



Credit Research
5,5% - Unternehmensanleihe 2019/2024



**Anleiheemission für neuen Objekterwerb,
Sicherungskonzept überzeugt,
Fortsetzung der hohen Investitionsaktivität erwartet**

Rating: Überdurchschnittlich Attraktiv

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 37

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

BAWOAG^{*5a;11}

**Rating: Überdurchschnittlich
Attraktiv**

Stammdaten:

ISIN: DE000A2YN7P1
WKN: A2YN7P
Kupon: 5,50 % p.a.
Emissionsvolumen: 0,40 Mio. €
Stückelung: 1.000 €
Mindestanlage: 1.000 €
Laufzeit: 01.09.19 – 31.08.24

Zinszahlungen: halbjährlich
Ausgabekurs: 97 %
Rückzahlungskurs: 100 %

Rechnungslegung: HGB
Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Bestandshaltung von barrierefreien Wohnungen
und Gewerberaum im Ruhrgebiet

Gründung: 2010

Firmsitz: Bochum

Geschäftsführung: Wolfgang Willers, Matthias Hamm

Die im Jahr 2010 gegründete WW Barrierefreies Wohnen GmbH & Co. KGaA (kurz BAWOAG) ist ein Immobilienbestandshalter von Wohn- und Gewerbeimmobilien mit dem regionalen Fokus auf der Ruhrregion. Darüber hinaus hat sich die Gesellschaft als Bauträger auf die Entwicklung von barrierefreien familien- und seniorengerechten Wohnraum spezialisiert. Der Großteil des verstärkt seit 2016 aufgebauten Immobilienportfolios verteilt sich auf die Städte Witten, Dortmund, Duisburg und Hagen, woraus eine hohe Konzentration auf Standorte des Ruhrgebietes ersichtlich wird. Die zugleich daraus resultierende regionale Homogenität ermöglicht einen guten Zugriff auf die Objekte und geht insbesondere bei der Objektverwaltung mit Skaleneffekten einher. Darüber hinaus kann die BAWOAG bei der Objektfinanzierung auf das bestehende regionale Bankennetzwerk zurückgreifen und damit ebenfalls Kostenvorteile heben. Die Gesellschaft hat die Rechtsform einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Anstelle des Vorstandes fungiert dabei die Komplementärin WW Verwaltungs GmbH als Geschäftsführerin der BAWOAG.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatz	1,34	2,08	2,66	3,41
EBITDA	0,35	1,38	1,84	2,60
EBIT	0,09	0,86	1,19	1,78
Jahresüberschuss	0,02	0,36	0,54	0,92

Bonitätskennzahlen

EBITDA-Zinsdeckung	0,58	2,75	2,71	3,12
EBIT-Zinsdeckung	0,16	1,71	1,75	2,14
Total Debt/EBITDA	45,75	18,64	20,07	19,93
Risk Bearing Capital	12,5%	21,2%	20,4%	20,5%
Total Debt/Capital	87,1%	85,2%	84,8%	84,5%

Finanztermine

-

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel

25.02.19: RS / 14,75 Mio. €

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 38

EXECUTIVE SUMMARY

- Die WW Barrierefreies Wohnen GmbH & Co. KGaA (kurz BAWOAG) ist ein Immobilienbestandshalter mit dem regionalen Fokus auf der Ruhrregion in NRW. Die adressierten B- und C-Lagen umfassen dabei insbesondere die Städte Witten, Dortmund, Duisburg und Hagen und damit Standorte, die noch von günstigen Einstiegsniveaus und damit entsprechend hohen Renditepotenzialen geprägt sind. Zugleich ermöglicht die hohe regionale Homogenität des Bestandsportfolios einen guten Zugriff auf die Objekte und geht insbesondere bei der Objektverwaltung mit hohen Skaleneffekten einher.
- Seit 2016 befindet sich die BAWOAG in einer sehr aktiven Investitionsphase. Die im Jahr 2010 gegründete Gesellschaft verfügte über einen langen Zeitraum nur über zwei eigenentwickelte Bestandsimmobilien in Dortmund und Hemer (Gesamtwohnfläche: 1.471 qm), mit denen Mieterlöse auf geringem Niveau erwirtschaftet wurden. In den vergangenen drei Jahren wurden neue Investitionen in Höhe von insgesamt rund 22,00 Mio. € getätigt und damit das Immobilienportfolio deutlich ausgebaut. Derzeit umfasst das nahezu vollvermietete Portfolio insgesamt 25 Liegenschaften bestehend aus rund 250 Wohn- und Gewerbeeinheiten. Der HGB-Wert lag zum 31.12.2018 bei 18,41 Mio. €, wobei der Löwenanteil der Investitionen mit 10,94 Mio. € im vergangenen Geschäftsjahr 2018 erfolgt ist. In 2019 erfolgten weitere Investitionen in Höhe von ca. 6,5 Mio. €, was ein Beleg für die weiterhin hohe Investitionsaktivität ist. Aktuell beläuft sich die auf den Kaufpreis (brutto) bezogene Mietrendite des Gesamtportfolios der BAWOAG auf 7,3 %, was ein im Marktvergleich hervorragender Wert und gleichzeitig ein Beleg für die hohen Renditepotenziale der B- und C-Lagen des Ruhrgebietes ist.
- Bei einem Investitionsvolumen in einem niedrigen einstelligen Millionenbereich (größte Investition in ein Einzelobjekt: 3,58 Mio. € brutto) bewegt sich die Gesellschaft grundsätzlich in einem Segment, das volumenmäßig unterhalb des Radars institutioneller Investoren liegt, jedoch für Privatpersonen zu groß ist. Das Zielvolumen gemäß Ankaufkriterien der BAWOAG liegt in einer Spannbreite von 1 bis 10 Mio. €. Mit dem internen Architektur-Know-How im wohnwirtschaftlichen Bereich wird dabei sichergestellt, dass hochwertige und marktkonforme Objekte realisiert und aufgekauft werden.
- Die operativen Kennzahlen der BAWOAG sind von der hohen Investitionsgeschwindigkeit gekennzeichnet. Dabei wird ein deutlicher Ausbau der Umsatzbasis (vornehmlich Mieterlöse) sowie ein nachhaltiges Überschreiten des EBITDA-Break Evens erkennbar. Für die kommenden Geschäftsjahre sollte der eingeschlagene Wachstumskurs nochmals dynamischer ausfallen. Dabei erwarten wir für die kommenden drei Jahre weitere Investitionen in Höhe von insgesamt 47,50 Mio. €. Der Eigenkapitalbedarf zur Umsetzung dieser Investitionsplanung beläuft sich auf 9,50 Mio. €, bei Annahme einer Ziel-EK-Quote in Höhe von 20 %. Um das für das von uns unterstellte Investitionsvolumen geforderte Eigenkapital aufzubringen, stehen der Gesellschaft verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung. Weitere Kapitalerhöhungen, die Ausgabe von Schuldscheindarlehen (eigenkapitalersetzendes FK) oder die Aufnahme von Mezzanine-Kapital sind mögliche Szenarien.
- Auf dieser Grundlage erwarten wir einen raschen Anstieg des Umsatzniveaus auf 3,41 Mio. € (GJ 2021) sowie einen überproportionalen operativen Ergebnisanstieg (Skaleneffekte, schlankes Kostenbild). Aufgrund der nur unterproportionalen Entwicklung der operativen Kosten sollte das EBITDA, welches in der Vergangenheit um den Break-Even lag, in den kommenden Jahren deutlich stärker als der Umsatz zulegen.

In unserer letzten konkreten Schätzperiode, im Geschäftsjahr 2021, sollte sich die EBITDA-Marge dem nachhaltig erreichbaren Niveau annähern. Hier rechnen wir mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 76,2 %.

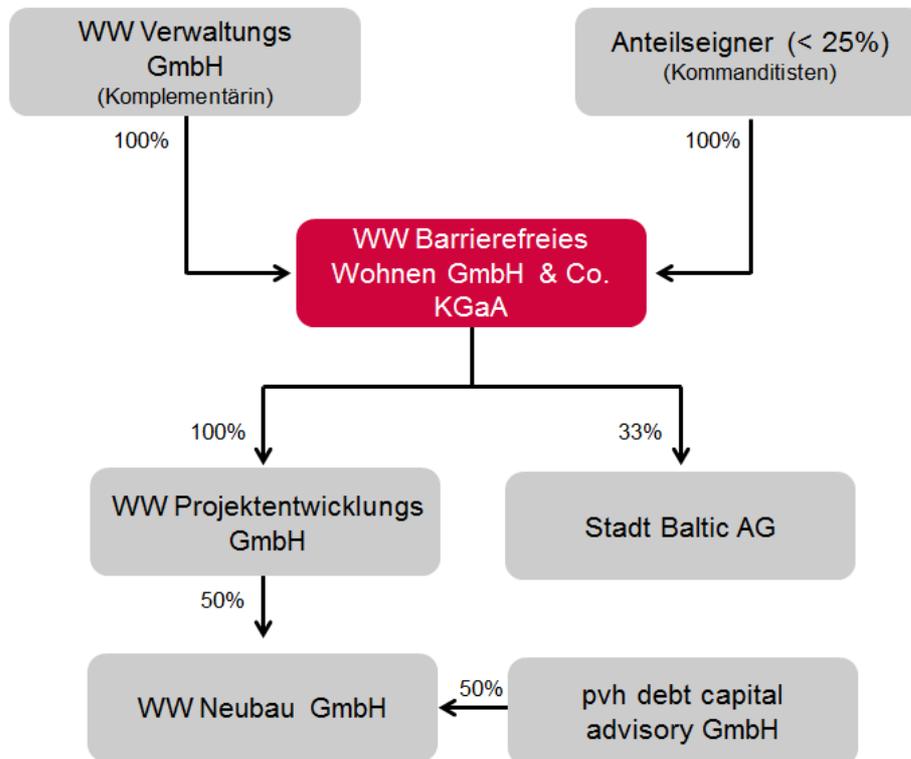
- Die BAWOAG plant für die Finanzierung eines Objekterwerbes in Menden die Emission einer 5,5 %-Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 400.000 €. Die Besonderheit des Wertpapiers ist dabei die geplante Eintragung einer zweitrangigen Grundschild über die vollständige Platzierungssumme. Bei dem Objekterwerb mit einem Gesamtkaufpreis in Höhe von 1,73 Mio. € werden die Anleihemittel als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital verwendet und flankierend hierzu sollen Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,35 Mio. € aufgenommen werden. Nach der geplanten Renovierung (Renovierungskosten in Höhe von 0,45 Mio. € sind im Kaufpreis enthalten) sollen jährliche Mieteinnahmen in Höhe von 125.000 € erzielt werden, was einer auf den Kaufpreis bezogenen hohen Mietrendite von 7,2 % entspricht.
- Wir haben die Konditionen der Unternehmensanleihe einem Marktvergleich mit börsennotierten Anleihen von Immobiliengesellschaften unterzogen. Während die Nominalverzinsung der Anleihe leicht über dem Markt sowie die Effektivverzinsung (Ausgabekurs: 97 %, halbjährliche Zinszahlung) deutlich über dem Markt liegt, weist die BAWOAG marktkonforme Bonitätskennzahlen auf. Jedoch aufgrund des Besicherungskonzeptes, welches selbst bei Immobilienanleihen derzeit kaum noch vorkommt, stufen wir die Anleihe der BAWOAG als „überdurchschnittlich attraktiv“ ein.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Unternehmensstruktur zum 31.12.2018.....	5
Unternehmenshistorie.....	6
Unternehmensstrategie.....	7
Regionaler Fokus	7
Finanzierungsstrategie.....	8
Entwicklung des Objektportfolios.....	8
Immobilienbestandsportfolio der BAWOAG	10
Geschäftsführung der Gesellschaft.....	14
Markt und Marktumfeld	15
Zinsentwicklung als wichtiger Nachfragefaktor	15
Angebotsentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien	16
Preisentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien	17
Marktentwicklung der BAWOAG-Regionen	18
Wohnimmobilien in den BAWOAG-Regionen	18
Gewerbeimmobilien in den BAWOAG-Regionen	19
Unternehmensentwicklung.....	21
Kennzahlen im Überblick	21
Historische Geschäftsentwicklung	22
Bilanzielle Situation zum 31.12.2018	25
Prognosen und Bonitätskennzahlen	27
Prognosegrundlage: bestehendes Portfolio	27
Prognosegrundlage: neue Investitionen.....	28
Prognosegrundlage: Entwicklungsgrundstücke	29
Baugrundstück Dortmund Huckarde	29
Baugrundstück in Frankfurt (Im Brombeerfeld)	29
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	30
Bonitätskennzahlen.....	33
Anleihebedingungen und Marktvergleich	34
Bedingungen der Anleihe.....	34
Marktvergleich/Anleihebewertung	35
Anhang	37

UNTERNEHMEN

Unternehmensstruktur zum 14.06.2019



Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die im Jahr 2010 gegründete WW Barrierefreies Wohnen GmbH & Co. KGaA (kurz BAWOAG) ist ein Immobilienbestandshalter von Wohn- und Gewerbeimmobilien mit dem regionalen Fokus auf der Ruhrregion. Die Gesellschaft hat die Rechtsform einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA). Anstelle des Vorstandes fungiert dabei die Komplementärin WW Verwaltungs GmbH als Geschäftsführerin der BAWOAG. Im Rahmen der Geschäftsführertätigkeit erbringt die Komplementärin unterschiedliche Dienstleistungen (Verwaltung, Objektmanagement, Transaktionsberatung, Finanzierungsberatung etc.) und erhält hierfür laufende Managemententgelte sowie ergebnisabhängige Zahlungen. Die nur teilhaftenden Anteilseigner (Kommanditisten) sind die Aktionäre der BAWOAG.

Da die Geschäftsführung der BAWOAG im Rahmen dieser Gesellschaftsstruktur von der WW Verwaltungs GmbH übernommen wird, verfügt die BAWOAG über eine nur geringe Anzahl an Mitarbeitern. Gemäß Unternehmensangaben setzt sich das Personal dabei überwiegend aus Handwerkern zusammen, die für die Renovierung und Instandhaltung der gehaltenen Objekte verantwortlich sind.

Die derzeit insgesamt 25 Liegenschaften werden direkt von der BAWOAG gehalten. Die im Jahr 2017 erworbene Tochtergesellschaft WW Projektentwicklungs GmbH ist für die Entwicklung von Grundstücken und Objekten zuständig. Derzeit hält die BAWOAG-Tochter 50 % an der in 2018 erworbenen WW Neubau GmbH, deren Zweck die Entwicklung von Grundstücken im Rhein-Main-Gebiet ist. In 2018 wurde hier ein 460qm großes Baugrundstück in Frankfurt für die geplante Projektierung eines Mehrfamilienhauses erworben.

Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
2010	Gründung der WW Barrierefreies Wohnen GmbH & Co. KGaA (kurz BAWO-AG).
2013	Fertigstellung der selbst erstellten Wohnimmobilien in Dortmund und Hemer
Dezember 2016	Ausgabe von 300.000 Aktien (Liquiditätszufluss: 0,30 Mio. €). Der Liquiditätszugang wurde für Immobilienankäufe im Ruhrgebiet verwendet.
Januar 2017	Ankauf eines Mehrfamilienhauses in Essen (Heinrich Strunk Straße 60).
Januar 2017	Ankauf eines Mehrfamilienhauses im Zentrum Duisburgs (Wannheimerstr. 15).
Januar 2017	Ankauf eines weiteren Mehrfamilienhauses in Duisburg (Heerstraße 136), welches kurzfristig saniert wurde.
März 2017	Erwerb der Gesellschaft Alstadtsee 310. V V GmbH und Umfirmierung in WW Projektentwicklungs GmbH. Zweck der Gesellschaft ist die Entwicklung von Grundstücken und Objekten.
Juni 2017	Ankauf eines Wohn- und Geschäftshauses in Essen (Huestraße 145-147).
Juni 2017	Kapitalerhöhung durch Ausgabe von 200.000 Aktien und damit Erhöhung des Stammkapitals auf 1,35 Mio. €. Die Mittel aus der Kapitalerhöhung sollen für weitere Immobilienankäufe im Ruhrgebiet verwendet werden.
Juli 2017	Die 100%ige Tochtergesellschaft WW Projektentwicklungs GmbH erwirbt das ehemalige Hertie-Gebäude in Velbert. Das leerstehende Gebäude wurde als Entwicklungsprojekt erworben.
September 2017	Erwerb des Bürohauses in Dortmund (Friedenstraße 41-43).
September 2017	Kapitalerhöhung durch Ausgabe weiterer 300.000 Aktien und damit Erhöhung des Stammkapitals auf 1,65 Mio. €.
Februar 2018	Erwerb eines Wohn- und Geschäftshauses in Soest (Rathausstraße 3).
Februar 2018	Ankauf eines Wohn- und Geschäftshauses in der Neumarktstraße 2 in Hagen.
März 2018	Kapitalerhöhung durch Ausgabe von 300.000 Aktien und damit Erhöhung des Stammkapitals auf 1,98 Mio. €.
März 2018	Erwerb des RUFUS Portfolios bestehend aus acht Wohn- und Geschäftshäusern in Hagen, Gelsenkirchen, Herne, Witten und Soest (5.500 qm Wohnen und 3.500 qm Gewerbe).
März 2018	Verkauf der im Juli 2017 erworbenen Hertie-Liegenschaft an die Stadt Velbert mit einem Gewinn von über 0,50 Mio. €.
Mai 2018	Ankauf der Gesellschaft Altstadtsee 340. V V GmbH und Umfirmierung in WW Neubau GmbH. Zweck der Gesellschaft ist die Entwicklung von Grundstücken im Rhein-Main-Gebiet.
Mai 2018	Tochtergesellschaft WW Neubau GmbH erwirbt ein Baugrundstück in Frankfurt (460 qm). Es ist die Projektierung eines Mehrfamilienhauses geplant.
Mai 2018	Erwerb eines Wohn- und Geschäftshauses in Hagen (Hohenzollernstraße 13).
September 2018	Erwerb des Prüf- und Verwaltungsgebäudes der DEKRA e.V. in Duisburg.
September 2018	Ausgabe einer Wandelanleihe, die zum Bezug von 200.000 Aktien berechtigt.
Januar 2019	Erwerb von Wohn- und Geschäftshäusern in Dortmund (Roßbachstr. 1, Rahmerstr. 24, 26, 36).
Januar 2019	Erwerb eines Baugrundstücks in Dortmund Huckarde. In einem zweijährigen Zeitraum soll eine Wohn- und Gewerbefläche von rund 2.000 qm entstehen.
Februar 2019	Kapitalerhöhung durch Ausgabe von 380.000 Aktien und damit Erhöhung des Stammkapitals auf 2,36 Mio. €.
Juni 2019	Erwerb des Portfolios „NRW II“, bestehend aus 4 Objekten in Dortmund und Hagen

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Unternehmensstrategie

Regionaler Fokus

Die BAWOAG verfügt bei den Immobilieninvestments über eine klare und konsequent umgesetzte Strategie. Als regionalen Fokus hat die Gesellschaft die B- und C-Lagen der Ruhrregion definiert, wobei in Einzelfällen auch Opportunitäten außerhalb dieser stringenten regionalen Ausrichtung wahrgenommen werden können. Die so genannten B- und C-Lagen umfassen die Städte und Standorte, die zwar im Zuge der allgemein positiven Immobilienmarktentwicklung von steigenden Preisen geprägt waren, jedoch Preisniveaus aufweisen, die noch deutlich unterhalb der bislang stark nachgefragten A-Standorte liegen. Aufgrund der noch vergleichsweise günstigen Einstiegsmöglichkeiten ergeben sich hier sehr attraktive Renditepotenziale. Aktuell beläuft sich die auf den Kaufpreis (brutto) bezogene Mietrendite des Gesamtportfolios der BAWOAG auf 7,3 %, was ein im Marktvergleich hervorragender Wert ist und gleichzeitig ein Beleg für die hohen Renditepotenziale der B- und C-Lagen. Möglich wird dies durch die vergleichsweise niedrigen Kaufpreise, die im Zuge der allgemeinen Marktentwicklung mit Steigerungspotenzialen einhergehen. Über das Portfolio der BAWOAG hinweg liegen die Kaufpreise bei durchschnittlich knapp über 1.000 €/qm.

Der Großteil des verstärkt seit 2016 aufgebauten Immobilienportfolios verteilt sich auf die Städte Witten, Dortmund, Duisburg und Hagen, woraus eine hohe Konzentration auf Standorte des Ruhrgebietes ersichtlich wird. Die zugleich daraus resultierende regionale Homogenität ermöglicht einen guten Zugriff auf die Objekte und geht insbesondere bei der Objektverwaltung mit Skaleneffekten einher. Darüber hinaus kann die BAWOAG bei der Objektfinanzierung auf das bestehende regionale Bankennetzwerk zurückgreifen und damit ebenfalls Kostenvorteile heben.

Regionale Verteilung der BAWOAG-Objekte

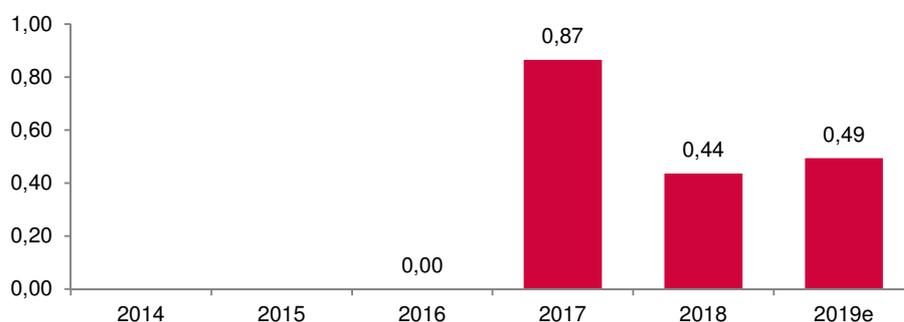


Quelle: BAWOAG; GBC AG

Finanzierungsstrategie

Die BAWOAG setzt bei der Objektfinanzierung eine Ziel-Eigenkapitalquote in Höhe von 20 % - 25 % an. Bezogen auf die aktuelle Objektpipeline beläuft sich das Eigenkapital (ohne Mezzanine-Kapital) auf 24,1 % und liegt damit am oberen Ende der anvisierten Bandbreite. Um den Eigenkapitalbedarf der erfolgten Objekterwerbe der vergangenen Geschäftsjahre abzudecken, wurden mehrere Kapitalmaßnahmen (inkl. Ausgabe einer Wandelschuldverschreibung) durchgeführt. Im Rahmen von insgesamt sechs Kapitalerhöhungen wurde im Zeitraum Dezember 2016 – Juni 2019 durch die Ausgabe von 1,51 Mio. neuen Aktien dabei insgesamt ein Emissionserlös in Höhe von 1,80 Mio. € vereinnahmt. Darüber hinaus hat die BAWOAG im September 2018 im Rahmen einer Wandelanleiheemission einen Erlös von weiteren 0,30 Mio. € erzielt.

Kapitalerhöhungen gemäß Eintragungszeitpunkt (in Mio. €)

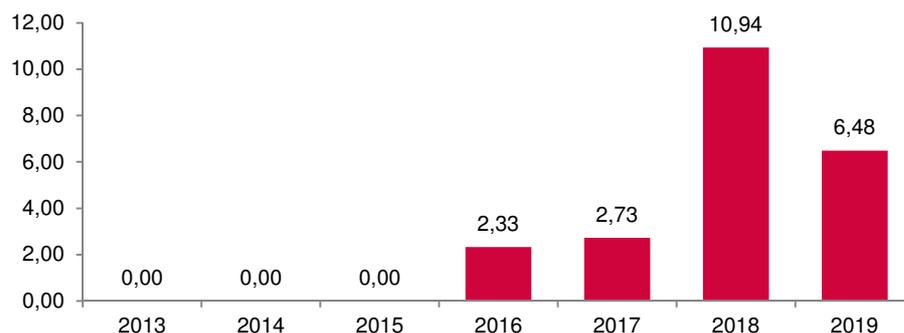


Quelle: BAWOAG; GBC AG

Entwicklung des Objektportfolios

Das aktuelle, nahezu vollvermietete Immobilienportfolio, bestehend aus rund 250 Wohn- und Gewerbeeinheiten, wurde mehrheitlich seit 2016 aufgebaut. Vor 2016 verfügte die BAWOAG lediglich über zwei selbstentwickelte und eigenerrichtete Wohngebäude in Dortmund und Hemer mit insgesamt 14 Einheiten und einem Gesamtvolumen von rund 2,5 Mio. €. Nach den letzten Erwerben dürfte sich das bilanzielle Volumen (HGB) auf 22,93 Mio. € belaufen, wobei insbesondere im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 signifikante Immobilienerwerbe stattgefunden haben. Wie der nachfolgenden Darstellung zu entnehmen ist, hat die BAWOAG bis zum Geschäftsjahr 2016 keine Investitionen getätigt. Zwischen 2013 und 2016 umfasste das Objektportfolio lediglich zwei eigenentwickelte Bestandsimmobilien in Dortmund und Hemer (Gesamtwohnfläche: 1.471 qm), woraus Mieterlöse auf geringem Niveau vereinnahmt wurden. Erst Ende 2016 fand eine starke Belebung der Geschäftsentwicklung der BAWOAG statt, weswegen wir im Rahmen dieser Analyse lediglich die Berichtszeiträume ab 2016 betrachten.

Investitionsvolumen der vergangenen Geschäftsjahre (in Mio. €)



Quelle: BAWOAG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr erfolgte mit dem Erwerb des RUFUS-Portfolios, bestehend aus acht Objekten mit einer Gesamtfläche in Höhe von 9.107 qm und Anschaffungskosten (brutto) in Höhe von 9,18 Mio. €, die bislang volumenstärkste Akquisition der Unternehmenshistorie. Der zum Erwerbszeitpunkt bestehende Leerstand der Objekte in Höhe von ca. 25 % konnte mittlerweile auf etwa 15 % deutlich reduziert werden. Nach dem Abschluss der laufenden Renovierungsmaßnahmen soll zeitnah ein für die BAWOAG üblicher Leerstand unterhalb von 5 % erreicht werden.

Darüber hinaus hat die BAWOAG in 2019 mit dem Erwerb des „NRW II“-Portfolios einen weiteren nennenswerte Akquisition getätigt. Das insgesamt 6 Bestandsobjekte und eine Grundfläche in Höhe von rund 5.800 qm umfassende Portfolio wurde zu einem Gesamtkaufpreis von 6,48 Mio. € erworben. Mit dem Erwerb steigert die BAWOAG die jährlichen Mieterlöse um 0,48 Mio. €, wobei im Zuge von Nachvermietungen (Vermietungsstand: 95 %) oder von Optimierungsmaßnahmen eine Steigerung auf über 0,50 Mio. € möglich ist.

Bei einem Investitionsvolumen in einem niedrigen einstelligen Millionenbereich (größte Investition in ein Einzelobjekt: 3,58 Mio. € brutto) bewegt sich die Gesellschaft dabei grundsätzlich in einem Segment, das volumenmäßig unterhalb des Radars institutioneller Investoren liegt, jedoch für Privatpersonen zu groß ist. Das Zielvolumen gemäß Ankaufskriterien der BAWOAG liegt in einer Spannbreite von 1 bis 10 Mio. €. Mit dem internen Architektur-Know-How im wohnwirtschaftlichen Bereich wird dabei sichergestellt, dass hochwertige und marktkonforme Objekte realisiert und aufgekauft werden. Gemäß der Buy-and-Hold-Strategie soll das aufgekaufte Wohn- und Gewerbeportfolio langfristig zu Renditezwecken gehalten werden. Im geringen Umfang und sofern Leerstand vorherrscht, sollen im Zuge von Umbau- und Renovierungsmaßnahmen weitere Renditepotenziale gehoben werden. Die aktuelle Leerstandsquote beläuft sich auf 5,0 %.

Immobilienbestandsportfolio der BAWOAG

Witten (Theodor-Heuss Straße 2)



Kaufpreis: 3.943.947 €
Gesamtfläche: 3.217 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 1.282 qm / 1.935 qm
Kaufpreis/qm: 1.226 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 255.000 € / 310.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 6,5 %

Witten (Ruhrstraße 58)



Kaufpreis: 600.700 €
Gesamtfläche: 1.012 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 900 qm / 112 qm
Kaufpreis/qm: 594 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 53.000 € / 56.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 8,8 %

Soest (Rathausstraße 3)



Kaufpreis: 1.077.644 €
Gesamtfläche: 800 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 160 qm / 640 qm
Kaufpreis/qm: 1.347 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 72.000 € / 72.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 6,7 %

Gelsenkirchen (Elisabethstraße 19,21)



Kaufpreis: 383.350 €
Gesamtfläche: 780 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 780 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 491 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 46.000 € / 50.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 12,0 %

Herne (Wilhelmstraße 54-60)



Kaufpreis: 872.802 €
Gesamtfläche: 1.200 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 1.200 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 727 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 80.000 € / 88.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 9,2 %

Hagen (Neumarktstraße 2)



Kaufpreis: 639.268 €
Gesamtfläche: 763 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 623 qm / 140 qm
Kaufpreis/qm: 838 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 50.520 € / 50.520 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,9 %

Hagen (Hohenzollernstr. 13)



Kaufpreis: 1.329.200 €
Gesamtfläche: 578 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 458 qm / 120 qm
Kaufpreis/qm: 2.300 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 86.000 € / 74.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 6,5 %

Hagen (Tillmannstr. 7)



Kaufpreis: 310.210 €
Gesamtfläche: 750 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 170 qm / 580 qm
Kaufpreis/qm: 414 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 32.000 € / 40.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 10,3 %

Dortmund (Berghofer Str. 100a)



Kaufpreis: 1.217.805 €
Gesamtfläche: 715 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 715 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 1.703 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 48.000 € / 51.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 3,9 %

Hemer (Friedrich Grohe Straße)



Kaufpreis: 1.315.481 €
Gesamtfläche: 756 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 756 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 1.740 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 57.500 € / 60.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 4,4 %

Witten (Berlinerstraße 7)



Kaufpreis: 1.960.878 €
Gesamtfläche: 2.310 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 920 qm / 1.390 qm
Kaufpreis/qm: 849 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 171.000 € / 180.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 8,7 %

Essen (Heinrich-Strunk-Straße 60)



Kaufpreis: 366.600 €
Gesamtfläche: 377 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 377 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 972 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 27.000 € / 27.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,4 %

Duisburg (Wanheimer Str. 15; Heerstraße 136)



Kaufpreis: 587.400 €
Gesamtfläche: 988 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 896 qm / 92 qm
Kaufpreis/qm: 595 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 60.000 € / 65.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 10,2 %

Essen (Huestraße 145 ,147)



Kaufpreis: 875.500 €
Gesamtfläche: 947qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 203 qm / 744 qm
Kaufpreis/qm: 924 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 61.100 € / 66.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,0 %

Dortmund (Friedenstrasse 41 – 43)



Kaufpreis: 1.265.260 €
Gesamtfläche: 1.557 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 0 qm / 1.557 qm
Kaufpreis/qm: 813 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 92.100 € / 100.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,3 %

Duisburg (Theodor-Heuss-Straße 69)



Kaufpreis: 1.512.000 €
Gesamtfläche: 1.500 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 0 qm / 1.500 qm
Kaufpreis/qm: 1.008 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 127.000 € / 127.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 8,4 %

Dortmund (Roßbachstr. 1, Rahmerstr. 24, 26 und 36)



Kaufpreis: 1.792.000 €
Gesamtfläche: 1.931 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 1.258 qm / 673 qm
Kaufpreis/qm: 928 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 132.000 € / 145.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,4 %

Dortmund (Krimstr. 2)



Kaufpreis: 3.584.000 €
Gesamtfläche: 3.222 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 630 qm / 2.592 qm
Kaufpreis/qm: 556 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 272.000 € / 272.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,6 %

Hagen (Selbeckerstr. 106)



Kaufpreis: 537.600 €
Gesamtfläche: 555 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 555 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 969 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 31.500 € / 35.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 5,9 %

Hagen (Schlickmannstr. 7/9)



Kaufpreis: 571.200 €
Gesamtfläche: 898 qm
Wohnfläche/Gewerbefläche: 898 qm / 0 qm
Kaufpreis/qm: 636 €
Mieteinnahmen p.a. Ist/Soll: 44.500 € / 50.000 €
Mietrendite auf Kaufpreis (brutto): 7,8 %

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Geschäftsführung der Gesellschaft

Dipl.-Ing. Architekt Wolfgang Willers

Der geschäftsführende Gesellschafter Wolfgang Willers ist seit über 30 Jahren erfolgreich am Immobilienmarkt tätig. Er ist Gründer und geschäftsführender Gesellschafter von Willers Architekten + Ingenieure, einem in 1984 gegründeten Architekturbüro, welches eine Vielzahl von Bauprojekten in NRW begleitet hat. Zudem ist Dipl.-Ing. Willers geschäftsführender Gesellschafter der West WOHNBAU GmbH, einem Bauunternehmen, das die komplette Abwicklung von Bauvorhaben, insbesondere im Bereich des barrierefreien und seniorengerechten Wohnbaus, bis hin zur Veräußerung übernimmt. Zugleich ist Herr Willers ein Sachverständiger für die Wertermittlung von Grundstücken in NRW sowie für Schall- und Wärmeschutz im Hochbau. Abgerundet wird sein Profil durch eine Lehrbeauftragtenstelle der Universität Gießen für barrierefreies Wohnen.

Architektur Dipl.-Ing. Matthias Hamm

Nach dem Abitur an der Waldorfschule Mannheim und einer Zimmereilehre bei Heidelberg, hat Matthias Hamm das Architekturstudium an der Hochschule Trier und der Architectural Association in London jeweils mit Diplom abgeschlossen und ist freischaffender Architekt der Architektenkammer Hessen und chartered Architect des Royal Institute of British Architects in London. Er war, nach seiner Mitarbeit bei Prof. Hoechstaeetter in Darmstadt und bei Foster & Partners in London, 1998 Gründungspartner von Bluebase Architects in London und leitet seit 2006 das eigenständige Architekturbüro spaceAgent Architects in London, mit Projekten in London, Spanien, Deutschland. Matthias Hamm hat viele Jahre in London, Barcelona und Brüssel gelebt. Er spricht Deutsch, Englisch, Französisch und Spanisch und ist sehr an politisch-sozialen Projekten wie z.B. Teenhold interessiert, sowie an cutting-edge tech/arts und Tagespolitik interessiert.

MARKT UND MARKTUMFELD

Wie dargestellt, agiert die BAWOAG in erster Linie als Immobilienbestandshalter (Gewerbe- und Wohnimmobilien) mit dem regionalen Fokus auf NRW, vorzugsweise im Raum Dortmund, Essen, Bochum und Witten. Damit werden vornehmlich so genannte B- und C-Standorte des Ruhrgebietes bevorzugt, die, im Gegensatz zu den A-Lagen, noch vergleichsweise günstige Einstiegsmöglichkeiten aufweisen. Vor dem Hintergrund der erwarteten positiven Entwicklung an den Immobilienmärkten ergeben sich daraus attraktive Renditepotenziale.

Zinsentwicklung als wichtiger Nachfragefaktor

Ein wichtiger Treiber des deutschen Gesamtimmobilienmarktes ist das unverändert historisch niedrige Zinsniveau. Gemäß Zinsstatistiken der Deutschen Bundesbank wiesen die in 2018 an Privathaushalte vergebenen Wohnungsbaukredite einen Zinssatz von 1,7 % auf und lagen damit im nunmehr vierten Jahr in Folge unterhalb von 2,0 %. Gegenüber der Jahrtausendwende, als vergleichbare Kredite mit einem Zinssatz oberhalb von 6,0 % ausgestattet waren, stellt dies einen wichtigen Nachfragefaktor nach Immobilieneigentum dar:

Effektivzinsentwicklung bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

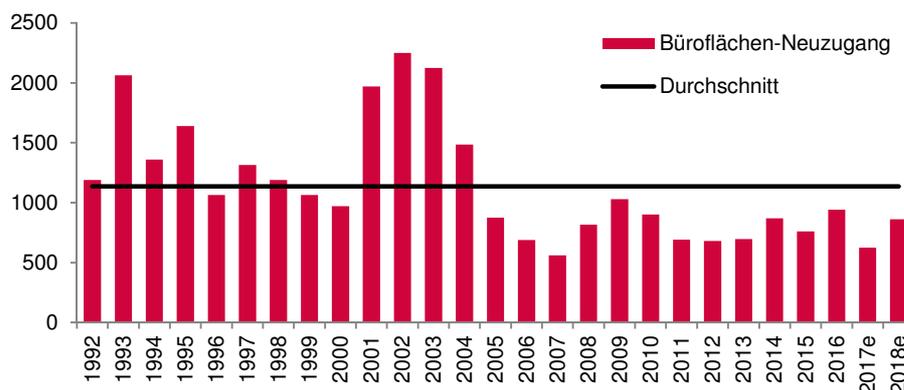
Der Hypothekenzins ist dabei sehr stark abhängig von der EZB-Leitzinsentwicklung. Finanzexperten gehen davon aus, dass der Leitzins sein historisch niedriges Niveau (aktuell: 0,0%; 2009: ca. 4,5%) auch in naher Zukunft beibehalten wird. Die EZB selbst hat bekannt gegeben, dass die Leitzinsen aber mindestens bis "über den Sommer 2019" hinaus auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben werden. Entsprechend sollten auch die günstigen Finanzierungskonditionen bei Hypothekendarlehen weiter fortbestehen.

Die Nachfrage nach deutschen Immobilien wurde neben dem niedrigen Zinsniveau aber auch zusätzlich durch fehlende Anlagealternativen bei inländischen und ausländischen Investoren beflügelt. Im Vergleich zu risikoarmen Anleihen (Rendite 10jährige deutsche Staatsanleihe: 0,21%; Stand Januar 2019) ließen sich mit Immobilieninvestments immer noch ansehnliche Renditen erzielen. So können laut einer aktuellen Studie (Die 5% Studie 2018) der Immobilienexperten von Bulwiengesa mit bspw. Gewerbeimmobilien mindestens 3,0% Rendite (IRR) erwirtschaftet werden. In einigen Teilsegmenten, wie bspw. Gewerbeparks, liegen die aktuellen Renditen mit rund 6,0% sogar noch deutlich höher.

Angebotsentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien

Das Volumen an neuen Immobilien bzw. Immobilienflächen konnte mit der zunehmenden Nachfrage in den letzten Jahren nicht Schritt halten. Im Bereich Büroimmobilien beispielsweise bewegen sich die Flächenneuzugänge seit 2004 in einem Korridor zwischen 500.000 und 1.000.000 Quadratmeter. Obwohl die Büroflächen-Neuzugänge seit 2007 fast kontinuierlich angestiegen sind, konnten sie bisher kein hohes Niveau erreichen und sind zudem deutlich von den Rekordwerten der Jahre 2001 bis 2003 entfernt. Auch für die Jahre 2017 und 2018 wird lediglich mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung gerechnet.

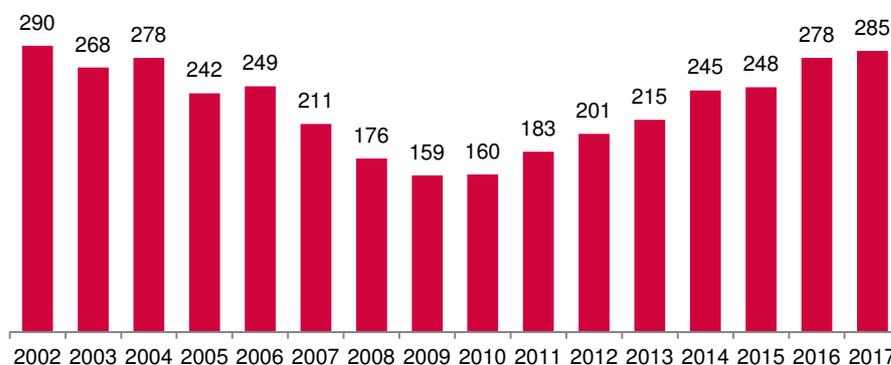
Flächenneuzugänge bei Büroimmobilien (Fläche in Tausend Quadratmeter)



Quelle: DG HYP; GBC AG

Auch auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt kam es in den vergangenen Jahren zu einer ähnlichen Entwicklung. Nach wie vor liegt die Anzahl der Wohnungsfertigstellungen deutlich unterhalb der Nachfrage, was ein gutes Indiz für eine bestehende Nachfragerücke ist. Das Institut der deutschen Wirtschaft sieht den jährlichen Bedarf an neuen Wohnungen bei 350.000, ein Wert, welcher in den vergangenen Jahren stets unterschritten wurde. Die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen hat zwar seit 2009 um 79,2% auf 285.000 Wohnungen zugenommen, es besteht aber ein weiterhin hoher Nachfrageüberhang nach Wohnungen.

Entwicklung der fertiggestellten Wohnungen in Deutschland (in Tausend)

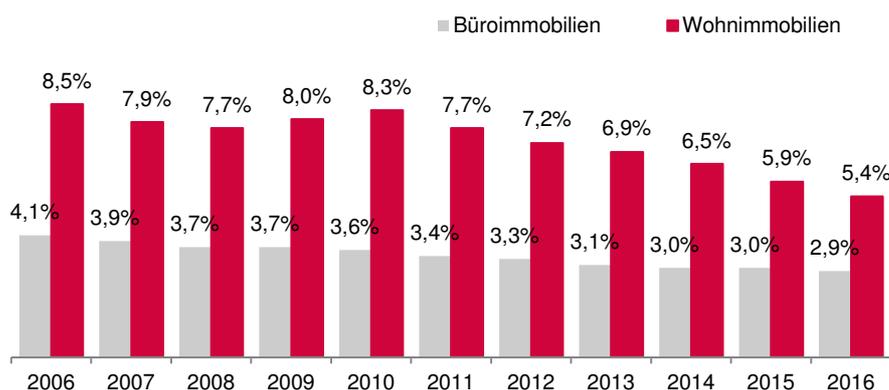


Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Gemäß dem Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) soll die Anzahl der inländischen Haushalte bis 2030 um gut 500.000 ansteigen. Diese zusätzliche Nachfrage auf dem deutschen Wohnungsmarkt wird unseres Erachtens nicht durch den zusätzlichen Wohnungsneubau gedeckt werden können. Dieser lag im vergangenen Jahr

bei rund 285.000 Wohnobjekten. Laut Studienautoren von BBSR wird darüber hinaus die durchschnittliche Haushaltsgröße in Deutschland weiter sinken. Dies wiederum bedeutet, dass die Zahl der Haushalte stärker als die Bevölkerungszahl zunehmen wird. 70% der 37,4 Mio. Haushalte sind Ein- und Zweipersonenhaushalte, in den größten Städten liegt die Quote mit 80,0% sogar noch höher. Der Trend zum kleineren Haushalt, Zuwanderungsströme in die Städte, aber auch die günstigen Finanzierungsbedingungen bei einer guten Arbeitsmarktlage und fehlenden Anlagealternativen sind hier die wichtigsten Treiber.

Entwicklung der Leerstandsquoten

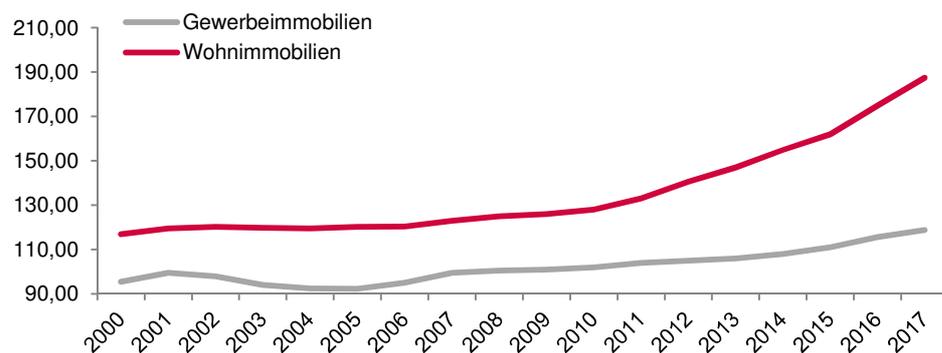


Quelle: Statista; GBC AG

Ein wesentlicher Aspekt des aktuellen Nachfrageüberhangs ist die über die vergangenen Jahre anhaltende sukzessive Reduktion der Leerstandsquoten. Deutschlandweit haben sich die Leerstände bei Wohnimmobilien zwischen 2006 und 2016 von 8,5 % auf 5,4 % nahezu halbiert. Ähnliches gilt für die Leerstandsentwicklung bei Büroimmobilien, mit einer ebenfalls spürbaren Reduktion der freien Flächen.

Preisentwicklung bei Gewerbe- und Wohnimmobilien

Indexentwicklung bei Wohn- und Gewerbeimmobilien



Quelle: vdp; GBC AG

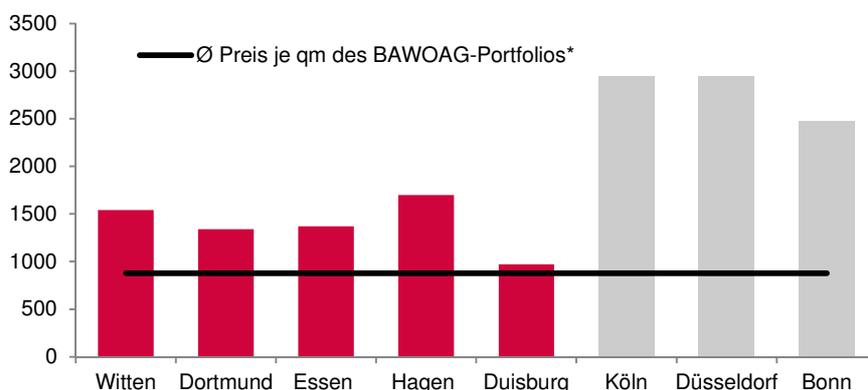
Die Folge des starken Nachfrageüberhangs ist der in den vergangenen Jahren gut sichtbare starke Anstieg bei den Immobilienpreisen. Dabei ist die Preisentwicklung seit 2015 ununterbrochen aufwärtsgerichtet. Laut einer Studie von Bulwiengesa sind die Wohnimmobilienpreise von 2005 bis 2017 um rund 56,0% angestiegen. Ebenso konnten gemäß den Immobilienexperten die Gewerbeimmobilienpreise im gleichen Zeitraum um ca. 29,0% zulegen. Dieser positive Trend auf den deutschen Immobilienmärkten scheint sich fortzusetzen.

Marktentwicklung der BAWOAG-Regionen

Wohnimmobilien in den BAWOAG-Regionen

Der Fokus der BAWOAG liegt klar auf den Städten entlang der Ruhr, mit den größten Immobilienbeständen in Witten, Dortmund, Essen, Hagen und Herne. Hier handelt es sich insbesondere um Standorte, die sowohl im bundesweiten Vergleich als auch innerhalb des eigenen Bundeslandes Nordrhein-Westfalen noch vergleichsweise günstige Einstiegsniveaus bieten. Während in den so genannten A-Städten Köln, Düsseldorf und Bonn beim Wohnungskauf jeweils Preisniveaus ab ca. 2.500 €/qm vorliegen, liegen die Kaufpreise in der Ruhrregion noch deutlich darunter.

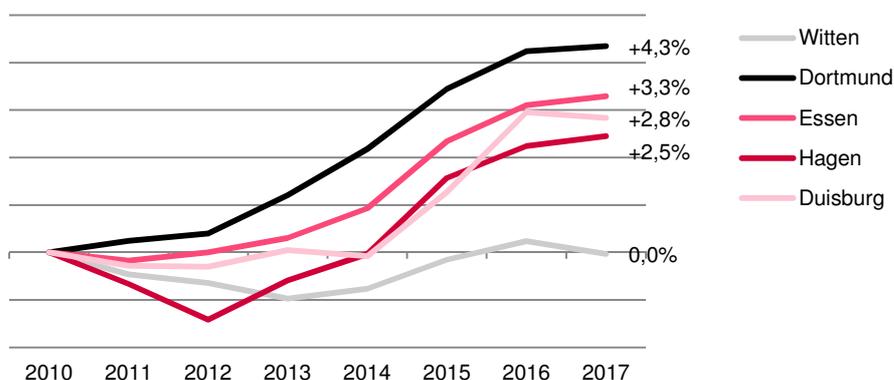
Kaufpreise für Wohnungen in NRW (in €/qm)



Quelle: wohnungsbörse.net, immowelt.de; GBC AG *Einkaufspreise in €/qm (exkl. selbst erstellte Gebäude)

Konsequenterweise ergibt sich bei den Mietpreisniveaus ein ähnliches Bild, mit den höchsten durchschnittlichen Mietpreisen in den genannten drei A-Städten (9,99 €/qm – 11,15 €/qm), denen in den Ruhrstädten ein erheblich niedrigeres Mietpreisniveau gegenübersteht. Beispielsweise müssen in Witten durchschnittlich 6,29 €/qm, in Dortmund 7,01 €/qm und in Hagen 5,52 €/qm fürs Wohnen bezahlt werden. Es liegt zwar auf der Hand, dass diese Standorte sowohl wirtschaftlich als auch von der Einwohnerentwicklung vergleichsweise schwächer als die genannten A-Städte sind, hier sind jedoch Aufholendenzen ersichtlich. Die Bevölkerungsstatistiken der hier aufgeführten, von der BAWOAG besonders adressierten Ruhr-Städte, zeigen in den vergangenen Kalenderjahren dabei eine zumeist aufwärtsgerichtete Tendenz.

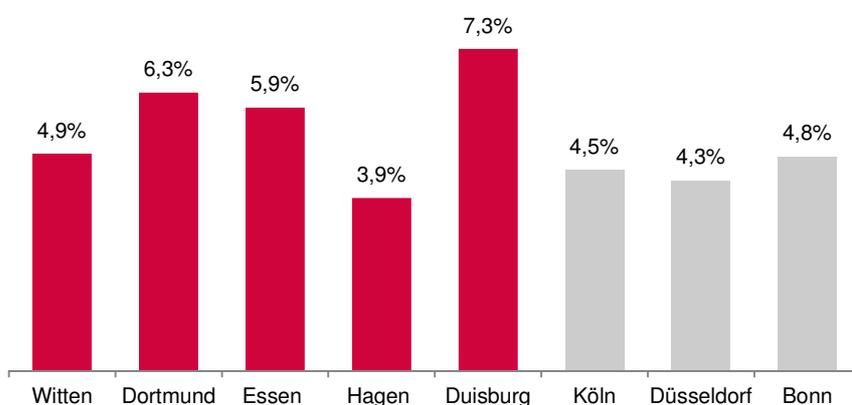
Bevölkerungsentwicklung in den BAWOAG-Regionen



Quelle: Statistische Ämter der genannten Städte; GBC AG

Demnach weisen auch die explizit betrachteten Städte eine im gesamtdeutschen Vergleich ähnliche Entwicklung auf. Tendenziell lassen sich hier, vor dem Hintergrund einer rückläufigen Entwicklung der Leerstände sowie einer bevölkerungsbedingten höheren Nachfrage nach Wohnimmobilien, steigende Immobilienpreise beobachten. Zwischen 2011 und 2017 legten bei den hier gesondert betrachteten Städten die Quadratmeterpreise für eine 60 qm-Wohnung um durchschnittlich 20,2 % zu. Dieser Anstieg liegt zwar unterhalb des Preisanstiegs bei den der A-Städte in NRW (Köln: +63,9 %, Düsseldorf: +57,8 %, Bonn: +59,0 %), es liegen hier jedoch noch Aufholpotenziale vor. Zumal die durchschnittlichen Mietrenditen bei Wohnimmobilien, auch auf Basis der gestiegenen Kaufpreise, mit durchschnittlich 5,7 % deutlich höher als in den besten Lagen Nordrhein-Westfalens sind:

Durchschnittliche Mietrendite (in %)



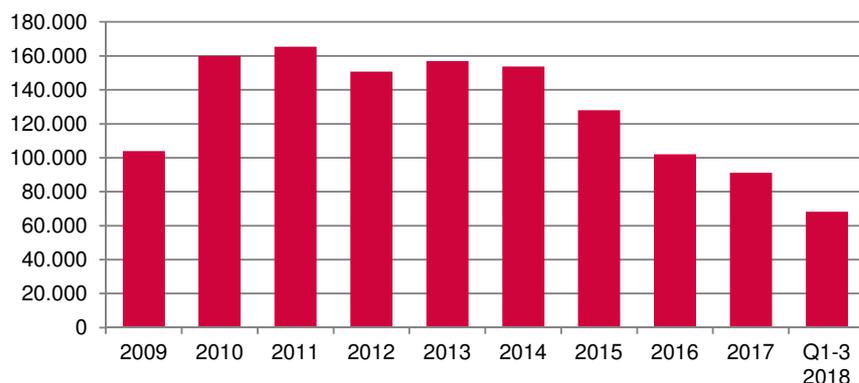
Quelle: wohnungsbörse.net, immowelt.de; GBC AG

Gewerbeimmobilien in den BAWOAG-Regionen

Das Ankaufs- und Bestandsprofil der BAWOAG umfasst neben Wohnimmobilien auch den Bereich der Gewerbeimmobilien, mit Fokus auf Büro und Einzelhandel. Unserem Verständnis nach sind die Gewerbeflächen des BAWOAG-Bestands jedoch in erster Linie über den Erwerb der Wohnobjekte (Wohnimmobilien mit Gewerbeflächen im Erdgeschoss) hinzugekommen. Eine Ausnahme hierzu bilden das Bürohaus in der Dortmunder Friedenstraße sowie die DEKRA-Niederlassung in Duisburg, die mit rund 3.000 qm ausschließlich aus Gewerbeflächen bestehen. Die Gewerbeflächen des BAWOAG-Bestandes verteilen sich in erster Linie auf Dortmund und Witten, wobei auch Objekte in Essen, Hagen und Soest jeweils im kleinen Umfang Gewerbeflächen aufweisen.

Im Rahmen dieser Marktanalyse werden wir, mangels belastbarer Marktdaten, lediglich den Markt für Büroimmobilien in Dortmund herausgreifen. Auffällig ist dabei die vergleichsweise solide Entwicklung (mit leicht aufwärtsgerichteter Tendenz) der Büromieten in den vergangenen Jahren, die gemäß Statistiken von BNP Paribas Real Estate, Ende 2017 bei 14,00 €/qm (Spitzenmiete) lag. In 2018 legte die Spitzenmiete jedoch signifikant um 13 % auf fast 15,80 €/qm zu. Eines der wesentlichen Faktoren für diese Entwicklung ist der seit 2013 deutlich sichtbare Rückgang der freien Flächen. Innerhalb 2018 reduzierten sich die freien Flächen um rund 25 % und die Leerstandsquote beläuft sich zum Ende des dritten Quartals 2018 auf lediglich 2,4 %. Damit liegt die Leerstandsquote sogar unterhalb der notwendigen Fluktuationsreserve.

Freie Büroflächen in Dortmund (in qm)



Quelle: BNP Paribas Real Estate; GBC AG

Zusammenfassend gilt es festzuhalten, dass die BAWOAG in einem Marktumfeld tätig ist, welches mittlerweile eine mehrere Jahre anhaltende Aufwärtstendenz aufweist. Zusätzlich dazu geht die regionale Fokussierung der Gesellschaft auf den B- und C-Lagen der Ruhrregion mit attraktiven Aufholpotenzialen einher. Hohe Mietrenditen und niedrige Einstiegspreise sind die kennzeichnenden Faktoren dieser für die BAWOAG entscheidenden Mikrolagen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	0,52	1,34	2,08	2,66	3,41
sonstige betriebliche Erträge	0,02	0,04	0,05	0,06	0,15
Personalaufwand	-0,02	-0,06	-0,10	-0,13	-0,16
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,43	-0,97	-0,65	-0,75	-0,80
EBITDA	0,09	0,35	1,38	1,84	2,60
Abschreibungen	-0,10	-0,26	-0,52	-0,65	-0,82
EBIT	-0,01	0,09	0,86	1,19	1,78
Finanzerträge/Erträge aus Tochterges.	0,10	0,53	0,00	0,16	0,21
Zinsaufwendungen	-0,12	-0,60 ¹	-0,50	-0,68	-0,83
Steuern	0,00	0,00	0,00	-0,12	-0,21
JÜ	-0,03	0,02	0,36	0,55	0,95
EBITDA	0,09	0,35	1,38	1,84	2,60
in % der Umsatzerlöse	17,3%	26,4%	66,3%	69,1%	76,1%
EBIT	-0,01	0,09	0,86	1,19	1,78
in % der Umsatzerlöse	-2,0%	7,1%	41,2%	44,8%	52,2%

Quelle: BAWOAG; GBC AG;¹ hier sind einmalige Provisionen iHv. 0,26 Mio. € (Mezzanine-Kapital Exporo) enthalten

Hinweis: Die Umsatzerlöse des Geschäftsjahre 2017 und 2018 enthalten, neben der Nettomiete, auch die abgerechneten Nebenkosten. Die entsprechende Gegenposition der Nebenkosten ist in den sonstigen Aufwendungen enthalten. Da wir ab 2019 jedoch keine Nebenkosten prognostizieren, fallen die Umsätze sowie die sonstigen Aufwendungen etwas niedriger aus.

Historische Geschäftsentwicklung

in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	0,14	0,23	0,52	1,34
EBITDA	0,03	0,09	0,09	0,35
EBIT	-0,02	0,03	-0,01	0,10
Jahresüberschuss	-0,05	-0,02	-0,06	0,02

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Hinweis: Die Jahresabschlüsse der BAWOAG wurden und werden auch künftig nach den konservativen Grundlagen des Handelsgesetzbuches (HGB) erstellt. Dies impliziert, dass in der Gewinn- und Verlustrechnung und in der Bilanz der Gesellschaft nicht die im Peer-Group-Vergleich üblichen Marktwerte (Fair Value) des Objektportfolios wiedergegeben werden. Zudem findet eine regelmäßige Abschreibung der Immobilienwerte statt, was mit einer ergebniswirksamen, jedoch nicht liquiditätswirksamen, Reduktion der bilanziellen Werte einhergeht.

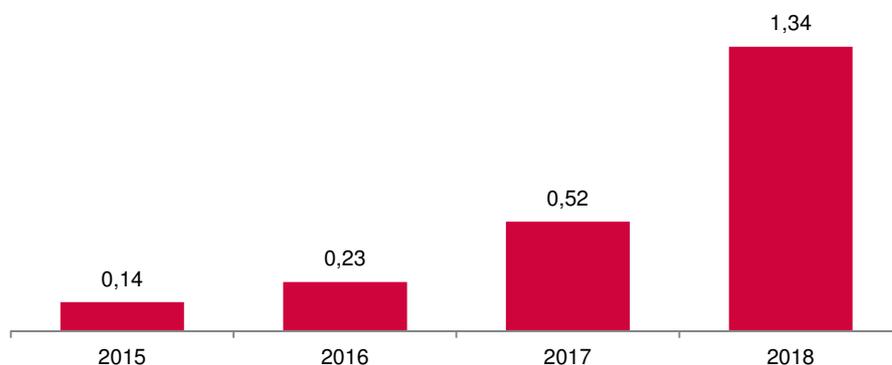
Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der BAWOAG wird, als typisches Merkmal für Immobilienbestandhalter, vom Vermietungsgeschäft bestimmt. Folglich setzen sich die Umsatzerlöse der Gesellschaft nahezu ausschließlich aus den Mieteinnahmen und den dazugehörigen weiterbelasteten Nebenkosten zusammen. Bis zum Geschäftsjahr 2016 umfasste das Bestandsportfolio der BAWOAG lediglich zwei eigenentwickelte Objekte in Dortmund und Hemer, womit insgesamt Mieterlöse von ca. rund 100.000 € erzielt wurden. Erst zum Ende des Geschäftsjahres 2016 fand mit den ersten Objektakquisitionen eine starke Belebung der Geschäftsentwicklung der BAWOAG statt, was sich entsprechend in einer signifikanten Anhebung des Umsatzniveaus wiederfindet. Die Investitionsgeschwindigkeit wurde dabei über die vergangenen drei Geschäftsjahre kontinuierlich gesteigert, mit dem Höhepunkt im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018, in dem Objekte in einem Volumen in Höhe von 10,94 Mio. € erworben wurden.

Jahr	Objekt	Kaufpreis (inkl. Nebenkosten)	Kaufpreis in €/qm
2016	Witten (Berlinerstr.)	1,96 Mio. €	900 €
	Essen (Heinrich-Strunk-Str.)	0,37 Mio. €	1.027 €
2017	Duisburg (Wannheimer Str.; Heerstr.)	0,58 Mio. €	670 €
	Essen (Huestr.)	0,88 Mio. €	928 €
	Dortmund (Friedenstr.)	1,27 Mio. €	813 €
	Witten (Th.-Heuss Str.)	3,94 Mio. €	1.278 €
	Witten (Ruhrstr.)	0,60 Mio. €	609 €
	Soest (Rathausstr.)	1,08 Mio. €	1.377 €
	Gelsenkirchen (Elisabethstr.)	0,38 Mio. €	491 €
2018	Herne (Wilhelmstr.)	0,87 Mio. €	732 €
	Hagen (Neumarktstr.)	0,64 Mio. €	838 €
	Hagen (Hohenzollern)	1,33 Mio. €	2.304 €
	Hagen (Tillmannstr.)	0,31 Mio. €	486 €
	Duisburg (Theodor-Heuss-Str.)	1,52 Mio. €	1.008 €

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Analog zum deutlichen Ausbau der Investitionsaktivitäten legten die Umsatzerlöse sukzessive von 0,14 Mio. € (GJ 2015) auf 1,34 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr zu. Die jährliche Ist-Miete (netto) des aktuellen Objektbestandes beläuft sich auf 1,45 Mio. €. Der Unterschied zu den 2018er Mieterlösen ergibt sich aus der noch fehlenden ganzjährigen Auswirkung der im Laufe des Jahres neu hinzugekommenen Objekte.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

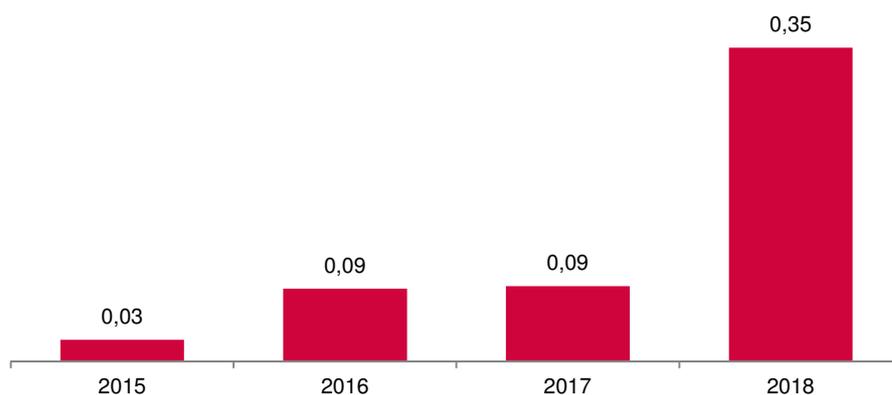


Quelle: BAWOAG; GBC AG

Als Folge der erreichten Umsatzsteigerung wurden eine verbesserte Kostendeckung und damit die Hebung von Skaleneffekten ersichtlich. Zudem war die Gesellschaft in der Lage, die im Zusammenhang mit den höheren Investitionsaktivitäten deutlich gestiegenen operativen Kosten aufzufangen. Die Kostensteigerungen stehen dabei direkt mit den Immobilienkäufen sowie darüber hinaus mit den erfolgten Finanzierungsmaßnahmen (EK-Beschaffung, FK-Beschaffung, Ausgabe Wandelanleihe) in Verbindung.

Grundsätzlich verfügt aber die BAWOAG über eine vergleichsweise schlanke Kostenstruktur. Da die Geschäftsführung innerhalb der Komplementärin WW Verwaltungs GmbH gebündelt wird, fallen laufende Management Fees für die Verwaltung und sonstige Dienstleistungen an. Zudem wird das Kostenbild der BAWOAG von direkten Objektkosten (kalk. Leerstand, Nebenkosten, Instandhaltung etc.) geprägt. In 2018 lagen die operativen Kosten bei 0,99 Mio. € und damit erstmals nennenswert unterhalb des Umsatzniveaus. Die Folge: ein deutlicher Anstieg des EBITDA auf 0,35 Mio. €, nachdem in den Vorjahren jeweils deutlich niedrigere operative Ergebnisse erwirtschaftet wurden.

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: BAWOAG; GBC AG

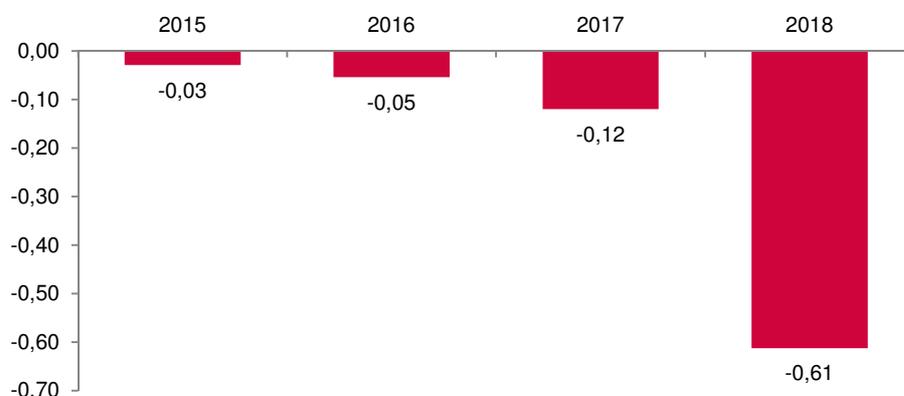
Parallel zum Ausbau des Immobilienbestandes kletterten die Abschreibungen, vom niedrigen Niveau kommend, auf zuletzt 0,26 Mio. € (2017: 0,10 Mio. €). Im Zuge der erwarteten weiteren Investitionen sollten die Abschreibungen dabei an Bedeutung gewinnen.

Die gleiche Tendenz ist bei den Finanzaufwendungen zu beobachten. Gemäß Gesellschaftsangaben wird beim Objekterwerb eine Fremdfinanzierungsquote von ca. 75 % bis 80 % angestrebt. Die erfolgten Investitionen der vergangenen Geschäftsjahre haben

demnach einen Anstieg der Bankverbindlichkeiten auf 16,12 Mio. € (inkl. Wandelanleihe) nach sich gezogen, nachdem noch zum Ende des Geschäftsjahres 2015, also noch vor Beginn der Investitionsphase, Bankverbindlichkeiten in Höhe von lediglich 2,01 Mio. € ausgewiesen wurden. Die in der Regel besicherten Darlehen sind mit Zinsen zwischen 1,54 % und 2,75 % ausgestattet, wobei unseren Berechnungen zur Folge der durchschnittliche Zins bei 2,21 % liegt.

Der Finanzaufwand des vergangenen Geschäftsjahres enthält einmalige Aufwendungen, die im Zusammenhang mit dem in 2018 aufgenommenen Mezzanine-Kapital (Exporo) in Höhe von rund 1,04 Mio. € stehen. Alle damit in Verbindung stehenden Kosten sowie auch die dazugehörigen Zinsen mussten im vergangenen Geschäftsjahr berücksichtigt werden. Für die Folgejahre werden die Finanzaufwendungen daher nur unterproportional zulegen.

Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die deutlich höheren Finanzaufwendungen wurden aber zum Teil durch einmalige Erträge aus dem Verkauf der ehemaligen Hertie-Liegenschaft in der Fußgängerzone von Velbert kompensiert. Das Objekt wurde in 2017 erworben und nach einer nur kurzen Haltedauer im Mai 2018 mit einem hohen Gewinn veräußert. Der gemäß Abführungsvertrag von der 100%igen Tochtergesellschaft vereinnahmte Gewinn hatte Finanzerträge in Höhe von 0,53 Mio. € ausgelöst.

Unterm Strich hat die BAWOAG mit 0,02 Mio. € ein leicht positives Nachsteuerergebnis erreicht. In den vergangenen Geschäftsjahren hatte die Gesellschaft ein jeweils leicht negatives EAT erreicht.

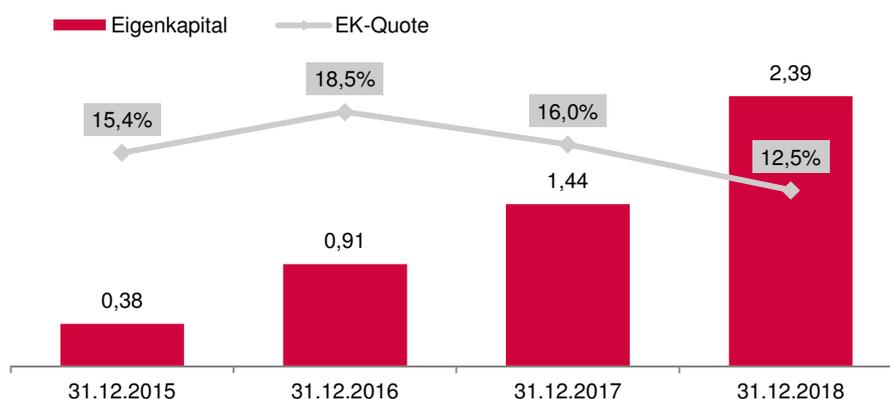
Bilanzielle Situation zum 31.12.2018

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	0,38	0,91	1,44	2,39
Eigenkapitalquote	15,4%	18,5%	16,0%	12,5%
Anlagevermögen	2,44	4,68	7,77	18,41
Finanzverbindlichkeiten	2,01	3,84	7,02	16,12
Liquide Mittel	0,02	0,12	0,02	0,29

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die BAWOAG hat zur Finanzierung der intensiven Investitionsaktivitäten eine Reihe von Kapitalmaßnahmen durchgeführt. In den vergangenen drei Geschäftsjahren wurde zum Stichtag 31.12.2018 durch die Ausgabe von insgesamt 1,13 Mio. Aktien frisches Eigenkapital in Höhe von 1,30 Mio. € eingeworben. Trotz der größtenteils noch negativen Ergebnissituation der vergangenen Geschäftsjahre (Ausnahme: 2018) kletterte damit das Eigenkapital auf zuletzt 2,39 Mio. €. Nach dem Bilanzstichtag wurde im Rahmen einer weiteren Kapitalerhöhung Kapital in Höhe von 0,49 Mio. € eingeworben und entsprechend das Eigenkapital weiter gesteigert.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)

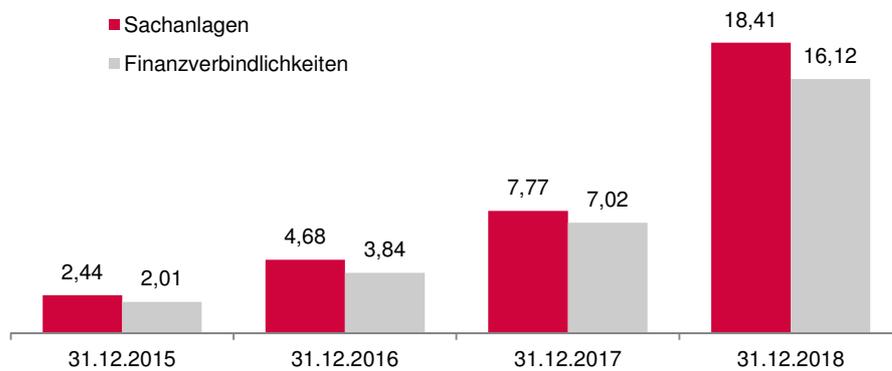


Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die dazugehörige EK-Quote in Höhe von 12,5 % ist entsprechend der Finanzierungsstrategie der BAWOAG zwar vergleichsweise niedrig, für einen Immobilienbestandhalter unseres Erachtens jedoch ausreichend und bildet zudem die hohe Investitionsgeschwindigkeit der vergangenen Jahre ab. Die niedrige EK-Quote ist aber in erster Linie der HGB-Bilanzierung und damit den ergebniswirksamen Abschreibungen auf das Immobilienportfolio geschuldet. Nach IFRS würde die BAWOAG, aufgrund des Fair Value-Ansatzes bei der Immobilienbewertung, ein deutlich höheres Eigenkapital aufweisen.

Entsprechend der getätigten Investitionen erhöhte sich der Bilanzwert des Immobilienvermögens ebenfalls deutlich auf 18,41 Mio. €. Dieser Wert entspricht den Anschaffungskosten bzw. Baukosten der Immobilien, abzüglich der Abschreibungen. Analog zu den erfolgten Investitionen in 2018 in Höhe von 10,94 Mio. € legte das Sachanlagevermögen im abgelaufenen Geschäftsjahr in etwa um diesen Betrag zu. Der Finanzierungsstrategie folgend kletterten auch die Finanzverbindlichkeiten (in der Regel besicherte Bankdarlehen) deutlich.

Sachanlagevermögen und Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: BAWOAG; GBC AG

PROGNOSEN UND BONITÄTSKENNZAHLEN

Prognosegrundlage: bestehendes Portfolio

Die Basis für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen stellt in erster Linie das mittlerweile auf 25 Liegenschaften aufgebaute Bestandsportfolio dar, bestehend aus rund 250 Wohn- und Gewerbeeinheiten. Das nahezu vollständig vermietete Portfolio umfasst dabei eine Gesamtfläche von 24.856 qm, wovon 12.761 dem Wohnbereich und 12.075 qm dem Gewerbebereich zugeordnet wird. Unter Berücksichtigung des aktuellen Leerstandes in Höhe von 5,0 % belaufen sich die vertraglich gesicherten Mieterlöse (netto) auf 1,80 Mio. € p.a., was, bezogen auf die Anschaffungskosten (brutto) in Höhe von 24,74 Mio. €, einer durchschnittlichen Mietrendite von 7,3 % entspricht.

Objekt	Mieterlöse (netto)	Mietrendite (brutto)*	Jahr des Erwerbs
Witten (Th.-Heuss Str.)	255.000 €	6,5%	2016
Witten (Ruhrstr.)	53.000 €	8,8%	2018
Soest (Rathausstr.)	72.000 €	6,7%	2018
Gelsenkirchen (Elisabethstr.)	46.000 €	12,0%	2018
Herne (Wilhelmstr.)	80.000 €	9,2%	2018
Hagen (Neumarktstr.)	50.520 €	7,9%	2018
Hagen (Hohenzollern)	86.000 €	6,5%	2018
Hagen (Tillmannstr.)	32.000 €	10,3%	2018
Dortmund (Berghofen)	48.000 €	3,9%	2018
Herner (Friedrich Grohe Str.)	57.500 €	4,4%	2018
Witten (Berlinerstr.)	171.000 €	8,7%	2018
Essen (Heinrich-Strunk-Str.)	27.000 €	7,4%	2016
Duisburg (Wannheimer Str.; Heerstr.)	60.000 €	10,2%	2017
Essen (Huestr.)	61.100 €	7,0%	2017
Dortmund (Friedenstr.)	92.100 €	7,3%	2017
Duisburg (Theodor-Heuss-Str.)	127.000 €	8,4%	2018
Dortmund (Roßbachstr./Rahmestr.)	132.000 €	7,4%	2019
Dortmund (Krimstr.)	271.752 €	7,6 %	2019
Hagen (Selbeckerstr.)	31.460 €	5,9 %	2019
Hagen (Schlickmannstr.)	44.530 €	7,8 %	2019
Summe/Durchschnitt	1.797.962 €	Ø 7,3%	

Quelle: BAWOAG; GBC AG; *auf den Bruttokaufpreis bezogene Mietrendite

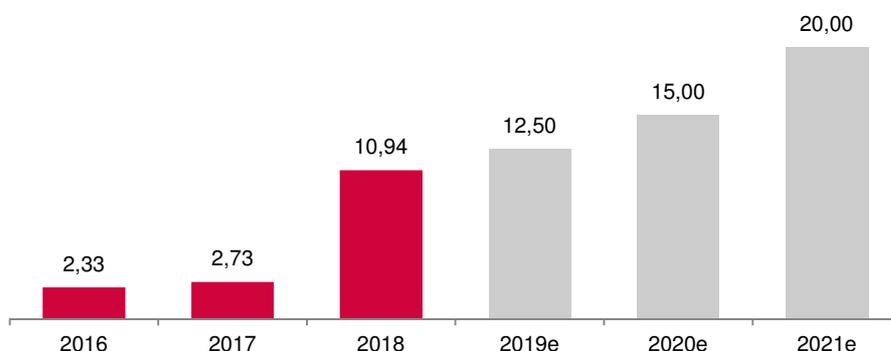
Damit verfügt die BAWOAG über eine umfangreiche und aussagekräftige Grundlage für unsere Umsatzprognosen der kommenden Geschäftsjahre. Es ist zudem geplant, im Zuge von Renovierungs-/Umbaumaßnahmen des Leerstandes bzw. bei aufkommendem Leerstand eine Steigerung der Mieterlöse umzusetzen. Wir gehen davon aus, dass alleine aus der Nachvermietung der aktuell leerstehenden Flächen bzw. im Rahmen der bestehenden Staffelmietverträge eine Soll-Miete in Höhe von 1,92 Mio. € erreicht werden dürfte. In unseren Umsatzprognosen unterstellen wir das Erreichen dieses höheren Mietniveaus für die kommenden drei Geschäftsjahre, also innerhalb unserer konkreten Schätzperiode. Grundsätzlich handelt es sich dabei um eine konservative Planung, da die Gesellschaft im Rahmen von Renovierungs- und Revitalisierungsmaßnahmen sogar höhere Mieterträge generieren könnte. Diese haben wir aufgrund der fehlenden Konkretisierung jedoch nicht in unsere Planungen einbezogen.

Prognosegrundlage: neue Investitionen

Zusätzlich zum bestehenden Objektportfolio haben wir eine Fortsetzung bei den Objektankäufen unterstellt. In den vergangenen Geschäftsjahren (bis Juli 2019) hat die BAWOAG Immobilien mit einem Gesamtkaufpreis in Höhe von 22,21 Mio. € erworben. Die Finanzierung der erfolgten Objekterwerbe der vergangenen drei Geschäftsjahre wurde zu 24,1 % über Eigenkapital gedeckt, was einem Eigenkapitaleinsatz von insgesamt 5,36 Mio. € gleichkommt und damit den hohen Hebeleffekt bei dieser Finanzierungsstruktur offenbart. Das für den Portfolioaufbau notwendige Eigenkapital wurde hauptsächlich durch sechs Eigenkapitalerhöhungen erbracht, im Rahmen derer 1,51 Mio. Aktien ausgegeben wurden und ein Emissionserlös in Höhe von 1,80 Mio. € eingeworben wurde. Die letzte KE hatte im Februar 2019 stattgefunden. Neben der klassischen Bankfinanzierung hat die BAWOAG beim Erwerb von sieben Liegenschaften darüber hinaus auf Mezzanine-Kapital (eingeworben über die Crowdfunding-Plattform Expro AG) in Höhe von 1,54 Mio. € zurückgegriffen.

Für die kommenden drei Geschäftsjahre 2019-2022, also für unseren konkreten Schätzzeitraum, unterstellen wir Gesamtinvestitionen in Höhe von 47,50 Mio. €, welche sich gemäß unseren Schätzungen folgendermaßen verteilen. Hierbei gilt es zu beachten, dass bislang in 2019 insgesamt Investitionen in Höhe von 6,48 Mio. € erfolgt sind. Weitere Investitionen stehen gemäß Unternehmensangaben kurz bevor, so dass unsere Annahmen eine belastbare Größenordnung aufweisen.

Geplantes Investitionsvolumen für den Erwerb neuer Immobilien (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Der Eigenkapitalbedarf zur Umsetzung dieser Investitionsplanung beläuft sich auf 9,50 Mio. €, bei Annahme einer Ziel-EK-Quote in Höhe von 20 %. Um das für das von uns unterstellte Investitionsvolumen geforderte Eigenkapital aufzubringen, stehen der Gesellschaft verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung. Weitere Kapitalerhöhungen, die Ausgabe von Schuldscheindarlehen (eigenkapitalersetzendes FK) oder die Aufnahme von Mezzanine-Kapital sind mögliche Szenarien. Darüber hinaus wird die BAWOAG, mit dem Erreichen des operativen Break-Evens und damit der Erzielung positiver Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft, die Innenfinanzierungskraft stärken. Unseren Prognosen gemäß wird der operative Cashflow in den nächsten drei Geschäftsjahren bei insgesamt 3,90 Mio. € liegen und damit einen relevanten Teil des notwendigen Eigenkapitals decken.

Unsere Schätzungen hinsichtlich der Objekterwerbe beziehen die von der BAWOAG kommunizierten Investitionskriterien ein. Der regionale Fokus dürfte demgemäß weiterhin in der Ruhrregion in Nordrhein-Westfalen sein. Auf Grundlage der bisherigen Objekterwerbe unterstellen wir bei einem durchschnittlichen Kaufpreis von knapp über 1,00 Mio. € eine durchschnittliche Mietrendite von 7,0 %. Dies geht mit den Unternehmens-

planungen einher, wonach der Faktor Kaufpreis/Jahresnettokaltmiete den Wert 15 (Mietrendite min: 6,7 %) nicht übersteigen soll.

Prognosegrundlage: Entwicklungsgrundstücke

Baugrundstück Dortmund Huckarde

Anfang 2019 hat die BAWOAG den Erwerb eines Baugrundstückes in Dortmund Huckarde bekannt gegeben, in unmittelbarer Nähe zu den gleichzeitig erworbenen Liegenschaften in der Dortmunder Roßbachstraße und Rahmerstraße. Es handelt sich dabei um eine geplante Nachverdichtung, für die eine Bauvoranfrage vorliegt und gemäß BAWOAG bereits ein positives Feedback erfolgt ist. Es ist geplant, in den nächsten zwei Jahren ein gemischt genutztes Gebäude mit einer Fläche in Höhe von 2.000 qm (Wohn- und Gewerbefläche) zu errichten. Das erwartete Gesamtinvestitionsvolumen dürfte unserer Einschätzung nach bei 4,0 Mio. € liegen, was für die BAWOAG einem aufzubringenden Eigenkapitalanteil in Höhe von 0,80 Mio. € entspricht. Nach der Baufertigstellung rechnen wir mit gemittelten Mieterlösen in Höhe von 11€/qm.

Baugrundstück Dortmund Huckarde (inkl. bestehende Liegenschaften Roßbachstr. 1 und Rahmerstr. 24 und 26)



Quelle: BAWOAG; GBC AG

Hinweis: die Entwicklung des Baugrundstücks Dortmund Huckarde ist in unseren Prognosen bereits unter den Neuinvestitionen enthalten und wird daher nicht gesondert in der GuV-Prognose ausgewiesen.

Baugrundstück in Frankfurt (Im Brombeerfeld)

Im Mai 2018 hat die 50%ige Tochter der BAWOAG, die WW Neubau GmbH, ein Baugrundstück in Frankfurt erworben. Das im Frankfurter Norden in einer Wohnsiedlung attraktiv gelegene Grundstück umfasst eine Fläche von rund 460 qm. Die BAWOAG-Tochter plant in den kommenden 18 Monaten den Neubau von sieben Wohnungen in-

nerhalb eines dreistöckigen Mehrfamilienhauses mit einer Gesamtnutzfläche von rund 460 qm zu errichten. Die Gesamterrichtungskosten (inkl. Grundstücksanteil) belaufen sich auf 1,88 Mio. €. Das notwendige Eigenkapital liegt, da es sich hier um ein Bauvorhaben mit Veräußerungsabsicht handelt, mit 0,15 Mio. € vergleichsweise niedrig. Im Gegensatz zum Dortmunder Baugrundstück rechnen wir hier, da regional außerhalb des Bewirtschaftungsfokusses der Gesellschaft gelegen, mit einer zeitnahen Veräußerung nach Fertigstellung. Wir haben die entsprechenden Liquiditätszuflüsse, auf Basis markt-konformer Annahmen, in unserem Bewertungsmodell sowie als Finanzertrag in den nachfolgend ausformulierten Prognosen berücksichtigt.

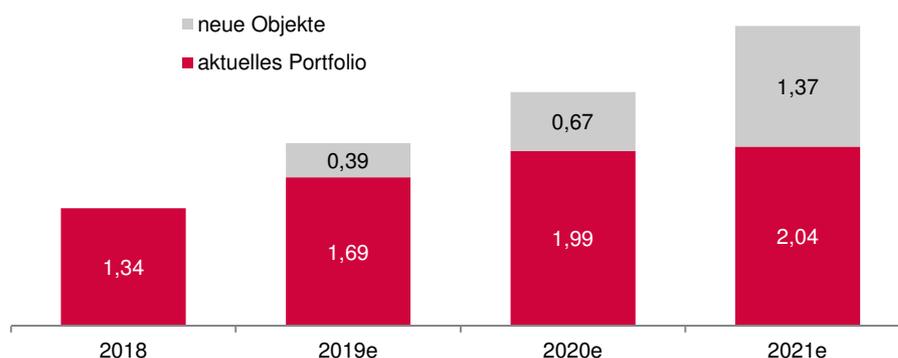
Umsatz- und Ergebnisprognosen

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	1,34	2,08	2,67	3,41
EBITDA	0,35	1,38	1,84	2,60
EBIT	0,09	0,86	1,19	1,78
Jahresüberschuss	0,02	0,36	0,55	0,95

Quelle: GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Angesichts der unterstellten anhaltend hohen Investitionsgeschwindigkeit für die kommenden Geschäftsjahre erwarten wir eine rasche Anhebung der Umsatzerlöse. In unseren Umsatzprognosen haben wir dabei lediglich die Nettokaltmieten einbezogen (2018 inkl. Nebenkosten), ohne Berücksichtigung der an die Mieter weiterbelasteten Nebenkosten. Unseren Schätzungen nach sollte die Gesellschaft die Neuinvestitionen unter ähnlich attraktiven Bedingungen vornehmen wie bisher. Wir nehmen daher an, dass bei den Objekterwerben hohe Auslastungsquoten bei einer gleichzeitig hohen Mietrendite von 7,0 % vorherrschen. Auf dieser Basis sowie unter Berücksichtigung eines unterjährigen Zugangs von Objekten prognostizieren wir folgende Umsatzentwicklung:

Umsatzprognosen 2019 – 2021 (in Mio. €)



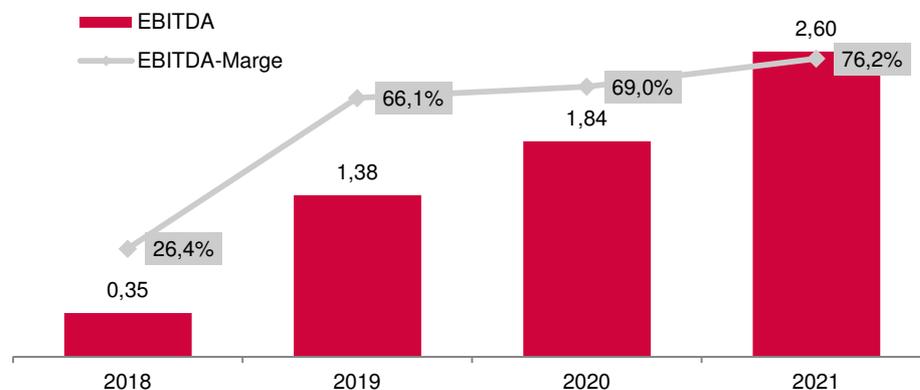
Quelle: GBC AG

Die BAWOAG wird, wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren, eine für Immobilienbestandhalter typische schlanke operative Kostenstruktur aufweisen. Die operativen Kosten stehen dabei maßgeblich mit den laufenden Objektkosten (Instandhaltung, Verwalter etc.) sowie mit den laufenden Management-Fees für die Verwaltungsgesellschaft im Zusammenhang. Da wir die Umsatzprognosen auf Basis der Nettokaltmieten, also ohne die weiterbelasteten, erlöserhöhenden Nebenkosten erstellt haben, haben wir in den prognostizierten Kosten die entsprechende Gegenposition ebenfalls nicht berücksichtigt.

Aufgrund der nur unterproportionalen Entwicklung der operativen Kosten sollte das EBITDA, welches in der Vergangenheit um den Break-Even lag, in den kommenden

Jahren deutlich stärker als der Umsatz zulegen. In unserer letzten konkreten Schätzperiode, im Geschäftsjahr 2021, solle sich die EBITDA-Marge dem nachhaltig erreichbaren Niveau annähern. Hier rechnen wir mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 76,2 %:

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge

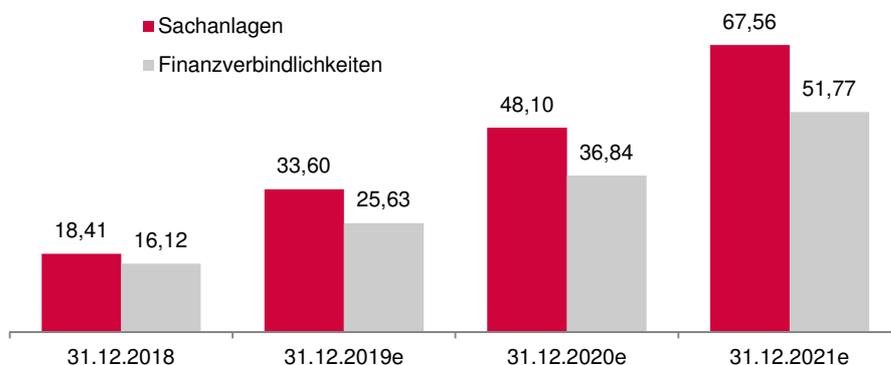


Quelle: GBC AG

Der starke EBITDA-Anstieg wird sich auch in den nachfolgenden Ergebnispositionen wiederfinden. Nochmals sei an dieser Stelle auf die konservative HGB-Bilanzierung der BAWOAG hingewiesen, wonach das Immobilienvermögen regelmäßig abgeschrieben wird. Vergleichbare Bestandshalter bilanzieren in der Regel nach den Fair Value-Prinzipien des IFRS und weisen dadurch keine nennenswerten Abschreibungen und folglich ein tendenziell höheres EBIT auf. Bei der BAWOAG hingegen, werden im Zuge der geplanten Objektinvestitionen die Abschreibungen deutlich ansteigen.

Die Finanzaufwendungen werden als Folge der erwarteten hohen Investitionen der kommenden Geschäftsjahre ebenfalls höher ausfallen. Bei einer unterstellten FK-Quote von 80,0 % rechnen wir mit einem durchschnittlichen Zinssatz von 2,2 %, was in etwa dem von uns errechneten aktuellen Zinssatz des BAWOAG-Kreditportfolios entspricht. Bis zum Ende des Geschäftsjahres 2021 sollte die Gesellschaft unseren Erwartungen zufolge das Objektportfolio (inkl. Abschreibungen) auf einen Wert von über 65 Mio. € ausgebaut haben. Analog dazu sollte das Fremdkapital auf über 50 Mio. € zulegen:

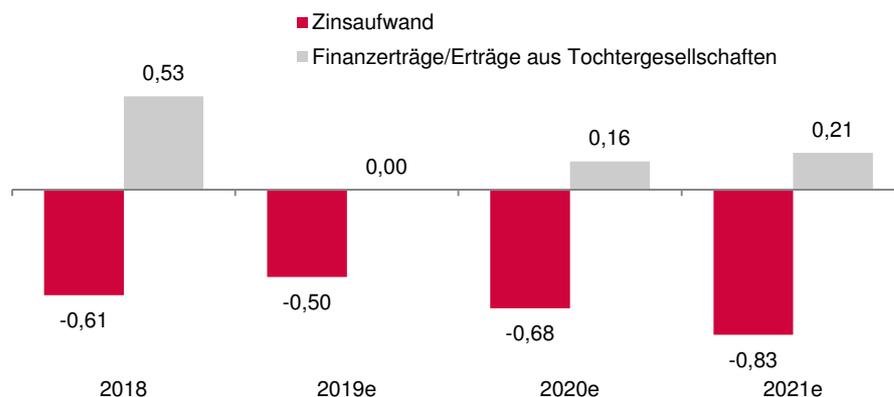
Objektportfolio und Fremdkapital (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft über das bereits aufgebaute bestehende Bankennetzwerk in NRW problemlos die Mittel für die Fremdkapitalseite aufbringen wird. Zumal es sich bei den Krediten in der Regel um grundbuchbesicherte Darlehen handelt, die dann entsprechend mit günstigen Konditionen ausgestattet sind.

Zinsaufwand und Finanzerträge (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die aktuelle Projektentwicklung des Frankfurter Baugrundstückes findet innerhalb der 50%igen Tochtergesellschaft WW Neubau GmbH statt. Da hier keine Vollkonsolidierung stattfindet, sollte das Nachsteuerergebnis (gemäß Gewinnabführungsvertrag) entsprechend der Beteiligungsquote im Finanzergebnis abgebildet sein. Beim erwarteten Nachsteuergewinn dieses Projektes in Höhe von insgesamt 0,32 Mio. € entspricht der Gewinnanteil der BAWOAG 0,16 Mio. €. Dies haben wir als Finanzertrag berücksichtigt. Wir gehen zudem davon aus, dass die Gesellschaft in den kommenden Jahren in der Lage sein wird, Bauprojekte in ähnlicher Größenordnung gewinnen zu können. Folglich sind ab 2021 Finanzerträge berücksichtigt.

Beim Nachsteuerergebnis wird die BAWOAG zunächst von den aufgelaufenen Verlustvorträgen und damit von niedrigen Steueraufwendungen profitieren. Nach dem erwarteten Erreichen höherer Umsatzniveaus sollte die BAWOAG dabei das Nachsteuerergebnis nachhaltig oberhalb des Break-Even stabilisieren.

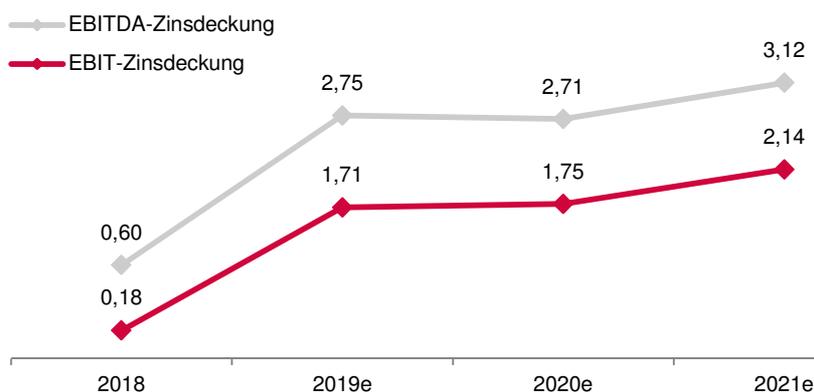
Bonitätskennzahlen

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
EBITDA-Zinsdeckung	0,58	2,75	2,71	3,12
EBIT-Zinsdeckung	0,16	1,71	1,75	2,14
Total Debt/EBITDA	45,75	18,64	20,07	19,93
Risk Bearing Capital	12,5%	21,2%	20,4%	20,5%
Total Debt/Capital	87,1%	85,2%	84,8%	84,5%

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die Bonitätskennzahlen der BAWOAG weisen eine für Immobilienbestandshalter typische Ausprägung auf. Bezeichnend sind die erwarteten Zinsdeckungsgrade, die mit erwarteten Werten um 3,0 Punkte (EBITDA-Basis) bzw. 2,0 (EBIT-Basis) zwar optisch niedrig, jedoch für die Branche und das Geschäftsmodell der BAWOAG im Rahmen liegen. Unsere Prognosen beziehen dabei einen deutlichen Ausbau des Immobilienvermögens und damit zusammenhängend des Fremdkapitals ein. Ob das Fremdkapital über Bankfinanzierungen, Mezzanine, Anleihen oder Schuldverschreibungen abgedeckt ist, ist für unsere Prognosen zunächst von geringer Relevanz. Hervorzuheben ist hier die tendenzielle Verbesserung der Zinsdeckungsgrade, als Folge der steigenden Mieterlöse. Mit Ende der erwarteten sehr aktiven Investitionsphase dürften, aufgrund der stärkeren Auswirkung von Tilgungseffekten, die Zinsdeckungsgrade sogar sprunghaft ansteigen.

Zinsdeckungsgrade



Quelle: BAWOAG; GBC AG

Auch die Verschuldungskennzahl Total Debt/EBITDA sieht zunächst optisch hoch aus, ist jedoch durch das Geschäftsmodell gut begründet. Hier bewirkt die Ziel-FK-Quote von 80 % für die anstehenden volumenstarken Investitionen einen starken Anstieg des Fremdkapitals. Ähnlich wie beim Zinsdeckungsgrad wird mit den zunehmenden Tilgungsleistungen eine spürbare Verbesserung erfolgen. Analog dazu wird sich das Risk Bearing Capital (in Falle der BAWOAG mit der EK-Quote gleichzusetzen) sowie Total Debt/Capital der genannten Zielkapitalstruktur in den kommenden Jahren annähern.

ANLEIHEBEDINGUNGEN UND MARKTVERGLEICH

Bedingungen der Anleihe

Stammdaten der 5,50 % BAWOAG - Anleihe	
ISIN:	DE000A2YN7P1
WKN:	A2YN7P
Emissionsvolumen (geplant):	400.000 €
Stückelung:	1.000 €
Laufzeit (5 Jahre):	01.09.2019 – 31.08.2024
Kupon (effektiv):	5,50 % (6,293 %)
Kuponzahlungen:	halbjährlich am 01.09. und 01.03.
Ausgabekurs:	97 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Börsennotierung:	nein
Besicherungskonzept:	zweitrangige Buchgrundschuld

Quelle: BAWOAG; GBC AG

Die Emittentin WW Barrierefreies Wohnen GmbH & Co. KGaA (BAWOAG) plant die Emission einer mit 5,5 % verzinsten Unternehmensanleihe mit einem Emissionsvolumen von bis zu 400.000 €. Je nach Umfang der Platzierung, wobei das Mindestvolumen auf 170.000 € angesetzt ist, rechnet die Gesellschaft mit Platzierungskosten in Höhe von etwa 76.900 € (abhängig vom Volumen des durch den eingebundenen Vermittler erworbenen Kapitals), so dass im Falle einer Vollplatzierung ein Nettoemissionserlös in Höhe von maximal 311.100 € erwartet wird.

Die Besonderheit des Wertpapiers ist das Sicherungskonzept, welches die Eintragung einer zweitrangigen Buchgrundschuld in Höhe von 400.000 € auf ein zu erwerbendes Objekt in Menden (Fröndenberger Str. 99) vorsieht. Bei dem Erwerb dieses Objektes mit einem Gesamtkaufpreis in Höhe von 1,73 Mio. € werden die Anleihemittel dabei als eigenkapitalersetzendes Fremdkapital verwendet. Flankierend hierzu ist es geplant, für die Objektfinanzierung Bankverbindlichkeiten in Höhe von insgesamt 1,35 Mio. € aufzunehmen. Die im Vergleich zur Bankfinanzierung zweitrangige Grundbuchschuld der Anleihegläubiger wird im Rahmen eines Treuhandvertrages verwaltet.

Nach der geplanten Renovierung des rund 1.500 qm umfassenden Objektes in Menden (Renovierungskosten iHv.: 0,45 Mio. € sind im Kaufpreis enthalten) wird mit jährlichen Mieteinnahmen in Höhe von 125.000 € gerechnet. Bezogen auf den Kaufpreis entspricht dies einer hohen Mietrendite von 7,2 %. Derzeit werden Mieteinnahmen in Höhe von 55.000 € erwirtschaftet.

Marktvergleich/Anleihebewertung

Die Bewertung der BAWOAG-Anleihe basiert in erster Linie auf einen Vergleich von derzeit in Deutschland gelisteten Immobilien-Anleihen. Bei der Gegenüberstellung der Ausstattungsmerkmale haben wir im ersten Schritt die relative Attraktivität der BAWOAG-Anleihe ermittelt. Um die Risikokomponente bei den Marktvergleichs-Anleihen darzustellen, haben wir im nachfolgenden Schritt eine Auswertung der Bonitätskennzahlen auf Basis des zuletzt veröffentlichten Geschäftsberichtes vorgenommen. Um eine hohe Vergleichbarkeit zu gewährleisten, haben wir insbesondere bei der Ermittlung der Zinsdeckungsgrade eine Bereinigung von Fair Value-Anpassungen vorgenommen. Da die BAWOAG nach HGB bilanziert, weist die Gesellschaft keine Erträge aus Marktwertveränderungen und entsprechend stille Reserven auf.

Emittent	Kupon	Volumen in Mio. €	Effektiv- verzinsung	Besich- erung	Emission- datum	Rückzahlungs- datum
ACCENTRO Real Estate AG	3,750%	100	3,241%	nein	26.01.2018	26.01.2021
DIC Asset AG (2018/2023)	3,500%	150	2,360%	nein	02.10.2018	02.10.2023
DIC Asset AG (2017/2022)	3,250%	180	1,711%	nein	11.07.2017	11.07.2022
Diok Real Estate AG	6,000%	25	6,000%	nein	30.09.2018	30.09.2023
Euroboden GmbH	6,000%	25	4,269%	nein	10.11.2017	10.11.2022
EYEMAXX Real Est. AG (2014/2020)	8,000%	30	3,747%	nein	30.09.2014	30.03.2020
EYEMAXX Real Est. AG (2016/2021)	7,000%	30	4,104%	ja	17.03.2016	17.03.2021
EYEMAXX Real Est. AG (2018/2023)	5,500%	40	4,582%	nein	25.04.2018	25.04.2023
FCR Immobilien AG (2019/2024)	5,250%	30	5,319%	ja	29.04.2019	29.04.2024
STERN IMMOBILIEN AG	6,250%	9	5,764%	ja	24.05.2018	24.05.2023
Terragon AG	6,500%	25	5,284%	nein	24.05.2019	24.05.2024
UBM Development AG (2018/2023)	3,125%	100	2,136%	nein	16.11.2018	16.11.2023
UBM Development AG (2017/2022)	3,250%	120	1,813%	nein	11.10.2017	11.10.2022
Mittelwert	5,183%		3,872%			
BAWOAG	5,500%	0,5	6,293%	ja		

Quelle: GBC AG

Dem einfachen Marktvergleich ist zu entnehmen, dass der Kupon der BAWOAG-Anleihe leicht über dem Mittelwert des Marktvergleichs liegt. Deutlicher ist hingegen der Abstand zur Effektivverzinsung auf Basis der aktuellen Aktienkurse, da in der Tendenz die Immobilienanleihen derzeit über pari notieren. Offensichtlich werden die Nominalverzinsungen von den Marktteilnehmern, insbesondere in Verbindung zum Risiko des Wertpapiers, als tendenziell attraktiv eingestuft.

Insbesondere beim Besicherungskonzept kann sich die BAWOAG-Anleihe vom Marktumfeld abheben. Von den in der Peer-Group einbezogenen 15 Anleihen weisen dabei lediglich drei Anleihen eine Besicherung auf, wobei nur bei zwei davon eine über den vollen Emissionsbetrag bestehende grundpfandrechtliche Sicherheit vorliegt. Auch die potenziellen Anleihegläubiger der BAWOAG verfügen über eine Besicherung, was selbst bei Immobilienunternehmen als ein Ausnahmefall zu betrachten ist. Bei vergleichbaren Mittelstandsanleihen anderer Branchen kommen Anleihebesicherungen sogar deutlich seltener vor. Alleine aus diesem Vergleich lässt sich eine überdurchschnittliche Attraktivität der BAWOAG-Anleihe ableiten.

Da sowohl bei der BAWOAG als auch bei mehr als der Hälfte der Marktvergleichsanleihen kein aktuelles Rating vorliegt, stellen wir die Risikokomponente über einen Vergleich der Bonitätskennzahlen dar:

Emittent	Kupon	Effektiv- verzinsung	EBITDA- Zinsdeckungs- grad ¹	EK-Quote	Total Debt/EBITDA
ACCENTRO Real Estate AG	3,750%	3,241%	3,37	42,0%	6,96
DIC Asset AG (2018/2023)	3,500%	2,360%	2,31	36,0%	13,91
DIC Asset AG (2017/2022)	3,250%	1,711%	2,31	36,0%	13,91
Diok Real Estate AG	6,000%	6,000%	2,23	11,6%	28,68
Euroboden GmbH	6,000%	4,269%	2,28	12,1%	13,15
EYEMAXX Real Est. AG (2014/2020)	8,000%	3,747%	1,45	29,1%	10,06
EYEMAXX Real Est. AG (2016/2021)	7,000%	4,104%	1,45	29,1%	11,06
EYEMAXX Real Est. AG (2018/2023)	5,500%	4,582%	1,45	29,1%	12,06
FCR Immobilien AG (2019/2024)	5,250%	5,319%	2,08	4,9%	32,61
STERN IMMOBILIEN AG	6,250%	5,764%	1,05	29,0%	8,65
Terragon AG	6,500%	5,284%	1,63	12,9%	9,65
UBM Development AG (2018/2023)	3,125%	2,136%	2,04	34,7%	11,09
UBM Development AG (2017/2022)	3,250%	1,813%	2,04	34,7%	11,09
Mittelwert	5,183%	3,872%	1,98	26,2%	14,07
BAWOAG	5,500%	6,293%	2,75	21,2%	18,64

Quelle: GBC AG; ¹Bereinigt um Fair Value-Erträge

Die Ermittlung der Bonitätskennzahlen wurde bei den Emittenten des Marktvergleiches auf Basis der zuletzt verfügbaren Geschäftsberichte auf Gesamtbasis erstellt. Bei der BAWOAG haben wir, da das vergangene Geschäftsjahr als „Übergangsjahr“ gilt, welches den Beginn der hohen Investitionsaktivität markiert, die für 2019 erwarteten Bonitätskennzahlen herangezogen. Aufgrund der bereits getätigten Investitionen in 2019 sowie der vorliegenden konkreten Investitionsmöglichkeiten ist die Erreichbarkeit der erwarteten Bonitätskennzahlen mit einer hohen Wahrscheinlichkeit verbunden. Aus Gründen der Vergleichbarkeit haben wir bei den Zinsdeckungsgraden die möglichen Fair Value-Erträge entfernt. Diese Fair Value-Erträge führen zu einem höheren Ergebnisausweis, welcher sich bei IFRS-bilanzierenden Gesellschaften auch im Eigenkapital und entsprechend in einer höheren Eigenkapital-Quote wiederfinden. Eine sinnvolle und vollständige Bereinigung der Eigenkapital-Quote um Marktwertveränderungen ist uns jedoch nicht möglich, weswegen bei den Vergleichsunternehmen tendenziell höhere EK-Quoten ausgewiesen werden.

Die BAWOAG weist marktkonforme Bonitätskennzahlen auf. Während ein überdurchschnittlich hoher EBITDA-Zinsdeckungsgrad vorliegt, liegt die EK-Quote sowie der dynamische Verschuldungsgrad Total Debt/EBITDA unter dem Marktdurchschnitt. Hier gilt es jedoch einschränkend festzuhalten, dass die EK-Quote stellenweise von Fair Value-Erträgen geprägt ist und daher tendenziell höher ausfällt als bei der BAWOAG, die nach den konservativen HGB-Kriterien bilanziert.

Der dynamische Verschuldungsgrad ist zudem von den verschiedenen Geschäftsmodellen der hier ausgewählten Immobiliengesellschaften geprägt. Während Projektentwickler in der Regel nicht die gesamte Projektfinanzierung stemmen müssen, weisen Bestandhalter oftmals höhere Verschuldungsgrade auf. Alleine bei den Bestandhaltern liegt das Total Debt/EBITDA bei durchschnittlich 19,6 und damit höher als bei der BAWOAG.

Wir stufen die BAWOAG-Anleihe mit „überdurchschnittlich attraktiv“ ein. Insbesondere die grundpfandrechtliche Sicherung nimmt dabei eine Sonderstellung am Anleihemarkt ein. Flankierend hierzu ist die leicht überdurchschnittliche Nominalverzinsung sowie die deutlich höhere Effektivverzinsung des Wertpapiers zusammen mit den marktkonformen Bonitätskennzahlen der Gesellschaft zu erwähnen.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 anderen 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 § 85 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:

stark überdurchschnittlich attraktiv (5 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
überdurchschnittlich attraktiv (4 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
attraktiv (3 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als attraktiv einzustufen.
unterdurchschnittlich attraktiv (2 GBC Falken)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.
stark unterdurchschnittlich attraktiv (1 GBC Falke)	Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität im Marktvergleich als stark unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (5a,11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im

Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent

(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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



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