6.11.2014, 9:03 / ETR  
Währung:

Stammdaten:

ISIN: DE0005088900  
WKN: 508890  
Börsenkürzel: AV7  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,777  
Marketcap<sup>3</sup>: 37,69  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 140,49<sup>3</sup>  
in Mio. / in Mio. EUR  
Streubesitz: 14,20 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 30.4.2015

**Analysten:**

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Projektentwicklung, Bestandshaltung

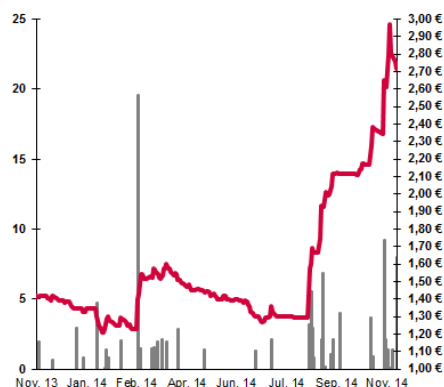
Mitarbeiter: 41

Gründung: 1978

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Willy Koch

Volumen in Tsd. €



Die Hamburger AVW Immobilien AG ist seit über als 36 Jahren in der Immobilienwirtschaft tätig. Seit 1978 hat das Unternehmen mehr als 130 Objekte mit einem Gesamtvolumen von rund EUR 1,0 Mrd. vor allem im gewerblichen Bereich, aber auch im Wohnungsbau in ganz Deutschland realisiert. Die Geschäftstätigkeit der AVW umfasst im Wesentlichen die Entwicklung, bauliche Umsetzung und Veräußerung von Immobilienprojekten, die Immobilienverwaltung und die Bestandshaltung (Bewirtschaftung eigener Immobilien). Das bevorzugte Investitionsvolumen bewegt sich je nach Objekt von bis zu EUR 50,0 Mio.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	30.4.2013	30.4.2014	30.4.2015e	30.4.2016e
Gesamtleistung	22,62	22,07	23,14	33,10
EBITDA	-5,39	6,75	7,10	7,70
EBIT	-6,06	6,51	6,90	7,50
Jahresüberschuss	-11,43	1,50	2,00	2,46

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,90	0,12	0,16	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,62	6,37	6,07	4,24
EV/EBITDA	-23,60	20,82	19,79	18,25
EV/EBIT	-21,00	21,58	20,36	18,73
KGV	-3,30	25,13	18,85	15,32
KBV		2,39		

### Finanztermine

24.11.14: Präsentation Ivory Club / Frankfurt  
10.12.14: Münchner Kapitalmarkt Konferenz

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 29

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 14,79 Mio. € konnte die AVW Immobilien AG (AVW) im abgelaufenen GJ 2013/14 (GJ endete zum 30.04.2014) eine deutliche Steigerung um 70,9 % gegenüber dem Vorjahr erreichen. Insbesondere die positive Umsatzentwicklung im Projektgeschäft sorgte für diese Verbesserung. Nachdem im vorangegangenen Geschäftsjahr kaum Umsatzerlöse im Projektgeschäft erzielt wurden, hat sich die Projektpipeline inzwischen wieder deutlich gefüllt und sollte bereits in der laufenden Periode für weiter steigende Umsatzerlöse sorgen.
- Aber auch das Bestandsgeschäft wurde weiter erfolgreich ausgebaut. Im Zuge der strategisch verstärkten Fokussierung auf das Bestandsgeschäft wurden im GJ 2013/2014 zwei weitere Objekte (Fachmarktzentrum Weinheim und Einkaufszentrum Bornheide) mit jährlichen Mieterlösen von über 2,50 Mio. € in den Eigenbestand übernommen. Im Zuge dessen konnten die Umsatzerlöse aus der Bestandshaltung von 7,31 Mio. € auf 8,79 Mio. € verbessert werden.
- Vor dem Hintergrund der deutlich verbesserten Umsatzerlöse auf der einen Seite und der vorgenommenen Reduzierung der Fixkosten auf der anderen Seite konnte AVW auch eine merkliche Verbesserung der Ergebnisse erreichen. So legte das EBIT von -6,06 Mio. € im Vorjahr auf 6,51 Mio. € zu. Auch auf der Nettoebene wurde mit 1,50 Mio. € wieder ein positives Ergebnis erzielt.
- Für das laufende GJ 2014/15 sowie das kommende GJ 2015/16 erwarten wir darüber hinaus weiter steigende Umsatzerlöse. Die Projektpipeline ist derzeit gut gefüllt, mit einem Projektvolumen von über 85 Mio. € in den kommenden drei Geschäftsjahren. Auch im Bestandsgeschäft sind weitere Umsatzsteigerungen zu erwarten. Hier wird sich vor allem die Übernahme zweier weiterer Projekte positiv niederschlagen.
- Insgesamt erwarten wir für das GJ 2014/15 Umsatzerlöse in Höhe von 22,64 Mio. €, 53,1 % mehr als im Vorjahr, sowie eine weitere EBIT-Verbesserung auf 6,90 Mio. €. Unterm Strich sollten damit 2,00 Mio. € Jahresüberschuss zu verbuchen sein. Auch für das GJ 2015/16 gehen wir von weiteren Verbesserungen bei Umsatz und Ergebnis aus.
- **Auf Basis der guten operativen Entwicklung im abgelaufenen GJ sowie der gut gefüllten Projektpipeline und damit verbundenen Umsatz- und Ergebniserwartungen schätzen wir die Aussichten für AVW als positiv ein. Auf Basis unserer Schätzungen haben wir einen fairen Wert je AVW-Aktie in Höhe von 4,15 € ermittelt. Trotz der jüngsten Kurssteigerungen auf Grund der guten Jahreszahlen, hat die Aktie damit noch einen erheblichen Spielraum. Das Rating lautet aus diesem Grund KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

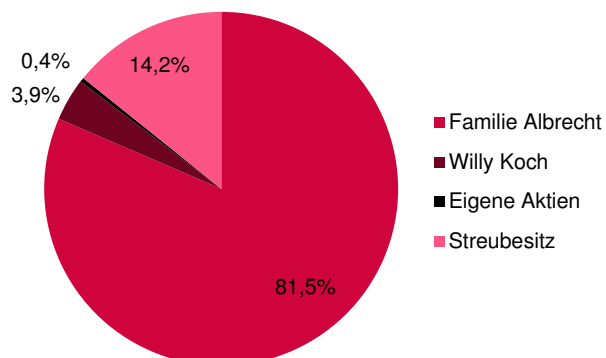
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Unternehmensstruktur .....	4
Referenzprojekte.....	4
Geschäftstätigkeit .....	5
Unternehmenshistorie im Kurzüberblick.....	5
Segmente und Geschäftsbereiche .....	5
Organe.....	10
Vorstand.....	10
Aufsichtsrat .....	10
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>11</b>
Immobilienmarktsegment „Handelsimmobilien“ .....	11
Immobilienmarktsegment „Sozial-/Pflegeimmobilien“ .....	12
Immobilienmarktsegment „Immobilien für Studenten“ .....	14
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>15</b>
Kennzahlen im Überblick .....	15
Historische Geschäftsentwicklung .....	16
Gesamtleistung und Umsatzentwicklung.....	16
Projektentwicklung .....	16
Bestandshaltung.....	17
Ergebnisentwicklung .....	17
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	20
SWOT-Analyse .....	22
Prognosen .....	23
Umsatzentwicklung .....	23
Ergebnisentwicklung .....	24
<b>Bewertung .....</b>	<b>26</b>
Modellannahmen .....	26
Bestimmung der Kapitalkosten .....	26
Bewertungsergebnis .....	26
DCF-Modell.....	27
<b>Anhang .....</b>	<b>28</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

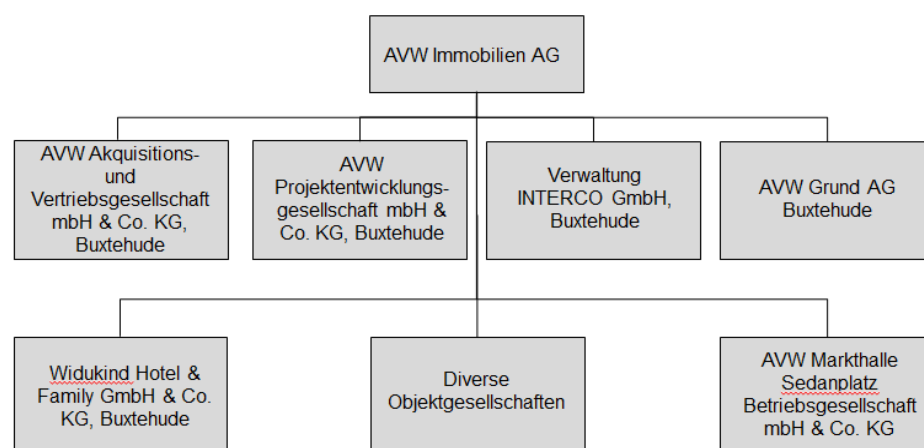
Anteilseigner in %	31.12.2013
Familie Albrecht*	81,5%
Willy Koch (Vorstand)	3,9%
Eigene Aktien	0,4%
Streubesitz	14,2%

Quelle: AVW, GBC; \*Frank Albrecht (Aufsichtsrat) – 75,0 %



### Unternehmensstruktur

Die AVW Immobilien AG fungiert als Holdinggesellschaft der AVW-Gruppe. Dabei übernimmt die Muttergesellschaft neben der eigenen operativen Tätigkeit die Gesamtkoordination der Unternehmensgruppe in allen Geschäftsbereichen. Auch übernimmt die AVW Immobilien AG überwiegend die Finanzierungstätigkeiten der Konzerngesellschaften. Neben derzeit sechs operativen Tochtergesellschaften hält die AVW Immobilien AG mehrere Objektgesellschaften, in welchen die verschiedenen Entwicklungsprojekte umgesetzt werden.



Quelle: AVW, GBC

### Referenzprojekte



Fachmarktzentrum  
Weinheim



Rothenburgsorter Marktplatz  
Hamburg



Mediterraneo  
Bremerhaven



Pflegezentrum  
Marcusallee / Bremen



Este-Wohnpark  
Buxtehude



Sky Markt  
Bad Oldesloe

## Geschäftstätigkeit

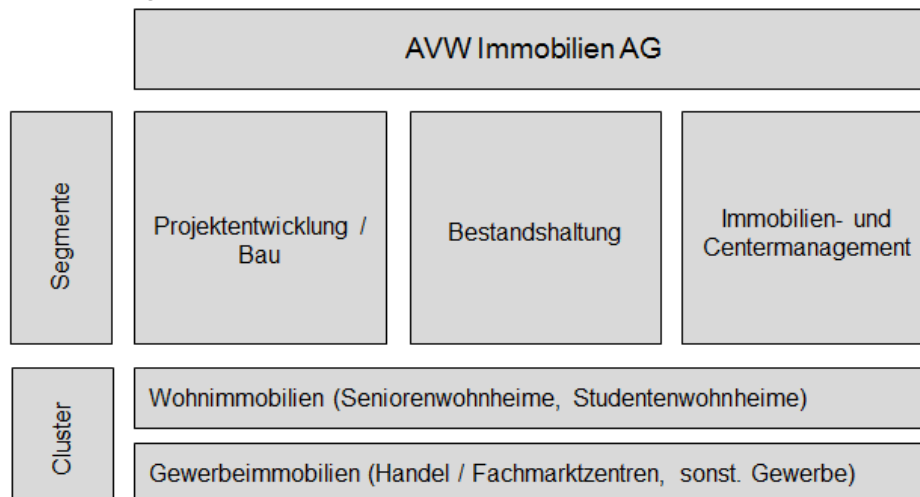
### Unternehmenshistorie im Kurzüberblick

Datum	Ereignis
Mai 1978	Gründung als AVW Albrecht Vermögens- und Wirtschaftsberatungs GmbH
Mai 1987	Umwandlung in AVW Albrecht Vermögensverwaltungs AG
Mai 2006	Änderung des Unternehmensnamens in AVW Immobilien AG
März 2008	Notierungsaufnahme im Freiverkehr der Börse Frankfurt
November 2011	Tochtergesellschaft AVW Grund AG emittiert Mittelstandsanleihe mit einem Volumen von 21,77 Mio. € und einer Laufzeit bis Dezember 2015
Dezember 2012	Emission einer Mittelstandsanleihe mit einem Volumen von 0,8 Mio. € und einer Laufzeit bis Dezember 2016
Oktober 2014	Geschäftsbericht 2013/14 weist nach zwei Verlustjahren wieder ein positives Konzernergebnis in Höhe von 1,5 Mio. € aus

Quelle: AVW, GBC

### Segmente und Geschäftsbereiche

#### Überblick Segmente und Cluster



Quelle: AVW, GBC

Die AVW Immobilien AG (AVW) entwickelt, baut und verwaltet anspruchsvolle Immobilienkonzepte und deckt dabei die gesamte Wertschöpfungskette von der Projektentwicklung bis zum Objektmanagement ab. Seit Gründung im Jahr 1978 hat das Unternehmen bereits über 130 Immobilienprojekte mit einem Investitionsvolumen von mehr als 1 Mrd. € in den Bereichen Gewerbe-, Kommunal- und Wohnungsimmobilien realisiert. Regional gesehen hat AVW einen klaren Schwerpunkt im norddeutschen Raum, ist jedoch nicht auf diesen beschränkt. Vielmehr wurden und werden Projekte im gesamten Bundesgebiet umgesetzt, sofern sich attraktive Möglichkeiten hierfür ergeben.

Dieser Track-Record bringt deutlich die vielseitige Expertise des Unternehmens im Bereich der Immobilienentwicklung zum Ausdruck, wobei die Investitionsvolumina bei bis zu 50 Mio. € pro Projekt liegen. Durch die breite Aufstellung, die Immobilienbereiche betreffend, eröffnen sich dem Unternehmen eine Vielzahl von Opportunitäten, die insbesondere in der aktuellen Marktphase, die von steigenden Preisniveaus und einem verschärften Wettbewerb geprägt sind, einen Vorteil darstellen. Hier hebt sich AVW klar von den meisten Wettbewerbern ab.

Hinsichtlich der strategischen Ausrichtung ist AVW sowohl im Bereich der Gewerbeimmobilien, als auch Wohnimmobilien, aktiv. Dabei liegt der historische Schwerpunkt von AVW im Bereich **Gewerbeimmobilien** auf der Realisierung von **Shopping- und Fachmarktzentren**, wo das Unternehmen zahlreiche Referenzprojekte umgesetzt hat. Hierbei ist nicht nur die Entwicklung dieser Projekte ein Schwerpunkt, sondern auch der Betrieb und die Verwaltung von eigenen und fremden Objekten.

Im Bereich **Wohnimmobilien** hat sich AVW insbesondere eine Expertise in den Spezialbereichen **Seniorenwohnheime** erarbeitet. Aber auch klassische Wohnprojekte hat das Unternehmen bereits umgesetzt und setzt solche weiterhin um.

Wenngleich die Kernkompetenz von AVW auf der Immobilienentwicklung liegt, konnte über die vergangenen Jahre hinweg ein großer Anteil an Bestandsimmobilien aufgebaut werden, welche signifikant Mieterlöse generieren. Zum 30.04.2014 lag der bilanziell ausgewiesene Wert der Renditeobjekte bei 129,14 Mio. € und generiert über 8 Mio. € an wiederkehrenden Umsatzerlösen. Neben der Immobilienentwicklung und der Bestandshaltung führt AVW zudem das Immobilien- und Centermanagement als drittes Berichtsegment.

## 1) Projektentwicklung / Bau

Der Kern der Geschäftstätigkeit von AVW konzentriert sich auf die Entwicklung, Errichtung und anschließender Veräußerung von Immobilien. Hierbei hat sich das Unternehmen in den vergangenen Jahren eine starke Expertise in den Bereichen Einkaufs- und Fachmarktzentren/Shoppingzentren, Seniorenwohnheimen aufgebaut. Aber auch die Modernisierung und Erweiterung von bestehenden Objekten wird abgedeckt. Im Bereich der Projektentwicklung deckt AVW die gesamte Wertschöpfungskette von der Grundstücksidentifizierung, über die Baubetreuung und –durchführung, bis hin zur Vermietung der Objekte ab.

### Wertschöpfungskette



Quelle: AVW, GBC

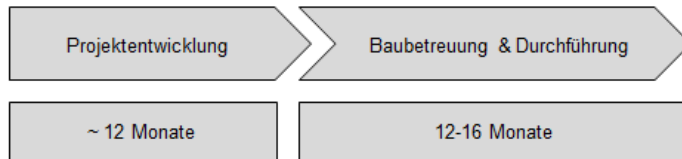
Ein wesentlicher strategischer Bestandteil ist, dass die **Projektentwicklungen** in der Regel auf Basis von konkreten Nutzungsvorstellungen von Ankermietern durchgeführt werden. Erst auf Basis der Nutzungsvorstellung und der Klärung der baurechtlichen Zulässigkeiten werden die Grundstücke erworben (**Immobilienakquisition**). Diese vorbereitende Entwicklungsphase, in welcher auch bereits weitere Mieter gesucht werden (**Vermietung**), nimmt in der Regel einen Zeitraum von einem Jahr in Anspruch. Erst nachdem ein Vermietungsstand von dann rund 75 % erreicht wurde, wird das Projekt an einen Investor veräußert (**Vertrieb**) und es beginnen die Baumaßnahmen.

AVW führt die gesamte Baumaßnahme in Funktion als Generalübernehmer (**Baubetreuung und Baudurchführung**) durch, von der Begleitung des Baugenehmigungsverfahrens, bis hin zur Schlüsselübergabe an den Bauherrn. Dabei bedient sich AVW als Generalübernehmer verschiedener Subunternehmern zur Durchführung der Baumaßnahmen. Die Bauherren sind dabei in der Regel private oder institutionelle Investoren, die das Projekt auf Basis eines Festpreises vor Baubeginn erwerben. Typischerweise erstreckt sich die Baudurchführungsphase über einen Zeitraum von 12-16 Monaten.

Für die **Finanzierung** des Bauprojektes wird in der Regel eine 10 %-ige anfängliche Anzahlung mit den Subunternehmern und im weiteren je nach Baufortschritt vereinbart. Für diese Anzahlungen werden entsprechende Projektfinanzierungen in Anspruch genommen.

Insgesamt summiert sich die durchschnittliche Projektdauer, vom Start der Entwicklungs- und Vertriebsphase, bis hin zur Schlüsselübergabe auf 24-26 Monate, wobei eine wesentliche Kapitalbindung nur für rund 12 Monate bis zum Baubeginn stattfindet.

### Typische Umsetzungsdauer von Entwicklungsprojekten



Quelle: AVW, GBC

## 2) Bestandshaltung

Neben der Veräußerung von Immobilienprojekten an Dritte führt die AVW auch Projekte durch, die schließlich im Eigenbestand gehalten werden. In den vergangenen Jahren wurde dieser Bereich deutlich ausgeweitet und weist inzwischen Renditeobjekte in Höhe von 129,14 Mio. € auf, die jährlich mehr als 8 Mio. € Mieterträge generieren. Veräußerungen von Projekten aus dem Bestand werden nur dann vorgenommen, wenn sich dies als wirtschaftlich attraktiver erweist, als die Verwaltung der Immobilien im Eigenbestand.

Auch in den kommenden Jahren soll die Bestandshaltung weiter ausgeweitet werden und durch die kontinuierlichen Mieterträge zur Finanzierung neuer Projekte verstärkt beitragen. Die zu Grunde liegenden Mietverträge sind in der Regel sehr langfristig, oft über 10 Jahre und länger, ausgelegt, um den Mietern und Investoren eine entsprechend sichere Planungsgrundlage zu geben. Dies gilt insbesondere für den Bereich der Fachmarkt- und Shoppingcenter.

Das derzeitige Bestandsimmobilienportfolio umfasst 11 Renditeobjekte. Beispielhaft sind im Folgenden einige wichtige Referenzprojekte aufgeführt:



#### **Mediterraneo / Bremerhaven**

Grundstück: 17.239 m<sup>2</sup>  
Baujahr : 2008  
Objekt: Shoppingcenter  
Mietfläche: 9.262 m<sup>2</sup>  
Nettomiete: 1,39 Mio. € / Jahr  
Vermietungsstand: 94,6 %



#### **Fachmarktzentrum / Weinheim**

Grundstück: 69.000 m<sup>2</sup>  
Baujahr : 2014  
Objekt: Fachmarktcenter  
Nettomiete: 2,13 Mio.€ / Jahr





### **Sky Markt / Bad Oldesloe**

Grundstück: 10.500 m<sup>2</sup>  
Baujahr: 1998/99  
Objekt: Shoppingcenter  
Mietfläche: 6.332 m<sup>2</sup>  
Nettomiete: 0,78 Mio. € / Jahr  
Vermietungsstand: 100,0 %



### **Este-Wohnpark / Buxtehude**

Baujahr: 1993  
Objekt: Seniorenheim  
Mietfläche: 76 Apartments & 74 Pflegeplätze  
Nettomiete: 1,05 Mio. € / Jahr

Derzeit wird rund die Hälfte des Immobilienvermögens durch die beiden Objekte Mediterraneo (Shopping-Center) sowie das Fachmarktzentrum Weinheim bestimmt, welche damit im Bereich der Bestandsimmobilien die wichtigsten Objekte darstellen. Mit rund 3,52 Mio. € tragen diese beiden Objekte zudem mit rund 43,0 % zu den Gesamtmieterlösen bei.

### **3) Immobilien- und Centermanagement**

Auch außerhalb der eigenen Bestandsverwaltung bietet AVW Immobilien-Managementdienstleistungen an. Dabei werden Objekte im Bestand Dritter verwaltet, deren Mieter betreut, die technischen Anlagen gewartet und bedient sowie das Wartungs-, Inspektions- und Instandhaltungsmanagement übernommen. Über die allgemeine Immobilienverwaltung hinaus bietet AVW im Rahmen ihrer besonderen Expertise im Bereich der Shopping- und Fachmarktzentren zudem das vollständige Center-Management für die Betreiber von Einkaufs- und Fachmarktzentren an.

### **4) Einschätzung zur strategischen Ausrichtung**

AVW vereint in unseren Augen zwei wesentliche Aspekte, die für eine erfolgreiche zukünftige Entwicklung eine wichtige Rolle spielen. Auf der einen Seite ist das Unternehmen mit den Clustern Shopping- und Fachmarktzentren sowie Senioren- und Studentenwohnheimen in attraktiven Nischen positioniert und hat sich hier in den vergangenen Jahrzehnten eine hervorragende Marktpräsenz, Marktstellung und vor allem Marktzugang erarbeitet, was dem Unternehmen die Möglichkeit gibt, sowohl attraktive Projekte zu akquirieren, als diese auch erfolgreich umzusetzen.

Auf der anderen Seite kann AVW die gesamte Wertschöpfungskette abbilden, vom Grundstückserwerb, über die Baudurchführung bis hin zur Vermietung. Dieses One-Stop-Shop-Konzept, verbunden mit der großen Know-how-Tiefe ist für Investoren sehr attraktiv und ermöglicht es AVW nicht nur Projekte ganzheitlich zu überschauen, sondern diese auch schnell zu veräußern und die Projektdauer auf einem Minimum zu halten. Zudem werden Umsatzrisiken aus den Projekten ebenfalls deutlich minimiert. Ledig-

lich in der Projektvorbereitung ist AVW in Folge des Geschäftsmodells auf eigenes Risiko aktiv.

Insgesamt führen beide Komponenten dazu, dass sich für AVW Projektpotenziale eröffnen, die sich Wettbewerbern nicht bieten, da diesen die Erfahrung in dem jeweiligen Bereich fehlt und die notwendige Wertschöpfung nicht angeboten werden kann, um das Projekt entsprechend profitabel umzusetzen. Auch die regionale Flexibilität ist ein nicht zu vernachlässigender Faktor, der zum einen das numerische Potenzial an Projekten hebt und zum anderen ermöglicht, auf attraktivere Teilmärkte auszuweichen, sollten sich im regionalen Bereich keine rentablen Möglichkeiten mehr ergeben. In dieser Nischenpositionierung sollte es AVW gelingen, auch in einem schwieriger werdenden Immobilienumfeld, erfolgreich Projekte umzusetzen. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass in der Nische spezialisierte Investoren adressiert werden können.

## Organe

### *Vorstand*



#### **Willy Koch**

Herr Willy Koch, Jahrgang 1961, studierte nach seiner Ausbildung zum Einzelhandelskaufmann an der Berufsfachschule des Deutschen Lebensmittelhandels. Als Assistent der Geschäftsführung war er zunächst bei der Lebensmittelgroßhandlung Kanne in Detmold tätig.

Im Anschluss führte er als Handlungsbevollmächtigter die NOVA Handelsgruppe mit 13 Lebensmittelfilialen, ein Unternehmen innerhalb der Kanne Gruppe. Er wechselte dann zunächst als Revisor in die Konzernrevision der AVA AG Bielefeld, danach in die Konzerntochter Marktkauf.

Dort baute er zunächst die Vermietungsabteilung auf. Das rasante Wachstum des Unternehmens, sowie die stattliche Zahl nennenswerter Unternehmensübernahmen begründete die Notwendigkeit der konzerneigenen Immobiliengesellschaft, der CEV Center Entwicklungs- und Verwaltungs GmbH. Diesem Unternehmen stand er bis zu seinem Wechsel als Geschäftsführer vor.

Seit dem 1. Oktober 2008 ist Herr Willy Koch Vorstand der AVW Immobilien AG.

### *Aufsichtsrat*

#### **Frank H. Albrecht, Aufsichtsratsvorsitzender**

Herr Frank Albrecht, Unternehmensgründer und Mehrheitsaktionär der AVW Immobilien AG, ist seit dem 19. Dezember 2013 Mitglied des Aufsichtsrats der Gesellschaft und seit dem 31. März 2014 dessen Vorsitzender. Zuvor war Herr Albrecht mit Unterbrechung – gemeinsam mit Herrn Koch – als Vorstand der AVW Immobilien AG tätig.

#### **Gunther Bonz**

Herr Gunther Bonz ist Jurist und nach Abschluss seiner Tätigkeit als Staatsrat der Freien und Hansestadt Hamburg seit dem 1. Juni 2009 Generalbevollmächtigter der EUROGATE GmbH & Co. KGaA, KG. Herr Bonz ist seit dem 19. Dezember 2013 Mitglied des Aufsichtsrats der AVW Immobilien AG und seit dem 31. März 2014 dessen stellvertretender Vorsitzender.

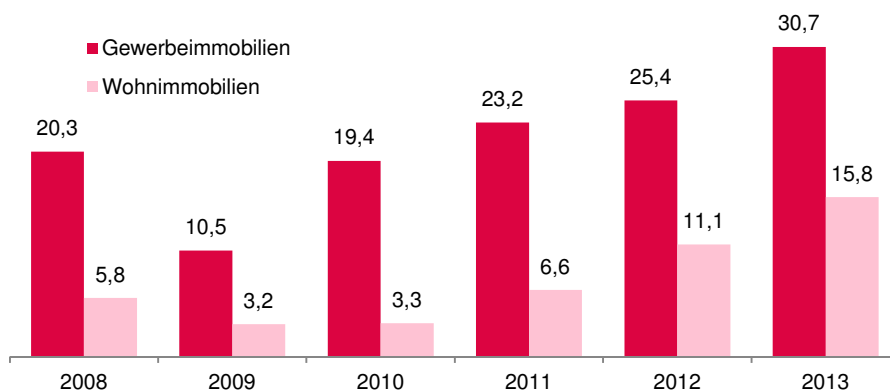
#### **Barbara Steingraber**

Frau Barbara Steingraber ist seit dem 15. Juni 1999 als Buchhalterin für die AVW Immobilien AG tätig und wurde zum 19. Dezember 2013 als Arbeitnehmervertreterin in den Aufsichtsrat der Gesellschaft gewählt.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Mit der Konzentration auf die Schwerpunktthemen „Leben im Alter“, „Studentisches Wohnen“ und „Handelskompetenz“ ist die AVW Immobilien AG in Teilsegmenten des deutschen Immobilienmarktes positioniert, welche insgesamt als attraktiv gelten. Dank des Zusammenspiels aus einer weiterhin soliden Konjunktorentwicklung, einem niedrigen Zinsumfeld, steigender Einkommenserwartungen, geringer Arbeitslosenquoten sowie fehlender Anlagealternativen, weist der deutsche Immobilienmarkt seit 2009 über alle Bereiche hinweg starke Wachstumsraten auf. Gemessen am Transaktionsvolumen verzeichnete beispielsweise der Gewerbeimmobilienbereich zwischen 2009 und 2013 einen Anstieg in Höhe von 192,4 %. Der Anstieg des Transaktionsvolumens im Wohnimmobiliensegment lag bei 393,8 %, womit die hohe Nachfrage nach deutschen Objekten sichtbar werden.

### Transaktionsvolumen bei deutschen Immobilien (in Mrd. €)



Quelle: Jones Lang LaSalle; Ernst & Young; GBC AG

Angesichts unverändert erwarteter Prämissen dürfte sich dieser Trend fortsetzen. Neuesten Statistiken der Bank BNP Paribas zufolge, hat sich die Wachstumsdynamik des deutschen Immobilienmarktes auch im ersten Halbjahr 2014 fortgesetzt. Dabei steigerte sich das Transaktionsvolumen im Retail-Bereich um 35,5 %, im Büro-Bereich um 10,0 % sowie im Wohnimmobilienbereich um 16,0 %. Auch wenn damit eine insgesamt positive Entwicklung des Gesamtmarktes zu konstatieren ist, sind die Teilmärkte innerhalb der Immobilienbranche als heterogen zu bezeichnen. In der nachfolgenden Marktanalyse fokussieren wir uns auf die für die AVW Immobilien AG wichtigen Teilmärkte „Handelsimmobilien“, „Sozial- /Pflegeimmobilien“ sowie „Immobilien für Studenten“.

### Immobilienmarktsegment „Handelsimmobilien“

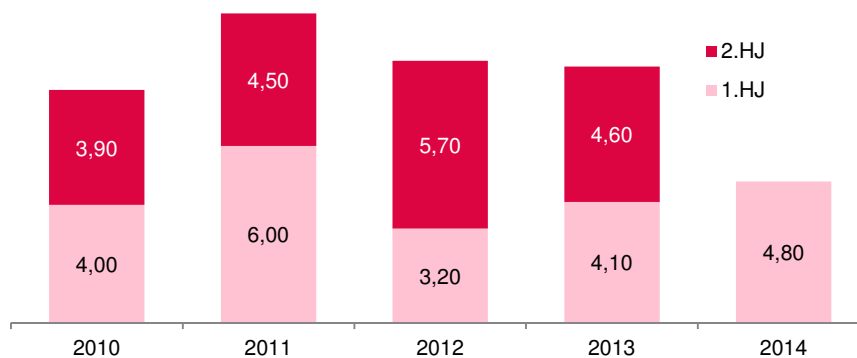
Die Nachfrageseite für den Bereich der Handelsimmobilien hängt maßgeblich von der Konsumententwicklung ab, während die Angebotsseite dieser Immobiliengattung durch die Versorgungsquote, speziell durch die Verkaufsflächendichte je Einwohner determiniert wird. Im Rahmen dieser Marktanalyse werden beide Kriterien einem europäischen Vergleich unterzogen, wobei sowohl überdurchschnittlich hohe Konsumausgaben als auch eine vergleichsweise geringe Verkaufsflächendichte beim stationären Einzelhandel sichtbar werden. Hieraus lassen sich in Summe die immer noch attraktiven Potenziale für Handelsimmobilien in Deutschland erkennen.

Im europäischen Vergleich belaufen sich die Konsumausgaben/Einwohner in Deutschland mit 17.741 €/Einwohner erwartungsgemäß deutlich oberhalb der Durchschnittswerte der EU-27-Länder (14.687 €/Einwohner). Während damit das Konsumumfeld ver-

gleichsweise gut ist, ist das anhand der Verkaufsflächendichte gemessene Angebot in Deutschland nur unterdurchschnittlich ausgeprägt. Mit einer Verkaufsflächendichte von 1,51 qm/Einwohner reiht sich Deutschland beispielsweise hinter die Schweiz (1,88 qm/Einwohner), Österreich (1,76 qm/Einwohner) oder den Niederlanden (1,73 qm/Einwohner) ein. (Quelle: RegioData Research)

Flankiert werden die sich daraus ergebenden Potenziale von einem hohen Investoreninteresse nach der Asset-Gattung Handelsimmobilien. Sichtbar wird dies anhand des Transaktionsvolumens bei Einzelhandelsimmobilien, welches im 1. HJ 2014 auf 4,8 Mrd. € (1. HJ 2013: 4,10 Mrd. €) deutlich zugelegt hat (Quelle: HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG).

### Entwicklung des Transaktionsvolumens bei Einzelhandelsimmobilien (in Mrd. €)



Quelle: HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG; GBC AG

Angesichts eines weiterhin intakten konjunkturellen Ausblicks in Deutschland (solide BIP-Entwicklung, gutes Konsumklima, hohe Beschäftigungsrate etc.) werden deutsche Immobilien von nationalen und internationalen Immobilienanlegern weiterhin als nachhaltig sicheres und stabiles Investment angesehen (Quelle: CBRE). Insgesamt dürfte der Fokus der Investoren auch auf dem so genannten Non-Core-Bereich (Sekundärlagen der Ballungsräume) liegen, da hier die Anfangsrenditen deutlich höher liegen als in den Ballungsräumen. Unterstützt wird diese Entwicklung auch von den international agierenden Einzelhändlern, die Deutschland als den mit Abstand attraktivsten Markt bewerten. Gemäß einer von CBRE durchgeführten Umfrage planen rund 40 % der globalen Einzelhändler weitere Filialen in Deutschland zu eröffnen. Positiv wird hierbei die dezentrale Struktur Deutschlands wahrgenommen, mit einer Vielzahl an B-Lagen, die es zu erschließen gilt. AVW Immobilien AG ist folglich auch hier in einem attraktiven Marktsegment innerhalb der deutschen Immobilienbranche etabliert.

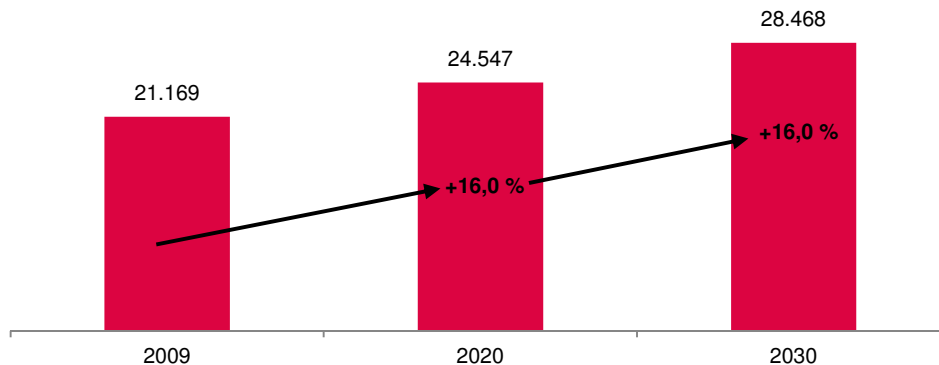
### Immobilienmarktsegment „Sozial-/Pflegeimmobilien“

Der maßgebliche Faktor für die Entwicklung von Pflegeheimen ist die Anzahl der Pflegebedürftigen, welche wiederum von der demografischen Entwicklung determiniert wird. Grundsätzlich nimmt dabei die Anzahl der Pflegebedürftigen erwartungsgemäß mit dem Alter der Bevölkerung zu. Besonders deutlich wird dies anhand aktueller Statistiken des Institutes für Arbeit und Qualifikation (IQA), wonach der Anteil der Pflegebedürftigen in der Altersgruppe der unter 70jährigen bei 2,3 % liegt. Dieser Anteil liegt bei der Altersgruppe der über 70jährigen mit 15,3 % deutlich höher, woraus deutlich wird, dass ein Anstieg des Durchschnittsalters der Bevölkerung mit einer zunehmenden Nachfrage nach Pflegedienstleistungen einhergeht.

Darüber hinaus wird die Zahl der Pflegebedürftigen in Deutschland in den kommenden Jahren bis 2050 deutlich zunehmen. Bis 2030 wird mit einer Steigerung der über 60-

Jährigen von 21,2 Mio. € auf 28,5 Mio. Menschen gerechnet. Das entspricht einer Steigerung um 34,5 %.

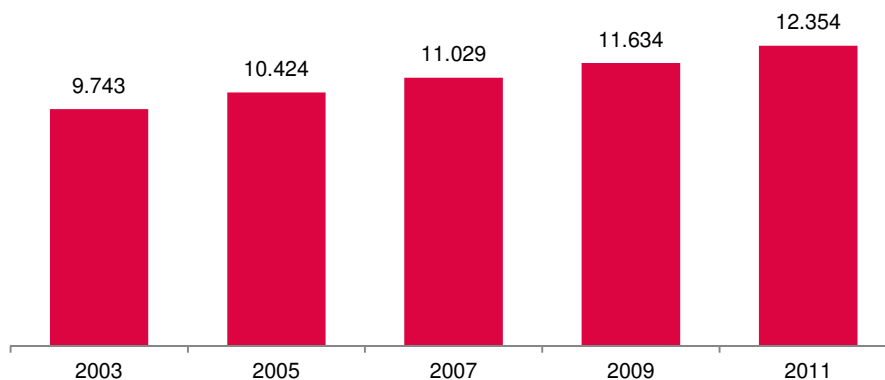
**Erwartete Entwicklung der Zahl der Pflegebedürftigen über 60 Jahre (in Tsd.)**



Quelle: Statistische Ämter des Bundes und der Länder (2010)

Die Altersstruktur in Deutschland lässt bereits kurzfristig einen Anstieg des Bedarfs an Pflegeheimen erkennen. Mittelfristig dürfte es sogar zu einem überproportionalen Anstieg kommen, da die geburtenstarken 1960er Jahre in den relevanten Altersbereich nachrücken. Insgesamt ist zwar die Anzahl der Pflegeheime in Deutschland zwischen 2003 und 2011 um 26,8 % auf 12.354 angestiegen, gemäß dem „Pflegeheim-Atlas Deutschland 2012“ von W & P Immobilienberatung GmbH und Ottenströer Immobilienwirtschaft | Regionalökonomie besteht jedoch noch weiterer Bedarf zur Abdeckung der künftigen Nachfrage.

**Anzahl der Pflegeheime in Deutschland**



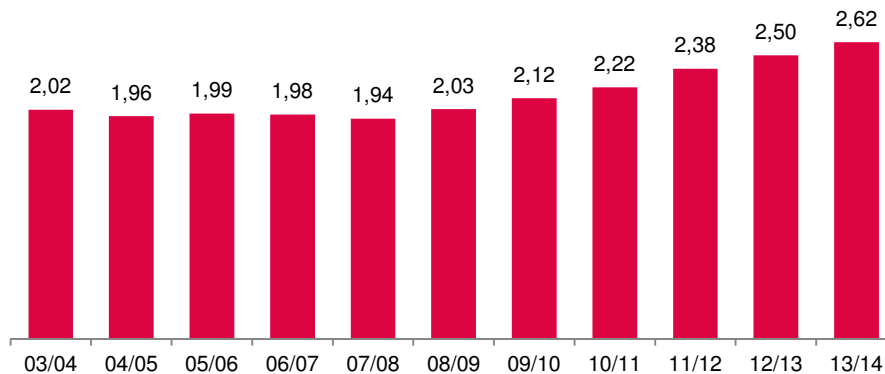
Quelle: destatis.de; GBC AG

Auf die 12.354 Pflegeheime entfielen in 2011 rund 876.000 Plätze (71 Plätze/Pflegeheim). Bis zum Jahr 2030 muss gemäß Pflegeheim-Atlas der zusätzliche Bedarf durch die Errichtung weiterer 320.000 bis 390.000 (entspricht einer jährlichen Errichtung von 275 Pflegeheimen) stationären Pflegeheimplätzen gedeckt werden. Die AVW Immobilien AG ist angesichts der aktuellen Statistiken in einem noch unterversorgten Markt mit hohen Nachfragepotenzialen tätig.

## Immobilienmarktsegment „Immobilien für Studenten“

Mit der Positionierung im Geschäftsfeld „Studentisches Wohnen“ ist die AVW Immobilien AG zudem in einem wachsenden und von einer zunehmenden Nachfrage geprägten Marktsegment tätig. Maßgeblich hierfür ist zunächst die wachsende Anzahl der Studierenden in Deutschland, welche insbesondere in der letzten Dekade aufgrund des Wegfalls der Wehrpflicht seit Juli 2011 sowie doppelter Abiturjahrgänge nochmals sprunghaft zugelegt hat. Alleine in den letzten zehn Jahren ist die Studentenanzahl in Deutschland um 29,6 % auf 2,62 Mio. angestiegen.

### Anzahl der Studierenden im Deutschland zum Wintersemester (in Mio.)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Gemäß aktuellen Vorausberechnungen dürfte sich die Anzahl der Studienanfänger zumindest stabil entwickeln, wodurch eine aussagekräftige Basis der künftigen Wohnnachfrage seitens der Studenten gegeben ist. Insgesamt wird von einer zunehmenden Studieneigung innerhalb Deutschlands ausgegangen, welche darüber hinaus von einer zunehmenden Anzahl internationaler Studenten flankiert wird. Verantwortlich hierfür ist unter anderem die flächendeckende Einführung der Bachelor- und Masterstudiengänge, wodurch eine bessere internationale Vergleichbarkeit möglich ist und folglich der internationale Studentenaustausch forciert wird.

Die Anzahl der geförderten Wohnplätze (bspw. Studentenwohnheime) legte im Zeitraum 2003 bis 2013 lediglich um 3,6 % zu und weist dementsprechend eine im Vergleich zum Anstieg der Studentenzahlen deutlich unterproportionale Entwicklung auf. Derzeit steht lediglich für rund 10,0% der Studierenden ein Wohnheimplatz zur Verfügung, womit eine deutliche Unterdeckung sichtbar wird.

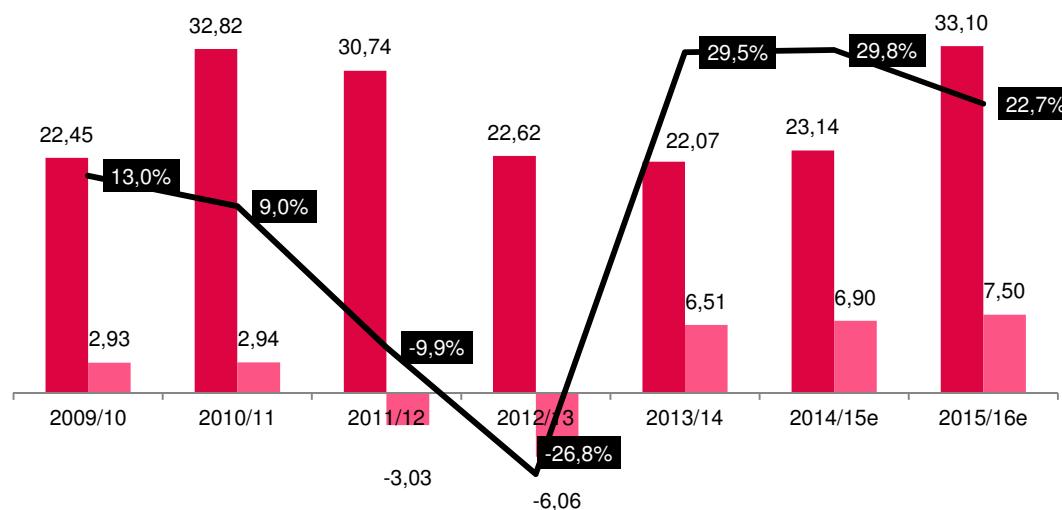
Darüber hinaus verfügen Studentenimmobilien über eine klare Lokalisierung und Identifizierung, da diese an Universitätsstandorten anzutreffen sind. In der Regel ist diese Asset-Klasse vergleichsweise unkompliziert in der Errichtung und Instandhaltung und weist darüber hinaus stabile Cashflows auf (Quelle: Savills Research).

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012/13		GJ 2013/14		GJ 2014/15e		GJ 2015/16e	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>22,62</b>	<b>100,0%</b>	<b>22,07</b>	<b>100,0%</b>	<b>23,14</b>	<b>100,0%</b>	<b>33,10</b>	<b>100,0%</b>
Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen	-15,44	-68,2%	-7,61	-34,5%	-8,54	-36,9%	-17,90	-54,1%
<b>Rohergebnis</b>	<b>7,19</b>	<b>31,8%</b>	<b>14,46</b>	<b>65,5%</b>	<b>14,60</b>	<b>63,1%</b>	<b>15,20</b>	<b>45,9%</b>
Personalaufwand	-3,85	-17,0%	-2,58	-11,7%	-2,50	-10,8%	-2,50	-7,6%
Abschreibungen	-0,67	-3,0%	-0,23	-1,1%	-0,20	-0,9%	-0,20	-0,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,73	-38,6%	-5,14	-23,3%	-5,00	-21,6%	-5,00	-15,1%
<b>EBIT</b>	<b>-6,06</b>	<b>-26,8%</b>	<b>6,51</b>	<b>29,5%</b>	<b>6,90</b>	<b>29,8%</b>	<b>7,50</b>	<b>22,7%</b>
Beteiligungsergebnis	0,02	0,1%	0,02	0,1%	0,02	0,1%	0,02	0,1%
Zinserträge	0,16	0,7%	0,06	0,3%	0,05	0,2%	0,05	0,2%
Zinsaufwendungen	-4,27	-18,9%	-3,75	-17,0%	-3,25	-14,0%	-3,15	-9,5%
Neubewertung der Renditeobjekte	-0,66	-2,9%	0,28	1,3%	-0,50	-2,2%	-0,50	-1,5%
sonstige Steuern	-0,09	-0,4%	-0,38	-1,7%	-0,25	-1,1%	-0,25	-0,8%
<b>EBT</b>	<b>-10,90</b>	<b>-48,2%</b>	<b>2,75</b>	<b>12,5%</b>	<b>2,97</b>	<b>12,8%</b>	<b>3,67</b>	<b>11,1%</b>
Ertragssteuern	-0,61	-2,7%	-1,25	-5,6%	-0,98	-4,2%	-1,21	-3,7%
Minderheitenanteile	0,08	0,4%	-0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Konzernergebnis</b>	<b>-11,43</b>	<b>-50,5%</b>	<b>1,50</b>	<b>6,8%</b>	<b>1,99</b>	<b>8,6%</b>	<b>2,46</b>	<b>7,4%</b>
EBITDA	-5,39		6,75		7,10		7,70	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	neg.		30,6		30,7		23,3	
EBIT	-6,06		6,51		6,90		7,50	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	neg.		29,5		29,8		22,7	
Ergebnis je Aktie in €	-0,90		0,12		0,16		0,19	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	12,777		12,777		12,777		12,777	

### Entwicklung von Gesamtleistung, EBIT und EBIT-Marge



Quelle: AVW, GBC



## Historische Geschäftsentwicklung

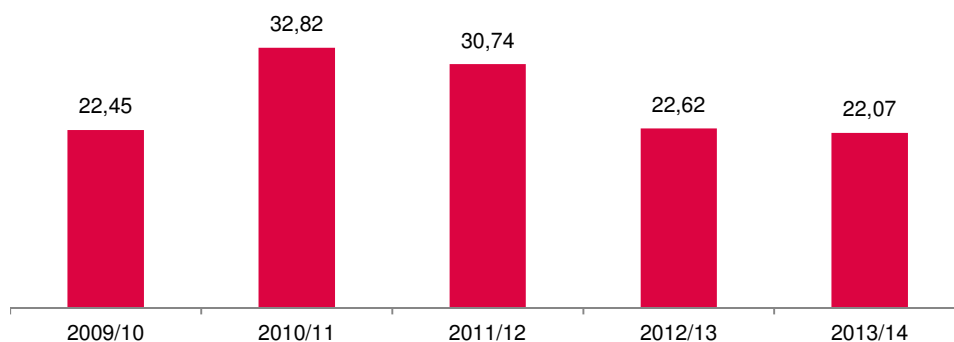
GuV (in Mio. €)	GJ 2011/12	GJ 2012/13	Δ zum VJ	GJ 2013/14
Umsatzerlöse	28,66	8,65	+70,9 %	14,79
Gesamtleistung	30,74	22,62	-2,4 %	22,07
EBITDA (Marge)	-2,71 (neg.)	-5,39 (neg.)	k.A.	6,75 (30,6 %)
EBIT (Marge)	-3,03 (neg.)	-6,06 (neg.)	k.A.	6,51 (29,5 %)
Jahresüberschuss	-1,22	-11,43	k.A.	1,50
EPS in €	-0,10	-0,90	k.A.	0,12

Quelle: AVW, GBC

### **Gesamtleistung und Umsatzentwicklung – Deutliche Verbesserung der Umsätze – Entwicklungsaktivitäten ziehen an**

Über die vergangenen fünf Geschäftsjahre hinweg konnte AVW eine durchschnittliche jährliche Gesamtleistung von rund 26 Mio. € erzielen. Diese setzt sich dabei aus den erzielten Umsatzerlösen (Mieterlöse, Veräußerungserlöse etc.), den sonstigen betrieblichen Erträgen und der im Zuge von durchgeführten Baumaßnahmen entstehenden Bestandsveränderungen zusammen. In den vergangenen beiden Geschäftsjahren lag die Gesamtleistung leicht unter dem mittelfristigen Durchschnitt, nachdem in den beiden Jahren zuvor ein leicht überdurchschnittlicher Wert erreicht wurde.

#### Entwicklung der Gesamtleistung



Quelle: AVW, GBC

Im GJ 2013/14, das am 30.04.2014 endete, war die Gesamtleistung von 22,07 Mio. € wesentlich bestimmt durch die Umsatzerlöse in Höhe von 14,79 Mio. €, bei einem Bestandszuwachs um 6,70 Mio. €. Die Umsatzerlöse konnten dabei gegenüber dem Vorjahr deutlich um 70,9 % gesteigert werden, was zum einen auf eine verstärkte Veräußerungsaktivität zurückzuführen war. So konnten im GJ 2013/14 sowohl Entwicklungsprojekte (2,70 Mio. €), als auch ein Grundstück (1,66 Mio. €) erfolgreich veräußert werden. Das veräußerte Entwicklungsprojekt betraf insbesondere den 4. Bauabschnitt des Fachmarktzentrums in Weinheim.

### **Projektentwicklung – Vorjahr durch Verzögerungen belastet**

Im Vorjahr 2012/13 waren hingegen keine Umsatzerlöse aus Projektentwicklungen zu verzeichnen. Hintergrund der außergewöhnlich niedrigen Projektumsätze waren damals vor allem eine witterungsbedingte verzögerte Übergabe des Projektes in Weinheim, die verzögerte Erteilung von Baugenehmigungen für mehrere Projekte sowie der Stopp der Entwicklung des Projektes in Sulzbach-Rosenberg. Die Kumulation von negativen Einflussfaktoren wie im GJ 2012/13 erachten wir als außerordentlich, was auch das Ergebnis deutlich belastete (siehe Ergebnisentwicklung auf S. 16f.). Eine Wiederholungsgefahr

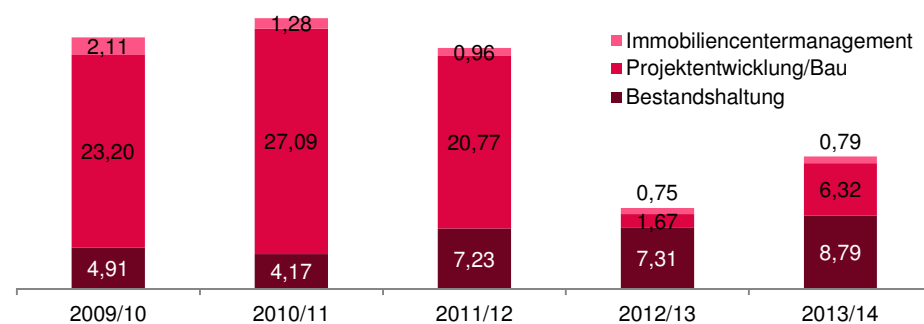
derartiger Umstände halten wir vor diesem Hintergrund für wenig wahrscheinlich, zumal im Zuge der Restrukturierung auch interne Ineffizienzen ausgeräumt wurden.

### **Bestandshaltung – Mieterlöse deutlich erhöht**

Deutlich verbessert fielen im GJ 2013/14 auch die Mieterlöse aus, die mit 7,29 Mio. € um 23,1 % über Vorjahr lagen. Wesentlich verantwortlich waren hierfür die Erstkonsolidierung des Projektes in Bornheide sowie die Übergabe der Flächen in Weinheim an die Mieter. Das Segment Immobilien- und Centermanagement steuerte in 2013/14 0,79 Mio. € an Umsatzerlösen bei und damit leicht mehr als im Vorjahr.

Insgesamt hat die AVW im abgelaufenen GJ 2013/14 den eingeschlagenen Weg der vergangenen Jahre fortgesetzt. In diesem Zuge hat das Unternehmen insbesondere den Bereich Bestandshaltung weiter ausgebaut und damit den Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse auf nunmehr 9,58 Mio. € erhöht, indem zusätzliche Projekte, die zuvor selbst entwickelt und errichtet wurden, in den Bestand übernommen wurden. Nach dem außerordentlich schwachen Jahr 2012/13, die Entwicklungs- und Bautätigkeit betreffend, konnte AVW im GJ 2013/14 bereits wieder einen großen Schritt nach vorn tätigen und zeigen, dass die Projektpipeline mit attraktiven Entwicklungsprojekten gefüllt ist, welche das Potenzial bergen, in kurzer Zeit wieder die früheren Größenordnungen beim Umsatz zu erreichen.

### **Umsatzentwicklung der Segmente (in Mio. €)**

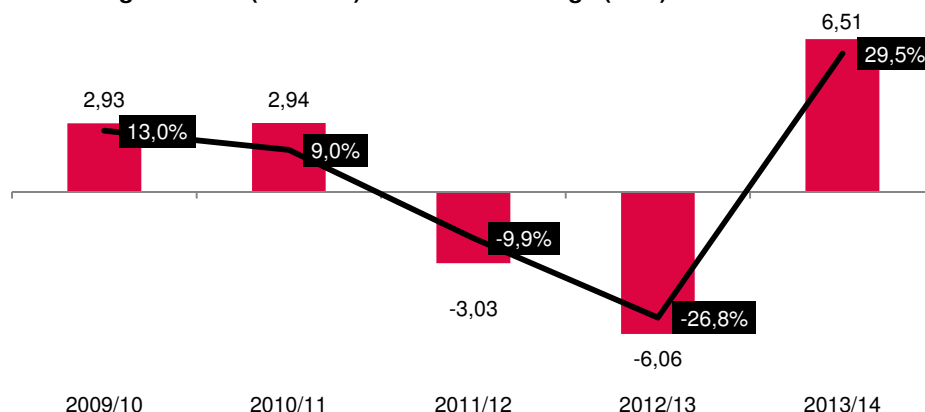


Quelle: AVW, GBC

### **Ergebnisentwicklung –EBIT positiv und auf höchsten Niveau seit 5 Jahren**

Dem deutlich verbesserten Umsatz folgte auch das operative Ergebnis. So wurde im GJ 2013/14 mit einem EBIT in Höhe von 6,51 Mio. € der mit Abstand höchste Wert im Betrachtungszeitraum der letzten fünf Jahre erwirtschaftet. Die EBIT-Marge (bezogen auf die Gesamtleistung) lag mit 29,5 % ebenfalls auf einem merklich erhöhten Niveau. Zu dieser positiven Ergebnisentwicklung haben zwei Faktoren beigetragen. Zum einen spielten die wieder angefallenen Umsätze aus der Projektentwicklung und den Baumaßnahmen eine wichtige Rolle, die im Vorjahr nahezu gänzlich ausgeblieben waren, zum anderen führte das Unternehmen ein striktes Kostenreduktionsprogramm durch, das die Fixkostenbelastung nunmehr auf ein Minimum gesenkt hat.

**Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)**

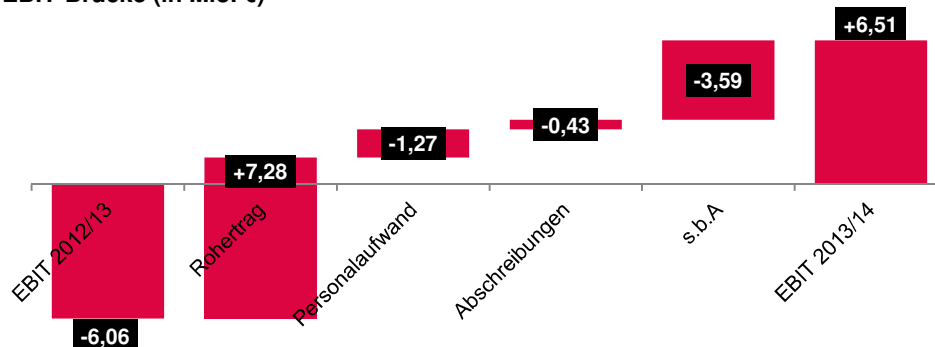


Quelle: AVW, GBC; \*Margen bezogen auf Gesamtleistung

**Projekttätigkeit und Kosteneinsparungen wirken positiv**

Die nachfolgende EBIT-Brücke verdeutlicht, an welchen Stellen die Ergebnisverbesserung herbeigeführt wurde. Dabei ist ersichtlich, dass die wiederbelebte Projekttätigkeit und die erhöhten Mieteinnahmen durch die Bestandserweiterung den größten Beitrag geleistet haben und entsprechend für einen um 7,28 Mio. € erhöhten Rohertrag gesorgt haben. Des Weiteren wurden wesentliche Verbesserungen im Bereich der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen herbeigeführt.

**EBIT-Brücke (in Mio. €)**

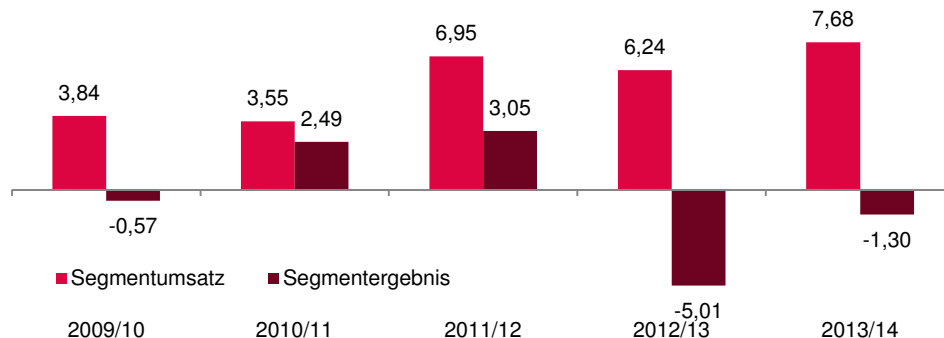


Quelle: AVW, GBC

Im Personalbereich wurde der Mitarbeiterbestand abermals von durchschnittlich 49 Personen auf 42 (inkl. Vorstand) reduziert, was zu einer Entlastung der Personalkosten um 1,27 Mio. € führte. In den letzten fünf Jahren wurde der Mitarbeiterbestand damit insgesamt um 20 Personen reduziert, so dass die AVW inzwischen eine dem Geschäftsmodell angemessene Personalstärke erreicht hat.

Noch größer war die Entlastung im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die mit 3,59 Mio. € positiv zu Buche schlug. Der größte Teil der Entlastung entstammt dabei aus weggefallenen Wertminderungen auf Forderungen, die im Vorjahr noch in Höhe von 1,43 Mio. € auf Grund des eingestellten Projektes in Sulzbach-Rosenberg angefallen waren sowie weggefallenen Mietgarantien in Höhe von 1,08 Mio. €. Auch belasteten im Vorjahr Wertminderungen der Renditeobjekte in Höhe von 0,66 Mio. €. Nicht zuletzt wurden auch im Fixkostenbereich, etwa bei den Verwaltungskosten oder den Kfz-Kosten, nennenswerte Reduktionen um insgesamt rund 0,50 Mio. € erzielt.

### Entwicklung der Umsätze und Ergebnisse im Segment Bestandshaltung (in Mio. €)

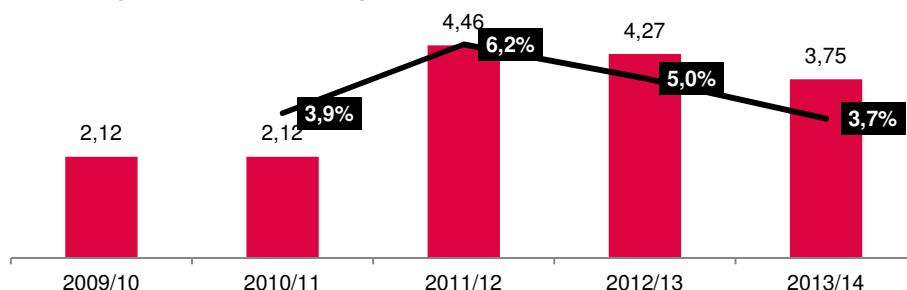


Quelle: AVW, GBC

Jedoch ist auch zu konstatieren, dass der überwiegende Teil der Ergebnisverbesserung durch das Segment Projektgeschäft getragen wurde. Im Bereich der Bestandshaltung konnte AVW zwar Umsatzverbesserungen herbeiführen, jedoch in diesem Segment in den vergangenen beiden Jahren keine positiven Ergebnisse erwirtschaften. Zuvor zeigte sich das Bestandshaltungsgeschäft jedoch sehr profitabel, was im Zuge der erfolgten Restrukturierung und Kostenreduzierung auch in den kommenden Jahren wieder erreicht werden sollte (Siehe Ergebnisprognosen Seite 23f.).

Positive Auswirkungen durch das Kostenreduktionsprogramm und die Optimierungsmaßnahmen haben sich auch bereits im Segment Center- und Immobilienmanagement gezeigt. Nachdem in keinem der vier Vorjahre ein positives Segmentergebnis erreicht werden konnte, lag dieses im GJ 2013/14 mit 0,39 Mio. € im Betrachtungszeitraum erstmals im positiven Bereich. Mit einer Segmentmarge von 49 % zeigt sich zudem, dass dieser Geschäftsbereich nun einen sehr profitablen Beitrag leistet.

### Entwicklung der Zinsaufwendungen und des durchschnittlichen Zinssatzes



Quelle: AVW, GBC

Auch auf der Nettoebene wurde nach dem deutlichen Verlust des Vorjahres wieder ein positives Ergebnis geschrieben. Hierbei hat neben den operativen Verbesserungen die Entlastung des Zinsergebnisses beigetragen. Während die Höhe der zinstragenden Verbindlichkeiten zugenommen hat (siehe Bilanzielle und finanzielle Situation, Seite 20/21), konnte das Niedrigzinsumfeld genutzt werden, um Umfinanzierungen und Refinanzierungen zu verbesserten Konditionen vorzunehmen. Dies führte zu einer Entlastung des Zinsaufwandes von 4,27 Mio. € auf 3,75 Mio. €. Der auf die emittierten Anleihen entfallende Anteil der Zinsaufwendungen betrug mit 1,37 Mio. € knapp ein Drittel. Der durchschnittlich bezahlte Zinssatz sank von 3,7 % auf nunmehr 3,0 %.

Trotz beträchtlicher Verlustvorträge in Höhe von insgesamt 36 Mio. € wurde im GJ 2013/14 ein effektiver Steuersatz von 83,1 % ausgewiesen. Dies ist vor allem auf nicht angesetzte aktive latente Steuern zurückzuführen, womit sich im Falle einer - wie erwartet - positiven zukünftigen Entwicklung, stille steuerliche Reserven bilden. Netto wies AVW im GJ 2013/14 einen Konzernjahresüberschuss von 1,50 Mio. € aus und konnte damit den Break-even wieder erreichen. Pro Aktie entspricht dies einem Ergebnis von 0,12 €.

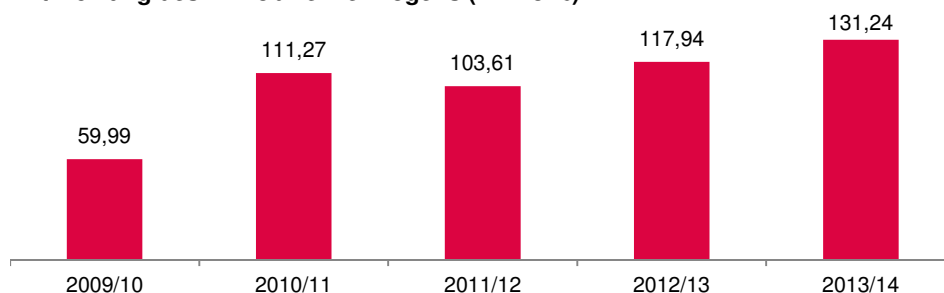
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011/12	GJ 2012/13	GJ 2013/14
Eigenkapital	25,62	14,25	15,75
EK-Quote (in %)	19,3 %	10,5 %	10,7 %
Finanzverbindlichkeiten	73,51	96,54	107,59
Liquide Mittel	3,77	1,40	1,82
Nettoverschuldung	69,74	95,14	105,77
Immobilienvermögen	103,61	117,94	131,24
Net Working Capital	-10,47	-13,88	-12,51

Quelle: AVW, GBC

Gemäß ihrer strategischen Grundausrichtung hat AVW in den vergangenen Jahren kontinuierlich ihren Immobilienbestand ausgeweitet. Zum 30.04.2014 wies das Unternehmen Renditeobjekte (129,14 Mio. €) und zum Verkauf bestimmte Grundstücke (2,03 Mio. €) in Höhe von 131,24 Mio. € aus. Damit macht das Immobilienvermögen, wie für Immobilienunternehmen typisch, den Großteil der Bilanzsumme von 147,34 Mio. € aus. Die Erhöhung des Immobilienvermögens im GJ 2013/14 auf 131,24 Mio. € resultiert im Wesentlichen aus Investitionen in Höhe von 13,72 Mio. €. Zu nennen sind dabei die Projekte Weinheim, Bornheide und Winsen.

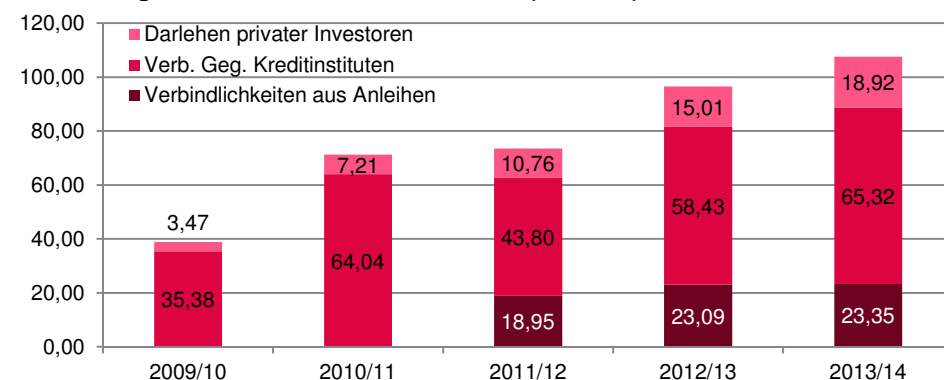
### Entwicklung des Immobilienvermögens (in Mio. €)



Quelle: AVW, GBC

Dem Immobilienvermögen stehen entsprechende Finanzierungsdarlehen gegenüber, welche parallel dazu in den vergangenen Jahren ebenfalls gestiegen sind. Zuletzt beliefen sich diese auf 107,59 Mio. € und setzten sich im Wesentlichen aus Bankdarlehen in Höhe von 65,32 Mio. € sowie zwei emittierten Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 23,35 Mio. € zusammen. Zudem bediente sich AVW Darlehen privater Investoren in einem Umfang von 18,92 Mio. €. Wie im Abschnitt *Ergebnisentwicklung* bereits beschrieben, konnte die Zinsbelastung in 2013/14 durch Umfinanzierungen und Refinanzierungen trotz der gesteigerten Kreditvolumen gesenkt werden.

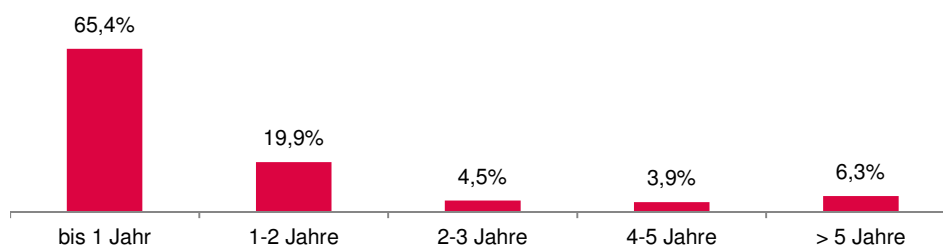
### Entwicklung der zinsbaren Verbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: AVW, GBC

Der Großteil der laufenden Kredite ist mit einer Laufzeit von einem Jahr versehen (siehe nachstehende Grafik). Diese betreffen überwiegend Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten die im Zusammenhang mit dem Erwerb von Renditeobjekten stehen. Jedoch ist dabei zu berücksichtigen, dass die Darlehen in der Regel einen revolving Charakter haben und regelmäßig zur Verlängerung anstehen. In der zweiten Jahreshälfte 2014 stehen beispielsweise die Objektfinanzierungen für die langfristigen Renditeobjekte Bremerhaven, Wolfenbüttel und Buxtehude zur Verlängerung an. Laut Aussagen des Unternehmens sind die Refinanzierungsgespräche bereits weit fortgeschritten. Am 01.12.2015 wird zudem die emittierte Anleihe der Tochtergesellschaft AVW Grund AG mit einem Nennbetrag von 21,77 Mio. € zur Rückzahlung fällig.

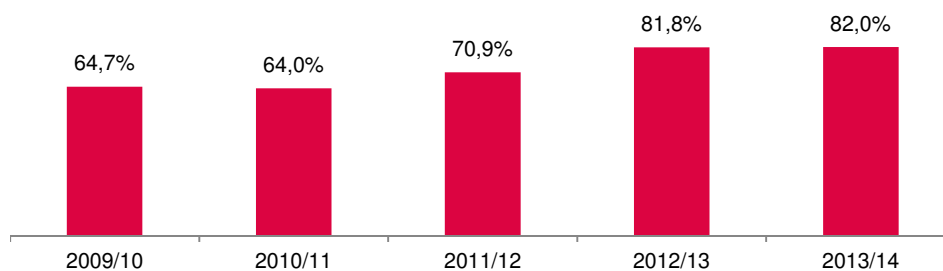
### Fälligkeitenstruktur der zinsbaren Verbindlichkeiten



Quelle: AVW, GBC

Auf Grund der gesteigerten Zahl an langfristig zur Finanzierung stehender Renditeobjekte, hat sich die Eigenkapitalquote verringert und lag zuletzt bei 10,7 %. Die gesteigerte Verschuldung hat zudem den Loan-to-Value auf einen Wert von 82,0 % angehoben. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass das zuletzt wieder gesteigerte Projektvolumen die Aufnahme von kurzfristigen Bauträgerfinanzierungen bedingte, welche mit Projektabschluss wieder vollständig zurückgeführt werden.

### Entwicklung des Loan-to-Value



Quelle: AVW, GBC

Insgesamt ist zu konstatieren, dass das Verbindlichkeitsvolumen der AVW in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen hat, bei einer gleichzeitigen Reduktion der Eigenkapitaldecke. Wenngleich Umfinanzierungen und Refinanzierungen zu einer Entlastung bei den Zinsaufwendungen führen, wäre es aus unserer Sicht ratsam, die Eigenkapitalunterlegung zu verstärken. Insbesondere vor dem Hintergrund der zu erwartenden steigenden Projektaktivität, für welche entsprechende Bauträgerfinanzierungen in Anspruch genommen werden müssen, ist dies notwendig, um die Finanzierbarkeit und damit Durchführung der Projekte nicht zu gefährden.

Mit der abgeschlossenen Restrukturierung, den Kostensenkungen und der damit einhergehend wiedererlangten Rentabilität sollte es dem Unternehmen jedoch auch in den kommenden Perioden wieder gelingen positive Ergebnisse und Cashflows zu erwirtschaften, welche die Stärkung der Eigenkapitalbasis unterstützen sollten.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unterdurchschnittliche Wettbewerbsintensität auf Grund der Nischenpositionierung</li> <li>• Großes Bestandsportfolio bietet hohe wiederkehrende Umsatzerlöse</li> <li>• Fixkostenstruktur nach Restrukturierung auf ein Minimum reduziert</li> <li>• Gut gefüllte Projektpipeline</li> <li>• Ausgeprägte und langjährige Expertise im Projektmanagement</li> <li>• Hervorragendes Netzwerk in der Immobilienbranche sichert Dealflow</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Umsatzanteile werden mit verbundenen Personen erzielt</li> <li>• Niedrige Eigenkapitalquote in Höhe von 10,7 %</li> <li>• Im Bestandsgeschäft werden seit zwei Jahren keine positiven Ergebnisse erzielt</li> <li>• Verschuldung im Verhältnis zum Immobilienbestand (LTV) mit 82 % recht hoch</li> <li>• Aktien durch geringen Streubesitz mit relativ niedriger Fungibilität</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durch Expertise im Bereich der Gewerbe- und Wohnimmobilien kann das Unternehmen sich bietende Opportunitäten in beiden Bereichen nutzen</li> <li>• Wenngleich der Fokus auf dem norddeutschen Raum liegt, ist AVW bundesweit aktiv und kann somit sich ergebende Chancen besser nutzen</li> <li>• Das niedrige Zinsniveau begünstigt den Immobilienmarkt nach wie vor</li> <li>• Verschlankte Aufstellung des operativen Geschäfts ermöglicht die effizientere und schnellere Durchführung von Projekten</li> <li>• Immobiliensentiment in Deutschland auf Grund der mittelfristigen Inflationserwartung und Angst vor Bruch der Eurozone auf höchstem Stand seit Jahrzehnten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preisniveaus im Immobiliensektor sind aufgrund der hohen Nachfrage inzwischen stark gestiegen und könnten zukünftige Projektstätigkeit unrentabel werden lassen</li> <li>• Steigendes Zinsniveau würde die Finanzierung von Entwicklungsprojekten und Refinanzierungen verteuern</li> <li>• Angebot könnte auf Grund der gesteigerten Immobiliennachfrage noch knapper werden und damit die Projektaktivitäten bremsen</li> <li>• Steigender Wettbewerb in den Nischen in denen AVW aktiv ist, könnte den Vertrieb der Objekte erschweren</li> </ul>

## Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013/14	GJ 2014/15e	GJ 2015/16e
Gesamtleistung	22,07	23,14	33,10
EBITDA (Marge)	6,75 (30,6 %)	7,10 (30,7 %)	7,70 (23,3 %)
EBIT (Marge)	6,51 (29,5 %)	6,90 (29,8 %)	7,50 (22,7 %)
Konzernjahresüberschuss	1,50	2,00	2,46
EPS in €	0,12	0,16	0,19

Quelle: GBC

## Umsatzentwicklung

### Segment Projektentwicklung - Starke Projektpipeline führt zu Umsatzsprung

Nachdem im GJ 2012/13 im Segment Projektentwicklung/Bau nahezu keine Umsatzerlöse erwirtschaftet wurden, war im abgelaufenen GJ 2013/14 bereits eine Belegung erkennbar. Inzwischen hat sich die Projektpipeline wieder deutlich gefüllt, was im laufenden GJ 2014/15 zu einem merklichen Umsatzsprung im Bereich der Projektentwicklung führen sollte. Derzeit umfasst die Projektpipeline, welche innerhalb der kommenden drei Jahre umgesetzt werden soll, ein Gesamtprojektvolumen von über 85 Mio. €. Weitere Projekte befinden sich zudem in konkreter Anbahnung.

Wesentliche Umsatzträger werden dabei in den kommenden beiden Jahren die zwei Projekte LEBEN plus+ in Peine sowie ein Boardinghaus im Stuttgarter Raum sein. Wir erwarten, dass beide Projekte zusammen im GJ 2014/15 rund 10 Mio. € Umsatzbeitrag und im GJ 2015/16 rund 5,6 Mio. € leisten werden.

#### Projekt LEBEN plus+ in Peine

Lage	Peine / Niedersachsen
Grundstück	20.132 m <sup>2</sup> / 10 Gebäude mit 90 Wohneinheiten in 3 Bauabschnitten
Fertigstellung	November 2015 1. Bauabschnitt mit 40 Wohneinheiten
Konzept	Servicewohnen, Altersgerechte Zuschnitte der Wohnungen
Projektvolumen	Insgesamt rund 19,2 Mio. €

Quelle: AVW

#### Projekt Boardinghaus im Raum Stuttgart

Lage	Raum Stuttgart / Baden Württemberg
Grundstück	3.293 m <sup>2</sup>
Fertigstellung	Dezember 2015 / 192 Apartments
Konzept	Sicherung der langfristigen Vermietung durch Abnahme eines Großkontingents der Apartments durch einen namhaften Konzern mit jährlichen Mieterträgen i.H.v. 0,80 Mio. € zzgl. Ust.
Projektvolumen	Rund 15,7 Mio. €

Quelle: AVW

Für das Projekt Peine wurde im abgelaufenen GJ 2013/14 das Grundstück erworben, entwickelt und der Vertriebsprozess gestartet. Wir rechnen damit, dass der Verkauf der Einheiten in Kürze erfolgt, so dass der Baubeginn stattfinden kann.

Das Projekt im Raum Stuttgart befindet sich ebenfalls bereits in der Vorbereitungsphase. Der Kunde hat hierfür bereits das entsprechende Grundstück erworben, so dass der Baubeginn noch im laufenden Geschäftsjahr erfolgen kann.

Das Konzept LEBEN plus+, also generationsübergreifende Wohnanlagen, wird über den Standort Peine hinaus in den kommenden beiden Jahren zudem an weiteren Standor-



ten, etwa in Achim und in Stade umgesetzt werden. Entsprechende Grundstücke sind für beide weiteren Standorte bereits gesichert worden. Auch hierfür liegen bereits entsprechende Aufträge vor. Dies sollte auch für das kommende GJ 2015/16 eine weitere Umsatzsteigerung im Segment Projektentwicklung ermöglichen. Zum anderen sollte das Konzept LEBEN plus+ zu einer Ertragssteigerung führen, da die Planungsaufwendungen für neue Projekte des gleichen Konzeptes deutlich niedriger ausfallen werden.

**Bestandshaltung und Centermanagement – Bestand wird ausgebaut**

Das Bestandshaltungsgeschäft macht bereits heute einen wesentlichen Umsatzanteil AVW aus. In den kommenden Jahren soll die strategische Fokussierung jedoch noch intensiviert werden. Während heute rund 130 Mio. € Immobilienvermögen zu Buche stehen, soll dieser Wert mittelfristig auf 200-250 Mio. € ausgebaut werden.

Im Zuge dieser Ausrichtung wurden bereits im vergangenen GJ 2013/14 zwei weitere Objekte in den Bestand übernommen, namentlich das Fachmarktzentrum in Weinheim, welches nunmehr das größte Bestandsobjekt der AVW ist, sowie das Objekt in Hamburg-Bornheide. Durch die beiden neuen Objekte sollten sich die Umsatzerlöse aus der Bestandshaltung im GJ 2014/15 auf 8,20 Mio. € belaufen.

Für das GJ 2015/16 gehen wir von weiteren Steigerungen der Mieteinnahmen auf dann sogar 11,50 Mio. € aus. Hintergrund dessen sind die erwarteten Übernahmen der Objekte *Pflegezentrum am Rhododendronpark* in Bremen und des Gewerbe- und Wohnhauses am *Rothenburgsorter Marktplatz* in Hamburg. Die beiden Objekte erzielen zusammen Mieterlöse von jährlich rund 3,30 Mio. €.

Im Bereich des Centermanagements erwarten wir keine wesentlichen Veränderungen in den kommenden Geschäftsjahren. Hier wurden in den vergangenen Jahren verschiedene Projekte aufgegeben. Mit der Konzentration auf die eigene Bestandshaltung gehen wir nicht davon aus, dass eine Refokussierung auf die Verwaltung von Objekten Dritter stattfinden wird.

Die folgende Übersicht gibt einen Überblick über unsere Umsatzerwartungen in den einzelnen Segmenten für die kommenden Jahre:

Segmentumsätze (in Mio. €)	2013/14	2014/15e	2015/16e
Bestandshaltung	7,68	8,20	11,50
Projektentwicklung/Bau	6,32	13,64	20,30
Immobiliencentermanagement	0,79	0,80	0,80
<b>Gesamt</b>	<b>14,79</b>	<b>22,64</b>	<b>32,60</b>

Quelle: GBC

**Ergebnisentwicklung – Weitere Steigerungen erwartet**

Bereits im GJ 2013/14 konnte die AVW nach zuvor zwei defizitären Geschäftsjahren den Turnaround erreichen und wieder positive Werte auf allen Ergebnisstufen aufweisen. Auf Grund der erhöhten Bestandsumsatzerlöse sowie der gut gefüllten Projektpipeline, die beide eine weitere Steigerung der Umsatzerlöse erwarten lassen, gehen wir davon aus, dass im laufenden GJ 2014/15 auch eine weitere Steigerung der Ergebnisse möglich sein wird.

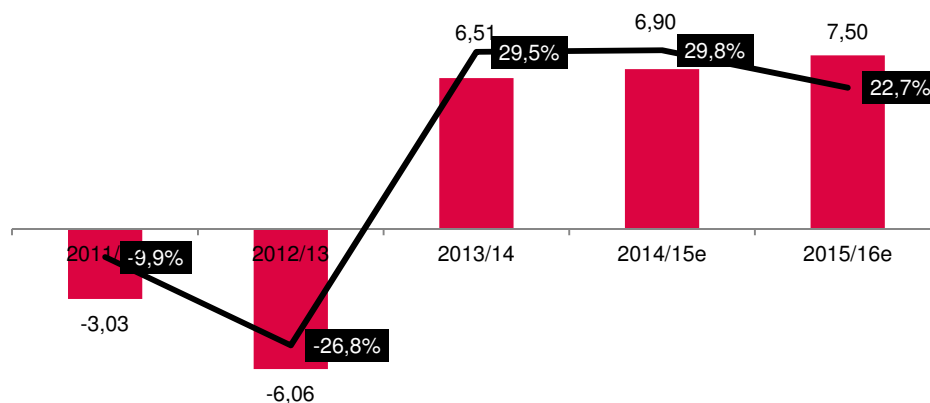
Neben den erwarteten Umsatzsteigerungen sollten insbesondere die Kostenreduktionen der vergangenen beiden Geschäftsjahre Wirkung zeigen. So sollte sich die Fixkostenbelastung im Bereich des Personals sowie den sonstigen betrieblichen Aufwendungen

gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert zeigen und auch in den Folgejahren weitgehend stabil bleiben.

Von wesentlicher Bedeutung sind hingegen die Aufwendungen für bezogene Leistungen, welche die Baukosten beinhalten, die für die Errichtung der Objekte an Dritte Subunternehmer geleistet werden. Nachdem die Bauaktivitäten zuletzt vergleichsweise niedrig ausfielen, sollte die inzwischen gut gefüllte Projektpipeline für höhere Aufwendungen für bezogene Leistungen sorgen. Vor diesem Hintergrund gehen wir nicht nur davon aus, dass sich die absoluten Werte im laufenden und kommenden GJ erhöhen, sondern auch die Aufwandsquote im Verhältnis zum Umsatz. Dies sollte insbesondere für das GJ 2015/16 gelten, da dann die Fertigstellung mehrerer derzeit im Anfangsstadium befindlichen Projekten vorgesehen ist.

Insgesamt erwarten wir, dass weitere Steigerungen bei den Ergebnissen erreicht werden können. Wir prognostizieren für das GJ 2014/15 ein EBIT in Höhe von 6,90 Mio. € sowie 7,50 Mio. € im kommenden GJ 2015/16. Die EBIT-Marge erwarten wir im kommenden GJ auf Grund der erhöhten Bauaufwendungen leicht rückläufig. Dennoch sollte mit 22,7 % noch ein sehr attraktiver Wert erzielt werden können.

**Erwartete Entwicklung von EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)**



Quelle: GBC

Weitere Verbesserungen erwarten wir auch beim Finanzergebnis. Zwar sollte das Finanzierungsvolumen im Zuge des gesteigerten Bestandsgeschäfts weiter zunehmen, jedoch findet derzeit eine ganze Reihe von turnusgemäßen Umfinanzierungen statt, was zur Folge haben sollte, dass die derzeit deutlich günstigeren Finanzierungsbedingungen zum Tragen kommen. Mit der Ablösung der 6,1 % Unternehmensanleihe der Tochtergesellschaft AVW Grund AG Ende 2015 sollte sich nochmals eine Verbesserung einstellen.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass AVW in den kommenden Jahren anhaltend profitabel arbeiten wird, mit Jahresüberschüssen von 2,00 Mio. € und 2,46 Mio. € in den GJ 2014/15, respektive 2015/16.

## **BEWERTUNG**

### **Modellannahmen**

Die AVW Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014/15 und 2015/16 in Phase 1, erfolgt von 2016/17 bis 2021/22 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen bei der Gesamtleistung von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 30,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AVW Immobilien AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,43.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,9 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,7 %.

### **Bewertungsergebnis**

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,7 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015/16 entspricht als Kursziel 4,15 €.

## DCF-Modell

### AVW Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	30,0%	ewige EBITA - Marge	29,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-60,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Gesamtleistung (GL)	23,14	33,10	34,76	36,49	38,32	40,23	42,24	44,36		
GL Veränderung	4,9%	43,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,16	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	
EBITDA	7,10	7,70	10,43	10,95	11,50	12,07	12,67	13,31		
EBITDA-Marge	30,7%	23,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBITA	6,90	7,50	10,28	10,79	11,33	11,90	12,49	13,11		
EBITA-Marge	29,8%	22,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Steuern auf EBITA	-2,64	-2,80	-3,08	-3,24	-3,40	-3,57	-3,75	-3,93		
zu EBITA	38,2%	37,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,26	4,70	7,19	7,55	7,93	8,33	8,74	9,18		
Kapitalrendite	3,6%	3,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,3%
Working Capital (WC)	-13,88	-19,86	-20,85	-21,90	-22,99	-24,14	-25,35	-26,61		
WC zu Umsatz	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	-60,0%	
Investitionen in WC	1,38	5,98	0,99	1,04	1,09	1,15	1,21	1,27		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	141,10	151,00	158,55	166,48	174,80	183,54	192,72	202,35		
AFA auf OAV	-0,20	-0,20	-0,15	-0,16	-0,17	-0,17	-0,18	-0,19		
AFA zu OAV	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Investitionen in OAV	-10,90	-10,10	-7,70	-8,09	-8,49	-8,91	-9,36	-9,83		
Investiertes Kapital	127,22	131,14	137,70	144,58	151,81	159,40	167,37	175,74		
EBITDA	7,10	7,70	10,43	10,95	11,50	12,07	12,67	13,31		
Steuern auf EBITA	-2,64	-2,80	-3,08	-3,24	-3,40	-3,57	-3,75	-3,93		
Investitionen gesamt	-9,52	-4,12	-6,71	-7,04	-7,40	-7,77	-8,15	-8,56		
Investitionen in OAV	-10,90	-10,10	-7,70	-8,09	-8,49	-8,91	-9,36	-9,83		
Investitionen in WC	1,38	5,98	0,99	1,04	1,09	1,15	1,21	1,27		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	-5,06	0,78	0,64	0,67	0,70	0,74	0,77	0,81		219,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	163,41	170,27
Barwert expliziter FCFs	4,26	3,67
Barwert des Continuing Value	159,16	166,59
Nettoschulden (Net debt)	111,54	114,34
Wert des Eigenkapitals	51,88	55,93
Fremde Gewinnanteile	-2,70	-2,91
Wert des Aktienkapitals	49,18	53,02
Ausstehende Aktien in Mio.	12,78	12,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,85	4,15

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,43
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	3,6%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	18,6%
WACC	4,7%

Kapitalrendite	WACC					
	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	
5,1%	4,51	3,92	3,37	2,86	2,38	
5,2%	4,94	4,33	3,76	3,23	2,74	
5,3%	5,37	4,73	4,15	3,61	3,10	
5,4%	5,80	5,14	4,54	3,98	3,46	
5,5%	6,22	5,55	4,93	4,36	3,82	

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: [lindermayr@gbc-ag.de](mailto:lindermayr@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist, Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)