



Researchstudie (Initial Coverage)

Hasen-Immobilien AG



Kaufpreis für HI Wohnbau von 47,50 Mio. € attraktiv

-

Neue strategische Ausrichtung auf die Bestandsverwaltung

Kursziel: 140,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 39

Hasen-Immobilien AG*⁵

HALTEN

Kursziel: 140,00 €

Aktueller Kurs: 151,00

23.03.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1X3RR8

WKN: A1X3RR

Börsenkürzel: ABHA

Aktienanzahl³: 0,48

Marketcap³: 72,48

Enterprise Value³: 82,98

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 10,30 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Felix Gode, CFA

gode@gbc-ag.de

Dominik Gerbing

gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 40

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Bauträgertätigkeit und Immobilienverwaltung

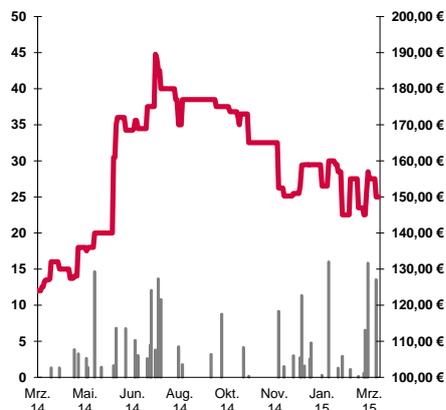
Mitarbeiter: 27 (Konzern) Stand: 30.06.2014

Gründung: 1890

Firmensitz: Augsburg

Vorstand: Hans-Peter Bauer

Volumen in Tsd. €



Die Hasen-Immobilien AG ist eine überwiegende Beteiligungsholding im Bereich der Immobilienwirtschaft. Die derzeitigen Beteiligungen haben sich bislang zum einen auf den Bauträgerbereich im Großraum München und zum anderen auf den Bereich der Verwaltung von Bestandsimmobilien in Augsburg konzentriert. Das bisherige operative Bauträgergeschäft im Großraum München wird federführend durch die HI Wohnbau GmbH betrieben. Die HI Wohnbau GmbH ist an einer Reihe weiterer Projektgesellschaften beteiligt. Die Bestandsverwaltung erfolgt durch die Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG. An dieser Gesellschaft ist die Berichtsgesellschaft mit einem Kommanditanteil von 90 % beteiligt. Geschäftsführende Komplementärin ist die Hasen-Immobilien Verwaltungs GmbH, an der die Hasen-Immobilien AG den gesamten Stammanteil hält. In Zukunft wird sich die Hasen-Immobilien AG nach dem erfolgten Verkauf des Bauträgergeschäfts ausschließlich auf die Bestandsverwaltung konzentrieren und hierfür die erzielten Erlöse verwenden.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende*	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatzerlöse	3,27	3,54	3,63	4,59
EBITDA	1,24	1,29	1,24	2,18
EBIT	1,22	1,27	1,22	2,16
Jahresüberschuss	0,30	0,39	0,43	0,81

* Angaben beziehen sich ausschließlich auf das Bestandhaltungsgeschäft

Kennzahlen in EUR*

Gewinn je Aktie	0,63	0,81	0,90	1,69
Dividende je Aktie	0,95	0,61	0,67	1,27

* Angaben beziehen sich ausschließlich auf das Bestandhaltungsgeschäft

Kennzahlen

EV/Umsatz	26,09	23,44	22,86	18,08
EV/EBITDA	68,79	64,33	66,92	38,06
EV/EBIT	69,92	65,34	68,02	38,42
KGV	241,60	185,85	168,56	89,48
KBV		1,82		

Finanztermine

27.03.2015: außerordentliche HV

08.10.2015: Analystenkonferenz München

**letzter Research von GBC:

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

EXECUTIVE SUMMARY

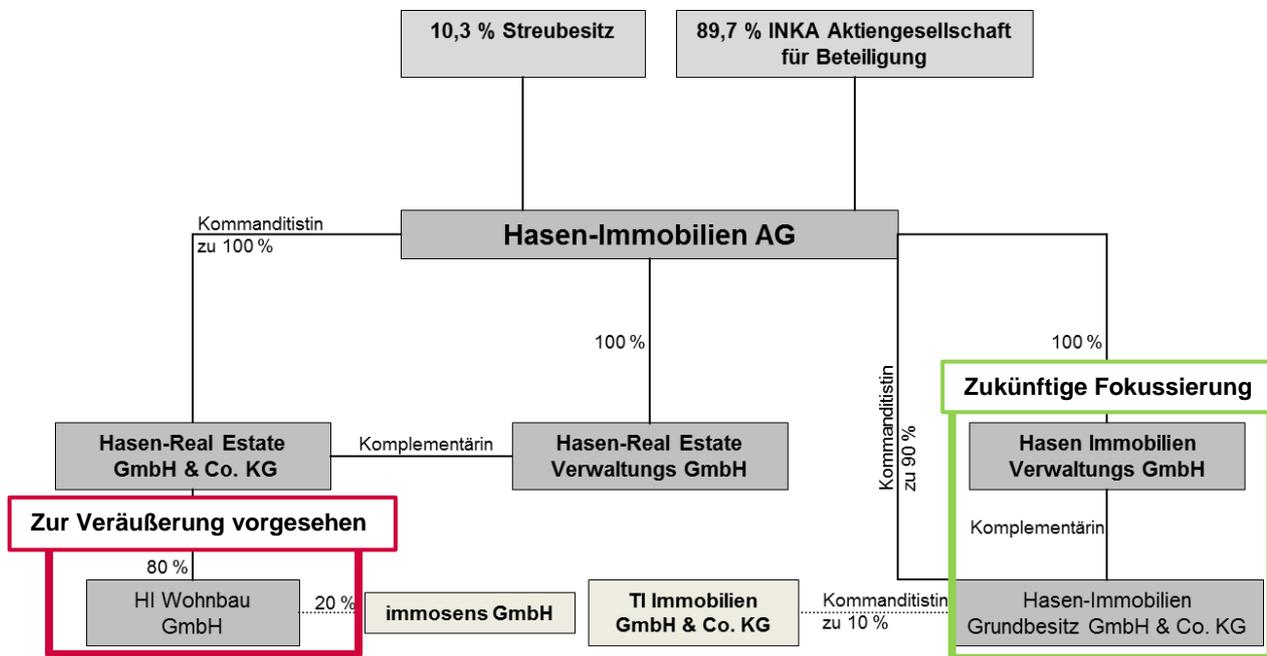
- Der deutsche Immobilienmarkt war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 erneut von einer starken Nachfrage nach Wohnimmobilien bei gleichzeitiger Verknappung des Wohnraum-, als auch des für zukünftige Projekte verfügbaren Flächenangebots gekennzeichnet. Aufgrund der vorherrschenden Marktsituation stiegen sowohl die Grundstücks-, als auch die Mietpreise an den Top-Immobilienstandorten erneut an.
- Analog zum Gesamtmarkt war auch der Wohnimmobilienmarkt in 2014 in München von einer anhaltenden hohen Nachfrage bei gleichzeitig erneuter Verringerung der Leerstandsquote sowie von der Verknappung potentieller Projektflächen in guten und sehr guten Lagen geprägt, was letztendlich zu einem weiter steigenden Preisniveau führte. Die neuen Höchststände beim Mietpreis-, als auch beim Wohnungspreisniveau führten im vergangenen Jahr zum Erreichen einer gewissen Preissensibilität der Käufer und Mieter, was auf eine zukünftige Verlangsamung des bisherigen Wachstums schließen lässt.
- Aufgrund dieser Entwicklung und den damit verbundenen möglichen Risiken hat sich der Vorstand der Hasen-Immobilien AG dazu entschlossen, den Anteil an der HI Wohnbau GmbH und somit das Bauträgergeschäft an die bisherige Minderheitsgesellschafterin, die immosens GmbH, zu einem Verkaufspreis in Höhe von 47,50 Mio. € zu veräußern.
- Unter Berücksichtigung des zum 11.12.2014 bestehenden Eigenkapitalanteils in Höhe von 8,96 Mio. € (100 % entspricht 11,20 Mio. €) an der HI Wohnbau GmbH sowie der von uns für die Jahre 2014 bis einschließlich 2018 geschätzten und diskontierten Jahresüberschüsse ergibt sich nach unserer Einschätzung und durchgeführten Bewertung auf Basis des Residualgewinn-Modells ein fairer Wert für den 80%igen-Anteil an der HI Wohnbau GmbH in Höhe von 34,83 Mio. €.
- **Auf Basis unserer Bewertung ergibt sich unter Berücksichtigung der auf den 01.01.2015 diskontierten Kaufpreiszahlungen in Höhe von 41,62 Mio. € für die Aktionäre der Hasen-Immobilien AG ein attraktives Premium von 19,5 %. Demnach stellt der vereinbarte Kaufpreis unserer Einschätzung nach ein faires Kaufangebot dar.**
- Nach Veräußerung des Bauträgergeschäfts wird sich die Hasen-Immobilien AG ausschließlich auf die Bestandsverwaltung konzentrieren und die bis einschließlich 2019 erhaltenen Zahlungen aus dem Kaufpreis zur Erweiterung des Bestandsportfolios, insbesondere im Raum München, verwenden.
- Unter Berücksichtigung der zu erwartenden Kaufpreiszahlungen und der damit verbundenen zukünftigen Investitionsmöglichkeiten haben wir unter erneuter Verwendung des Residualgewinn-Modells die Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der HI Wohnbau GmbH bewertet. Dabei wurde eine bis zum Jahr 2020 andauernde kontinuierliche Investition der Kaufpreiszahlungen in das Bestandsportfolio angenommen und die derzeit vorherrschenden Mietniveaus in Augsburg (6,0 %) und München (4,2 %) zugrunde gelegt.
- **Auf Basis der von uns durchgeführten Bewertung sowie der geschätzten operativen Entwicklung der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der Bauträgertätigkeit ergibt sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 140,00 € sowie das Rating HALTEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Inhaltsverzeichnis	4
Überblick	5
Unternehmensstruktur	5
Bewertung der HI Wohnbau GmbH sowie der Angemessenheit des Kaufpreises6	
Geschäftsmodell der HI Wohnbau GmbH - Bauträgertätigkeit.....	6
Immobilienmarkt im Bereich Bauträger	8
Historische Geschäftsentwicklung	10
Umsatzentwicklung	10
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Geschäftsentwicklung zum 1. Halbjahr 2014	14
Umsatzentwicklung	14
Ergebnisentwicklung	15
Strategieänderung und Verkauf der HI Wohnbau GmbH.....	16
Prognose- und Modellannahmen	17
Umsatzprognose und Geschäftsentwicklung bis einschließlich 2018.....	17
Umsatzprognose	18
Ergebnisprognose	19
Bewertung der Verkaufstransaktion und des Kaufpreises	21
Bewertung der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung des Bauträgergeschäfts	
in Form der Anteile an der HI Wohnbau GmbH.....	23
Geschäftsmodell - Immobilienverwaltung	23
Immobilienmarkt im Bereich Bestandsverwaltung.....	24
Immobilienstandort Augsburg.....	24
Immobilienstandort München	25
Historische Geschäftsentwicklung	27
Umsatzentwicklung	27
Ergebnisentwicklung	28
Bilanzielle und finanzielle Situation	29
Geschäftsentwicklung zum 1. Halbjahr 2014	30
Umsatzentwicklung	30
Ergebnisentwicklung	31
SWOT-Analyse	32
Prognose- und Modellannahmen	33
Umsatzprognose	33
Ergebnisprognose	35
Bewertungsmodell der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der Anteile an der	
HI Wohnbau GmbH.....	36
Anhang	39

ÜBERBLICK

Unternehmensstruktur

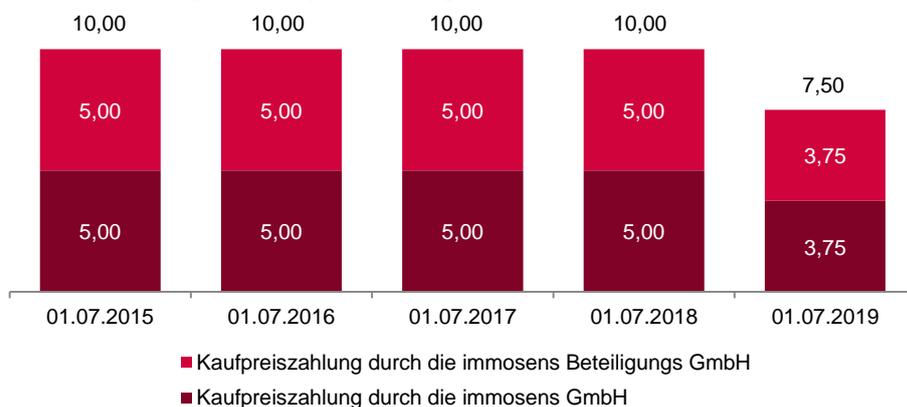


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Aufgrund der sich abzeichnenden Preisobergrenzen in den Verkaufspreisen bei Wohnimmobilien, bei gleichzeitig geringerem Angebot und stark gestiegenen Grundstückspreisen, hat sich der Vorstand der Hasen-Immobilien AG Ende 2014 dazu entschieden, die Anteile an der HI Wohnbau GmbH und somit das Bauträgergeschäft zu veräußern. Käufer werden dabei die bisherige Minderheitengesellschafterin immosens GmbH sowie die immosens Beteiligungs GmbH sein. Zwischen den Vertragsparteien wurde ein Kaufpreis in Höhe von 47,50 Mio. € vereinbart, der in fünf Teilverkäufen bis einschließlich dem Jahr 2019 der Hasen-Real Estate GmbH & Co. KG zufließen wird.

Im Anschluss an den Verkauf des Bauträgergeschäfts wird sich die Hasen-Immobilien AG als Beteiligungsholding ausschließlich auf den Bereich Verwaltung sowie den Ausbau des Immobilienbestandsgeschäfts konzentrieren. Hierfür sollen die Kaufpreiszahlungen aus der Verkaufstransaktion verwendet werden und vorzugsweise in 1a-Lagen auch außerhalb von Augsburg, z.B. in München, investiert werden.

Zeitliche Verteilung der Kaufpreiszahlungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG DER HI WOHNBAU GMBH SOWIE DER ANGEMESSENHEIT DES KAUFPREISES

Geschäftsmodell der HI Wohnbau GmbH - Bauträgertätigkeit

Hinweis: Die nachfolgende Beschreibung des Geschäftsmodells bezieht sich ausschließlich auf die Geschäftstätigkeit der HI Wohnbau GmbH. Die für die Beschreibung, als auch für die Bewertung herangezogenen Informationen, wurden aus dem Einzelabschluss der HI Wohnbau GmbH sowie aus dem Konzernbericht der Hasen-Immobilien AG entnommen.

Die HI Wohnbau GmbH führt im Rahmen ihrer operativen Tätigkeit Bauprojekte in der Stadt und dem Großraum München durch. Die Bauträgertätigkeit umfasst dabei die Planung und Projektierung von entsprechenden Projekten sowie den Erwerb der notwendigen Grundstücke und Baurechte. Im Anschluss daran werden die einzelnen Bauvorhaben zusammen mit namhaften und erfahrenen Bauunternehmen realisiert und im Anschluss an die Kunden übergeben. Neben der Planung sowie Realisierung der Bauprojekte in Eigenregie werden zusätzliche Bauvorhaben in Kooperation mit anderen, lokalen und namhaften Bauträgergesellschaften durchgeführt. Dies ist vor allem auf das steigende Preisniveau in München sowie die gleichzeitige und stetige Verknappung von potentiellen Projektflächen zurückzuführen. An diesen Projektgesellschaften werden von den einzelnen Bauträgerfirmen in der Regel je 50 % gehalten.

Die bisherigen Bauprojekte in und um München wiesen dabei durchgehend eine sehr gute Anbindung an die sich vor Ort befindliche Infrastruktur auf. Beispielsweise sind die errichteten Wohneinheiten in den Projekten „Lebenswert“ bei Karlsfeld, nordwestlich von München sowie „Dreiklang“ bei Höhenkirchen-Siegertsbrunn, welches südlich von München liegt, trotz der außerstädtischen Lage über das S-Bahn-Netz an die bayerische Landeshauptstadt angeschlossen. Darüber hinaus bietet die Anbindung an die Autobahnstrecke A8 sowie A9 und den Autobahnring um München, eine hervorragende verkehrstechnische Anbindung und stellt gerade für berufstätige Pendler eine Gelegenheit dar, attraktives Wohnen in und um München mit der beruflichen Tätigkeit und einem schnellen Erreichen des Arbeitsplatzes zu verbinden. Daneben weisen die fertiggestellten Wohnungen für die Käufer und Wohnungsbezieher dank energieeffizienter Bauweise niedrige Energiekosten auf. In den vergangenen Jahren konnte die Gesellschaft unter anderem die folgenden Projekte erfolgreich abschließen.

Auszug aus den bisher erfolgreich abgeschlossenen Projekten:

- Projekt „Am Waldesrand“
in Höhenkirchen-Siegertsbrunn, München
 - Insgesamt 31 Reihenhäuser
 - Wohnfläche von ca. 98 m² bis ca. 146 m²

- Projekt „Grüne Mitte“ in Giesing, München
 - Insgesamt 138 Wohnungen mit 1,5 bis 5 Zimmer
 - Wohnfläche von ca. 48 m² bis ca. 106 m²



- Projekt „Wohnen an der Waldkolonie“
in Putzbrunn, München
 - Insgesamt 20 Doppelhaushälften
 - 151,87 m² Wohn- und 229,33 m² Nutzfläche



Im Geschäftsjahr 2013 konnte die HI Wohnbau GmbH 278 Einheiten (Wohneinheiten, Reihenhäuser und Doppelhaushälften) erfolgreich veräußern. Die entsprechenden Anlagen stammten unter anderem aus den Projekten „Dreiklang“ in Höhenkirchen-Siegertsbrunn, Maisach bei München, dem „Lohwaldpark“ in Unterschleißheim sowie der „Fasanerie“ in München. Dabei wurden aus zuvor veräußerten Projekten insgesamt 274 Einheiten erfolgreich und ergebniswirksam an die Kunden übergeben. Für das Geschäftsjahr 2014 wurde mit 340 verkauften Wohneinheiten geplant. Die Übergabe der zuvor erstellten und verkauften Wohneinheiten stellt letztendlich die ergebniswirksame Übertragung dar und ist maßgeblich für den Jahreserfolg der Gesellschaft.

Wie aus dem Bericht des Vorstandes zur außerordentlichen Hauptversammlung am 27.03.2015 zu entnehmen ist, führten Verzögerungen bei den Wohnungsübergaben dazu, dass die ursprünglich geplante Anzahl nicht erreicht werden konnte und rund ¼ der geplanten Übergaben in 2014 nicht mehr zustande kamen. Dies führt zu einer Umsatz- und Ergebnisverschiebung in das Jahr 2015. Daher ist davon auszugehen, dass die ursprünglich geplanten Umsatzerlöse und Ergebnisgrößen in 2014 nicht erreicht werden.

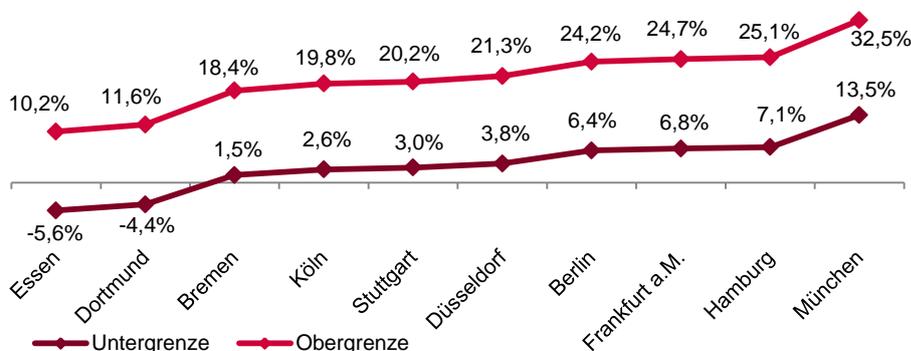
Aufgrund der ungesunden Preissituation am Münchner Wohnungsmarkt, der eingeschränkten Anzahl vernünftiger Projektflächen sowie der sich abzeichnenden Grenzen im Verkaufsbereich haben sich der Vorstand und der Aufsichtsrat der Hasen-Immobilien AG dazu entschieden, den 80%igen-Anteil an der HI Wohnbau GmbH an die bisherige Minderheitengesellschafterin immosens GmbH zu veräußern. Damit wird einer möglichen Überhitzung des Münchner Immobilienmarktes entgegengewirkt und mögliche Risiken aus einer derartigen Entwicklung abgewandt.

Immobilienmarkt im Bereich Bauträger

Infolge der sich seit 2009 stetig verbessernden wirtschaftlichen Situation in Deutschland und aufgrund der im Zuge von Finanz- und Eurokrise stark reduzierten Leitzinsen, hat das Bauträgergeschäft in den vergangenen Jahren eine sehr hohe Wachstumsdynamik entwickelt. Besonders in Großstädten mit sehr guter Infrastruktur und florierender Wirtschaft, wie beispielsweise Frankfurt oder München, haben die niedrigen Finanzierungskosten sowie die steigende Nachfrage nach Wohnimmobilien zu deutlichen Preisanstiegen innerhalb des Wohnimmobiliensektors geführt. Gleichzeitig hat sich diese Entwicklung in den vorangegangenen Jahren durch die nur begrenzt verfügbaren und kontinuierlich rückläufigen potentiellen Flächen zusätzlich beschleunigt.

Der Wohnimmobilienmarkt in Deutschland zeigte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 erneut dynamisch, lag jedoch bezogen auf das Transaktionsvolumen unter dem Wert des Vorjahres. Während die deutsche Wirtschaft nach den vorläufigen Zahlen in 2014 mit 1,6 % gewachsen ist, nach 2,0 % im Vorjahr, verzeichnete der deutsche Immobilienmarkt laut Savills Research Germany bezogen auf das Transaktionsvolumen mit 12,10 Mrd. € rund 14 % weniger als noch im Vorjahr mit 14,10 Mrd. €. Das gesunkene Volumen ist jedoch nicht auf eine geringere Nachfrage zurückzuführen. Im Gegenteil, die Nachfrage nach Wohnimmobilien stieg in 2014 erneut an, während sich das Angebot weiter reduzierte. Der rückläufige Umsatz ist laut den Immobilienspezialisten von Savills Research Germany auf eine Verschiebung der Transaktionen weg von den Top-Standorten und Großstädten, hin zu den entsprechend vorgelagerten Regionen und kleineren Städten zurückzuführen. Die Investoren haben in 2014 vermehrt in B-Lagen und darunter investiert, was letztendlich zum Rückgang des Volumens geführt hat.

Erwartete Veränderung der Wohnflächennachfrage in den zehn größten Städten Deutschlands zwischen 2012 und 2030 in %



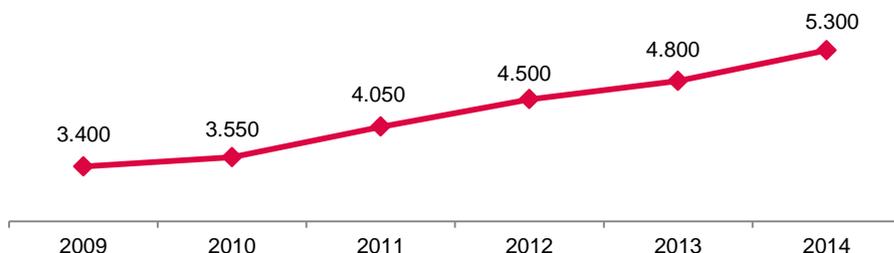
Quelle: Statistisches Bundesamt, IW Köln, GBC AG

Diese Entwicklung ist auch am Münchner Immobilienmarkt zu beobachten. Zwar lag laut der Deutschen Genossenschafts-Hypothekbank AG (DG HYP) die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen in 2013 und 2014 deutlich über dem Niveau der Vorjahre, dennoch lag die Anzahl weiterhin unter dem vorherrschenden Bedarf. Die hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien soll sich laut dem Statistischen Bundesamt und dem IW Köln auch in den kommenden Jahren weiter fortsetzen. Bis zum Jahr 2030 wäre in München eine zunehmende Nachfrage um insgesamt 32,5 % möglich, was einer jährlichen Steigerung um knapp 2 % pro Jahr bedeuten würde.

Aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach Wohnimmobilien, bei gleichzeitiger Knappheit des Angebots und einem Anstieg der Einkaufspreise, stiegen die Kaufpreise für neu erstellte Eigentumswohnungen in München in den vergangenen Jahren deutlich an. Während im Jahr 2009 der Preis pro Quadratmeter für eine 3-Zimmer-Eigentumswohnung in mittlerer bis guter Wohnlage und ca. 80 Quadratmeter Wohnflä-

che noch 3.400 € kostete, mussten für dieselbe Wohnung im Jahr 2014 bereits 5.300 € entrichtet werden. Dies entspricht einer jährlichen Steigerung um 9,3 %, beziehungsweise einer absoluten Steigerung um 55,9 %.

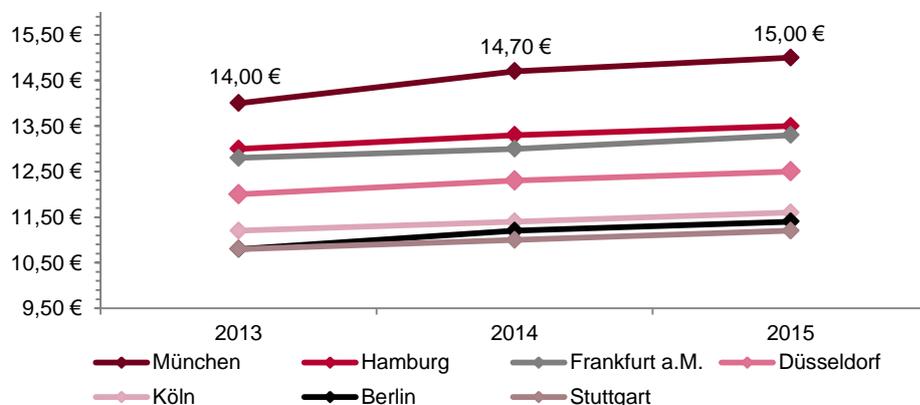
Kaufpreisentwicklung seit 2009 einer neu erstellten Eigentumswohnung in München in Euro/m²



Quelle: LBS, Sparkasse, GBC AG

Aufgrund der gestiegenen Preise für Wohnimmobilien hat sich folglich auch das Mietpreinsniveau in den deutschen Großstädten und insbesondere innerhalb der Top-Immobilienstandorte stark erhöht. Verglichen mit den anderen sechs Top-Immobilienstandorten ist München die Großstadt mit den teuersten durchschnittlichen Mieten pro Quadratmeter bei Erstbezug einer fertiggestellten Eigentumswohnung. Während in 2012 der Mietpreis im Durchschnitt noch bei 14,00 € je Quadratmeter lag, wird laut BulwienGesa, Feri und der DZ Bank für 2015 bereits ein Niveau von 15,00 € erwartet, was somit einer jährlichen Steigerung um rund 3,6 % entspricht.

Erwartete Mietpreisentwicklung an den sieben Top-Immobilienstandorten zwischen 2012 und 2015



Quelle: BulwienGesa, Feri, DZ Bank, GBC AG

Laut der DG HYP kann auch für das Jahr 2015 mit einem anhaltend hohen Preisniveau, als auch mit leicht steigenden Mietpreisen gerechnet werden. Die Steigerungsraten sollten laut den Experten jedoch geringer ausfallen und die Aktivitäten werden sich zusätzlich von den Großstädten selbst in die Vorstädte und umliegenden Gemeinden verschieben, da die verfügbaren Flächen mittlerweile deutlich begrenzt sind, beziehungsweise nur zu sehr hohen Preisniveaus zur Verfügung stehen. Sowohl bei Immobilienkäufern, als auch bei Mietern, haben die veränderte Marktlage und die Verteuerung zum Erreichen einer gewissen Sensibilitätsschwelle geführt. In Zukunft rechnen die Experten von Savills Research Germany damit, dass aufgrund der deutlich erhöhten Grundstückspreise sowie anziehender Baukosten die Anzahl der Einheiten je Projekt weiter gesteigert werden müssen. Somit deckt sich die Einschätzung des Vorstands der Hasen-Immobilien AG mit den Erwartungen der unabhängigen Branchenexperten und stützt die Entscheidung zur Veräußerung der HI Wohnbau GmbH und des damit verbundenen Bauträgergeschäftes.

Historische Geschäftsentwicklung

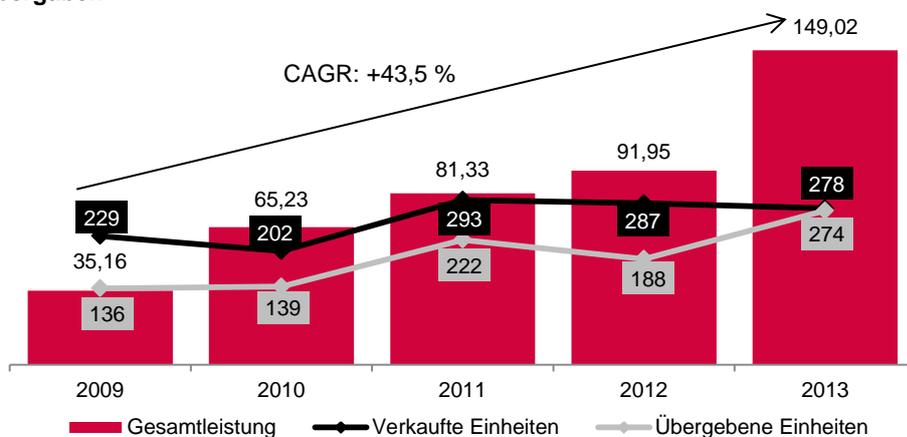
in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Gesamtleistung	81,33	91,95	149,02
Rohertrag	16,41	19,97	45,51
Rohertragsmarge in %	20,2 %	21,7 %	30,5 %
EBIT	9,00	10,15	30,98
EBIT-Marge in %	11,1 %	11,0 %	20,8 %
Jahresüberschuss	5,36	6,18	20,96

Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Entwicklung des Münchner Wohnimmobilienmarktes spiegelt sich nahezu eins zu eins in der operativen Tätigkeit der HI Wohnbau GmbH wider. Durch die in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegene Nachfrage nach Wohnimmobilien, bei gleichzeitiger Verknappung des Angebots sowie sinkender Zinsen und sich dadurch verbessernden Finanzierungsbedingungen, stieg das Umsatzniveau sowie die Gesamtleistung der HI Wohnbau GmbH in den vergangenen Jahren deutlich an. Mit einer Gesamtleistung in Höhe von 149,02 Mio. € erzielte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2013 den höchsten Wert in der Unternehmensgeschichte. Seit 2009 ist die Gesamtleistung somit im Durchschnitt um jährlich 43,5 % gestiegen.

Entwicklung der Gesamtleistung (in Mio. €) und der Wohnungsverkäufe/übergaben



Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Die in den vergangenen Jahren deutlich angestiegene Zahl an verkauften Wohneinheiten sowie die laufenden Projekte sollten das Umsatzniveau auch in den kommenden beiden Jahren auf einem hohen Niveau halten können. Im Jahr 2013 konnte das hohe Verkaufsniveau der Vorjahre annähernd gehalten werden und insgesamt 278 Einheiten an die Kunden der HI Wohnbau GmbH verkauft werden. Die Umsatzerlöse stammten dabei unter anderem aus den Projekten „Balance“ in der alten Ziegelei mit 19 Einheiten, dem Projekt „Dreiklang“ in Höhenkirchen-Siegersbrunn mit 39 Einheiten, dem Projekt „M.POR“ in Bogenhausen mit 24 Einheiten und dem „Lohwaldpark“ in Unterschleißheim mit insgesamt 137 Einheiten.

Ähnlich wie am Immobilienmarkt in München dürfte das Umsatzlevel aus 2013 den Spitzenwert darstellen und in den kommenden drei Jahren auf diesem hohen Niveau stagnieren, während im Anschluss ab 2017 aufgrund geringerer Verkaufszahlen aus den Vorjahren mit einem Rückgang beim Umsatz- und der Gesamtleistung zu rechnen ist.

Ergebnisentwicklung

Im Zuge der stark erhöhten Nachfrage nach Wohnimmobilien in der Stadt und dem Raum München wurde in den vergangenen Jahren die Anzahl der Bauprojekte sowie die der verkauften Wohneinheiten erhöht. Analog zur gestiegenen Zahl erhöhte sich der Materialaufwand der Gesellschaft deutlich und erreichte mit 104,25 Mio. € in 2013 den bisherigen Höchststand.

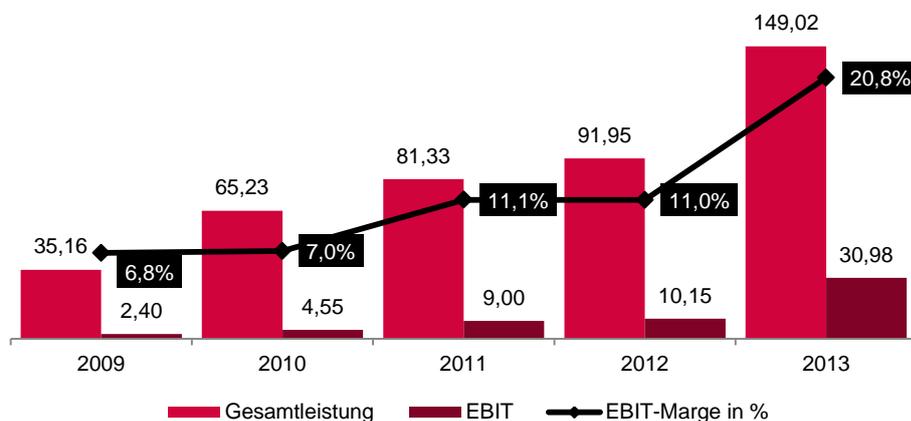
Kostenentwicklung und Kostenstruktur (in Mio. €)



Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Während der Personalbestand der HI Wohnbau GmbH mit 26 Beschäftigten konstant geblieben ist, hat sich das Ergebnis der Gesellschaft im Vergleich zum Vorjahr in 2013 annähernd verdreifacht. Analog hierzu stieg der Personalaufwand um rund das 2,5-fache. Der deutliche Anstieg der Personalaufwendungen ist auf die starke Ergebnissteigerung zurückzuführen, da die Personalaufwendungen ergebnisabhängige Bezüge enthalten. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wiederum verblieben auf dem Niveau von 2012. Aufgrund einer bis auf die Personalaufwendungen und die variablen Materialaufwendungen gleich gebliebenen Kostenstruktur, haben sich deutliche Skaleneffekte eingestellt und das EBIT hat sich entsprechend überproportional zur Gesamtleistung entwickelt. Mit 30,98 Mio. € lag das EBIT der HI Wohnbau GmbH um das 3-fache über dem Vorjahreswert von 10,15 Mio. € aus 2012.

Entwicklung von Gesamtleistung, EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge in %



Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Nachdem die Umsatzsteigerungen die gestiegene Kostenbasis deutlich überkompensieren konnten, wurden über die vergangenen vier Jahre hinweg die Rohertragsmarge und damit einhergehend auch die EBIT-Marge gesteigert. Mit einer EBIT-Marge von 20,8 % erzielte die HI Wohnbau GmbH in 2013 den bisherigen Spitzenwert. Auch beim Ergebnis spiegeln sich somit das in München vorherrschende hohe Preisniveau und die erfolgreichen Entwicklungs- und Projektierungsaktivitäten der vergangenen Jahre wider.

Zwar stiegen, wie bereits erwähnt, die Grundstückspreise aufgrund des knappen Angebots in München deutlich an, die Preissteigerungen konnten jedoch aufgrund entsprechend attraktiv und nach den neuesten Energieeffizienzmaßstäben gestalteten und errichteten Wohnanlagen direkt an die Käufer weitergegeben werden. Das gestiegene Ergebnisniveau hat zu einem starken Anstieg beim Jahresüberschuss geführt. Während dieser in 2009 bei 1,42 Mio. € lag, betrug der Wert zum 31.12.2013 20,96 Mio. €.

Nachdem zukünftige Projekte aufgrund der geringen Verfügbarkeit von nutzbaren Flächen nur noch zu höheren Preisen erworben werden können, beziehungsweise Abstriche bei der Lage der Bauprojekte gemacht werden müssen, wird sich diese Steigerungsrate in Zukunft nicht mehr darstellen lassen und die Jahresüberschusshöhe mit stagnierenden, beziehungsweise sinkenden Umsatzerlösen entsprechend parallel reduzieren. Die strategische Entscheidung des Vorstandes, die HI Wohnbau GmbH zu veräußern und die seit Gründung der Gesellschaft erzielte Wertsteigerung zu realisieren ist demnach auf Basis der Marktentwicklung sowie dem gegenwärtigen Ausblick für den Münchner Wohnimmobilienmarkt nachvollziehbar.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	8,07	10,25	26,20
Bilanzsumme	122,84	180,19	208,14
<i>EK-Quote (in %)</i>	6,6 %	5,7 %	12,6 %
Baufträge	72,49	95,06	114,32
Bankverbindlichkeiten	65,37	84,79	90,25
Erhaltene Anzahlungen	32,55	64,67	61,40
Zahlungsmittelbestand	47,94	83,01	87,60
Nettoverschuldung	17,43	1,78	2,65

Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Aufgrund der deutlich gestiegenen Anzahl an Bauprojekten stieg in den vergangenen Jahren analog hierzu der Posten „In Ausführung befindliche Bauaufträge“ und erreichte in 2013 mit 114,32 Mio. € den bisherigen Höchstwert. Gleichzeitig führte die positive Ergebnisentwicklung der vergangenen Jahre zu einer stetigen Erhöhung des Eigenkapitals und somit trotz der Ausweitung der Bilanzsumme zu einer Verbesserung der Eigenkapitalquote in 2013 auf 12,6 % (VJ: 5,7 %).

Dem Posten „In Ausführung befindliche Bauaufträge“ stehen die Bankverbindlichkeiten sowie die erhaltenen Anzahlungen gegenüber. Während die Bankverbindlichkeiten der HI Wohnbau GmbH nach 84,79 Mio. € in 2012 in 2013 90,25 Mio. € betragen, beliefen sich die erhaltenen Anzahlungen auf 61,40 Mio. € (VJ: 64,67 Mio. €). Die Bankverbindlichkeiten der HI Wohnbau GmbH weisen eine Restlaufzeit von maximal einem Jahr auf und dienen ausschließlich der Finanzierung der Bauträgerprojekte.

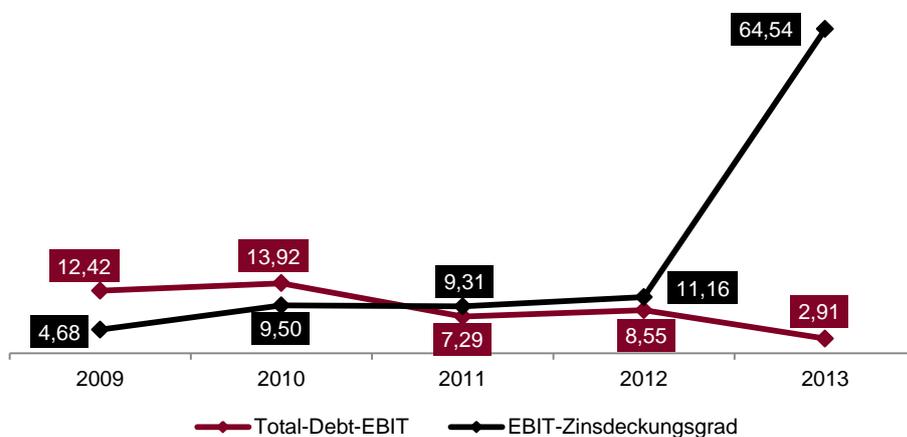
Entwicklung der wichtigsten Bilanzpositionen (in Mio. €)



Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Obwohl die Anzahl der Bauprojekte in den vergangenen Jahren und die damit verbundene Finanzierungstätigkeit deutlich gestiegen ist, sank der dafür aufzuwendende Zinsaufwand aufgrund des stark gesunkenen Zinsniveaus. Bei gleichzeitig deutlich gestiegenem Ergebnis hat sich der Zinsdeckungsgrad sowohl auf EBITDA-, als auch auf EBIT-Basis, wesentlich verbessert und erreichte in 2013 den absoluten Spitzenwert.

Entwicklung von Verschuldung zu EBIT (in Mio. €) sowie EBIT-Zinsdeckungsgrad



Quelle: HI Wohnbau GmbH, GBC AG

Mit einem durchschnittlichen EBIT-Zinsdeckungsgrad von 19,84 über die vergangenen fünf Jahre und einem Höchstwert von 64,54 in 2013 weist die HI Wohnbau GmbH sehr gute Werte auf. Das EBIT hat in 2013 demnach den Betrag der zu zahlenden Zinsen knapp um das 65-fache überstiegen. Gleichzeitig hat sich das Verhältnis der zinstragenden Verbindlichkeiten (Total-Debt zu EBIT) zum EBIT wesentlich verbessert. Während in 2012 zum vorherrschenden Stand der Verbindlichkeiten bei gleichbleibendem EBIT-Niveau 8,55 Jahre zur Rückzahlung notwendig gewesen wären, reduzierte sich die Anzahl der Jahre auf nur noch knapp drei Jahre in 2013. Da die Bankverbindlichkeiten eine Restlaufzeit von unter einem Jahr aufweisen, sollte der Wert jedoch nur als Anhaltspunkt der bisherigen sehr guten Ertragslage der HI Wohnbau GmbH dienen.

Geschäftsentwicklung zum 1. Halbjahr 2014

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2013	Δ 2013/2014	1. HJ 2014
Gesamtleistung	24,63	+76,3 %	43,42
Rohhertrag	1,88	+73,4 %	3,26
Rohhertragsmarge in %	7,6 %	-0,1 Pp.	7,5 %
EBIT	-3,20	+82,2 %	-0,57
EBIT-Marge in %	neg.		neg.
Periodenergebnis	-2,32	+73,3 %	-0,62

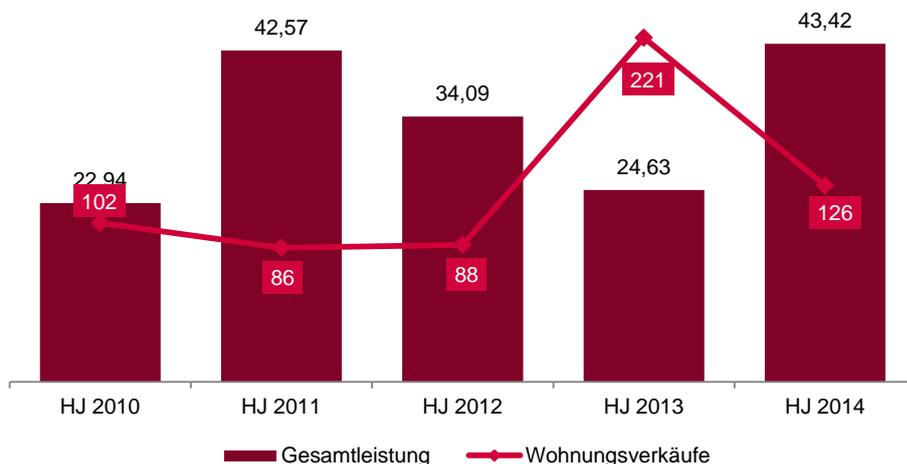
Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Mit 126 veräußerten Einheiten in 2013 lag die HI Wohnbau GmbH zwar deutlich unter dem Wert des Vorjahres (VJ: 221), dies lag jedoch daran, dass in 2013 eine veränderte Projektstruktur vorlag und es zudem bei einem Einzelprojekt zu Verschiebungen kam.

Die Schwankungen in der Gesamtleistung ergeben sich aus der Anzahl und der Art der laufenden Projekte. Während Projekte mit Ein- oder Zweifamilienhäusern bereits bei einer geringeren Einheitenanzahl hohe Umsatzbeiträge leisten, muss bei einem reinen Wohnungsbauprojekt eine größere Zahl an verkauften Einheiten erzielt werden. Gleichzeitig findet die Ertragsrealisierung erst bei Übergabe statt. Die Höhe der Umsatzerlöse, beziehungsweise der Gesamtleistung wird demnach maßgeblich von der Anzahl und der Art der verkauften Einheiten sowie von den erfolgten Übergaben bestimmt. Entsprechend können witterungsbedingte Verzögerungen beim Baufortschritt negative Auswirkungen auf das Umsatzniveau der jeweiligen Periode haben.

Entwicklung der Gesamtleistung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)

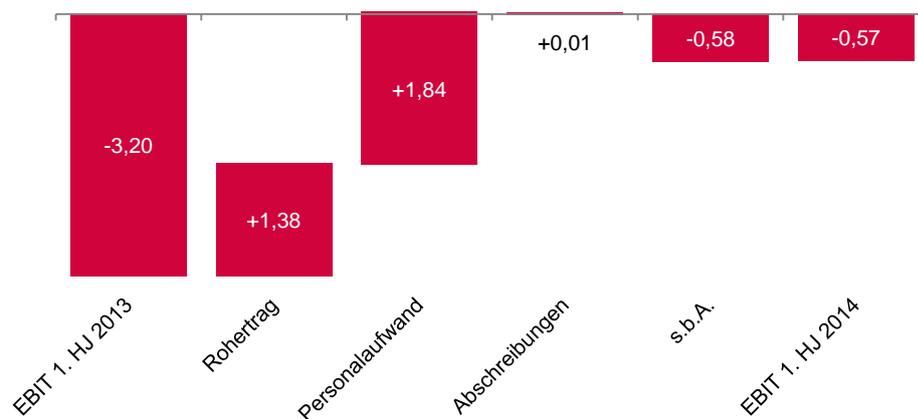


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung

Beim Ergebnis ist die Betrachtung auf Halbjahresbasis ähnlich wie bei den Umsatzerlösen und der Gesamtleistung wenig aussagefähig, da die Übergaben in der Regel vorwiegend im 2. Halbjahr realisiert werden. Zum Halbjahr 2014 erzielte die HI Wohnbau GmbH entsprechend der im Vergleich zu 2013 gestiegenen Umsatzerlöse ein EBIT in Höhe von -0,57 Mio. €, nach -3,19 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Die Ergebnisverbesserung zum Halbjahr 2014 resultiert aus einer gestiegenen Gesamtleistung bei gleichzeitig verbesserter Kostenstruktur.

EBIT-Entwicklung 1. Halbjahr 2013 und 2014 (in Mio. €)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

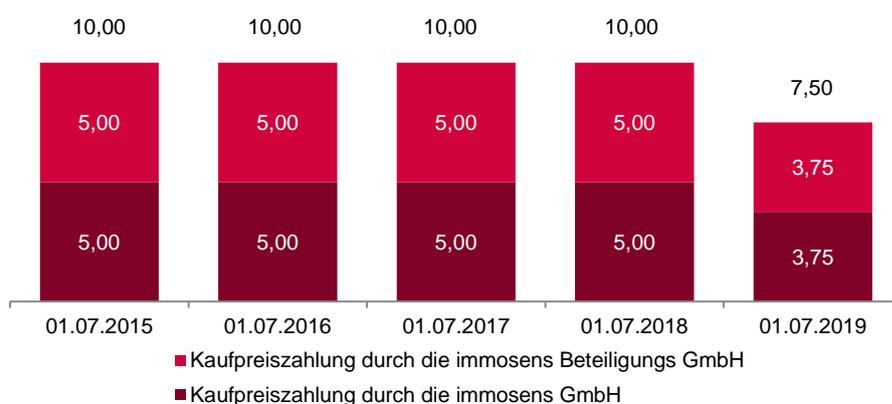
Durch die im ersten Halbjahr in Fertigstellung befindlichen Bauprojekte erhöhten sich die Materialaufwendungen von 23,14 Mio. € auf 40,34 Mio. €. Der deutliche Anstieg stand jedoch einer höheren Gesamtleistung gegenüber, womit sich der Rothertrag im Vergleich zum Vorjahr entsprechend um 1,35 Mio. € erhöhte. Die Personal- und sonstigen Aufwendungen fielen mit 3,11 Mio. € um 1,84 Mio. € geringer aus, als noch im Vorjahreszeitraum mit 4,95 Mio. €. Die Abschreibungen wiederum erhöhten sich leicht um 0,01 Mio. € von 0,02 Mio. € zum Halbjahr 2013 auf 0,03 Mio. € zum 30.06.2014.

Strategieänderung und Verkauf der HI Wohnbau GmbH

Aufgrund der sich abzeichnenden Preisobergrenzen im Verkauf bei gleichzeitig deutlich eingeschränktem Angebot und stark gestiegenen Grundstückspreisen haben sich der Vorstand und der Aufsichtsrat der Hasen-Immobilien AG dazu entschlossen, dass das Geschäftssegment des Bauträgerbereichs an die bisherige Minderheitengesellschafterin immosens GmbH und immosens Beteiligungs GmbH veräußert werden soll. Für die 80%ige Beteiligung der Hasen-Immobilien AG an der HI Wohnbau GmbH haben sich die Verkäuferin und die beiden Käufer auf einen Kaufpreis in Höhe von 47,50 Mio. € verständigt. Darüber hinaus ist eine Nachbesserung des Kaufpreises möglich, wenn zwei derzeit geplante Bauträgerprojekte bis zum 31.12.2020 erfolgreich realisiert werden, jedoch aufgrund des derzeit bestehenden hohen Abweichungs- und Ausfallrisikos nicht in die Berechnung des Kaufpreises eingeflossen sind.

Der Kaufpreis in Höhe von 47,50 Mio. € ermittelt sich aus den derzeit bestehenden Planungen bis einschließlich 2018. Hinzu kommt der bestehende Anteil am Eigenkapital in Höhe von 11,20 Mio. €. Auf Basis der zwischen 2014 und 2018 geplanten Jahresüberschüsse der HI Wohnbau GmbH ergibt sich nach Einschätzungen des Vorstands und der Beteiligten ein kumulierter Wert in Höhe von 48,90 Mio. €. Aufgrund nachlaufender Risiken aus bereits abgeschlossenen Alt-Projekten ist hiervon ein Abschlag in Höhe von 0,75 Mio. € vorzunehmen. Der Kaufpreis wird über mehrere Teilverkäufe bis zum Juli 2019 an die Hasen Real Estate GmbH & Co. KG realisiert.

Aufteilung der Kaufpreiszahlungen bis einschließlich 2019 (in Mio. €)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Der bestehende Rahmenkreditvertrag vom 26.05.2014 zwischen der Hasen-Real Estate GmbH & Co. KG und der HI Wohnbau GmbH über die Gewährung eines laufenden Kreditrahmens in Höhe von bis zu 15,00 Mio. € wurde mit Wirkung zum 30.06.2015 aufgehoben. Zum heutigen Zeitpunkt wurde ein Betrag in Höhe von 2,00 Mio. € ausgeschöpft, der bis zum 30.06.2015 inklusive Zinsen an die Hasen-Real Estate GmbH & Co. KG zurückgezahlt werden muss.

Durch den Verkauf der HI Wohnbau GmbH wird sich die Hasen-Immobilien AG vom zyklischen Bauträgergeschäft vollständig trennen, womit ein potentiell zukünftiges Risiko innerhalb des Immobiliensektors vollständig vermieden wird. Die Kosten des Abschlusses und der Durchführung des Vertrages sowie die anfallenden Verkehrssteuern werden dabei vollständig von den beiden Erwerbern getragen. In Zukunft wird sich die Hasen-Immobilien AG ausschließlich auf die Optimierung sowie die Ausweitung des Immobilienbestandsportfolios konzentrieren. Hierbei ist geplant, dass die zukünftigen Zahlungen aus dem Kaufpreis vorzugsweise in Bestandsimmobilien in 1a-Lagen, auch in München, investiert werden.

Prognose- und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Gesamtleistung	149,02	85,00	125,00	105,00	93,00	82,00
Rohertrag	45,51	23,85	43,00	34,95	22,95	19,88
Rohertragsmarge in %	30,5 %	28,1 %	34,4 %	33,3 %	24,7 %	24,2 %
EBIT	30,98	9,52	29,19	19,29	8,53	7,19
EBIT-Marge in %	20,8 %	11,2 %	23,4 %	18,4 %	9,2 %	8,8 %
Jahresüberschuss	20,96	5,65	18,97	12,23	4,96	4,13

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose und Geschäftsentwicklung bis einschließlich 2018

Für das Geschäftsjahr 2014 erwartet der Vorstand der Hasen-Immobilien AG eine erneut positive Geschäftsentwicklung. Die Werte beim operativen Ergebnis sowie dem Jahresüberschuss aus dem Jahr 2013 dürften jedoch nicht mehr erreicht werden. Vor allem die hohen Preisniveaus sowie die Verknappung von potentiellen Projektflächen, auch in mittleren Lagen, in Kombination mit einer wachsenden Preissensibilität der Käufer dürften die Geschäftsentwicklung in 2014 maßgeblich beeinflusst haben und werden voraussichtlich auch in den kommenden Jahren für deutlich rückläufige Wachstumsraten sowie Margenniveaus verantwortlich sein. Trotz der zukünftig zu erwartenden rückläufigen Margen wurde sowohl in der Umsatz-, als auch in der Ergebnisprognose, für die HI Wohnbau GmbH keine Standortveränderung angenommen, da hierzu keinerlei Anhaltspunkte vorliegen.

Um weiterhin eine entsprechend hohe Anzahl an Wohnprojekten zu realisieren und an die Käufer entsprechend veräußern zu können, hat die HI Wohnbau GmbH durch die Kooperation mit anderen namhaften und erfahrenen Bauträgergesellschaften und der Gründung entsprechender Projektgesellschaften die Weichen für zukünftiges Wachstum gestellt. An diesen einzelnen Projektgesellschaften ist die HI Wohnbau GmbH in der Regel zu 50 % beteiligt. Für das Jahr 2014 ging die Gesellschaft im Bauträgerbereich von Auftragseingängen von insgesamt bis zu 340 Wohneinheiten aus. Dabei wurde geplant, dass rund 150 Einheiten direkt durch die HI Wohnbau GmbH und bis zu 190 Einheiten im Rahmen und der Tätigkeit der einzeln hierfür gegründeten Projektgesellschaften abgewickelt werden.

Wie dem Bericht des Vorstandes für die außerordentliche Hauptversammlung am 27.03.2015 zu entnehmen ist, konnten im Geschäftsjahr 2014 rund ¼ der geplanten Übergaben nicht durchgeführt werden und werden somit erst im laufenden Jahr 2015 ergebniswirksam sein. Entsprechend wird der ursprünglich geplante Jahresüberschuss in Höhe von 17,00 Mio. € bis 19,00 Mio. € nicht erreicht werden. Unserer Einschätzung nach dürfte nach Berücksichtigung der zeitlichen Verschiebung der Übergaben in 2014 eine Gesamtleistung von 85,00 Mio. € erreicht worden sein. Dies basiert auf der Annahme, dass die Zahl der verkauften Wohnungen die Größe von 340 Einheiten erreicht hat und bei den Übergaben bis zu 200 Stück erfolgreich übergeben worden sind.

Umsatzprognose

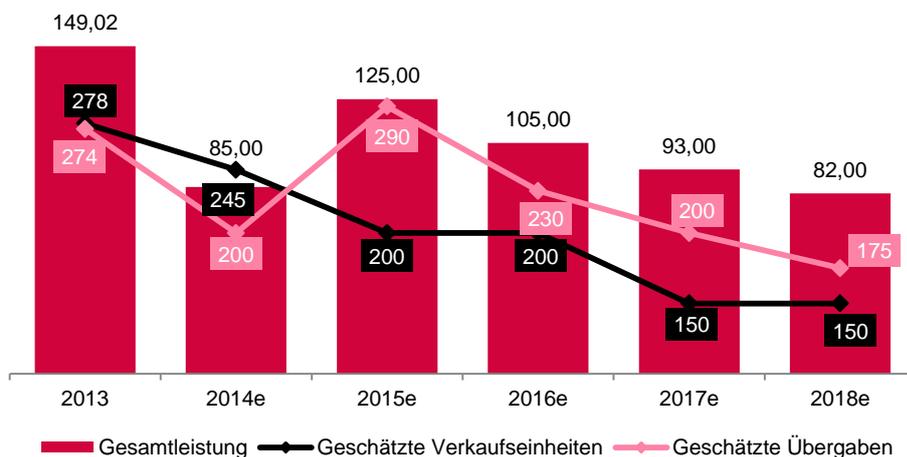
in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Verkaufte Einheiten	278	245*	ca. 200	ca. 200	ca. 150	ca. 150
Übergebene Einheiten	274	ca. 200	ca. 290	ca. 230	ca. 200	ca. 175
Gesamtleistung	149,02	85,00	125,00	105,00	93,00	82,00

* 190 mit 50%iger Beteiligung und 150 Eigenvertrieb

Quelle: GBC AG

Im laufenden Geschäftsjahr 2015 wird die Anzahl der verkauften Wohneinheiten unserer Einschätzung nach rund 200 betragen. Dies setzt sich aus 100 Einheiten aus dem Eigenvertrieb und 200 Einheiten aus Projekten, bei denen eine 50 %ige Beteiligung besteht zusammen. Gleichzeitig müssen in 2015 die Übergaben berücksichtigt werden, die in 2014 zeitbedingt nicht mehr durchgeführt werden konnten. Demnach gehen wir für das Geschäftsjahr 2015 von einer Gesamtleistung in Höhe von 125,00 Mio. € aus.

Geschätzte Entwicklung der Gesamtleistung und Anzahl der verkauften und übergebenen Einheiten



Quelle: GBC AG

In den kommenden Jahren ist mit einer weiteren Verschärfung der Immobilienmarktsituation in München zu rechnen. Während sich die Anzahl der potentiellen Projektflächen weiter reduzieren wird, dürfte das Preisniveau weiter auf einem sehr hohen Niveau verbleiben, beziehungsweise noch weiter ansteigen. Aufgrund dieser angespannten Marktsituation, vor allem innerhalb der Stadt München, ist in der Zukunft mit sinkenden Verkaufszahlen sowie mit rückläufigen Umsatzerlösen zu rechnen. Hinzu kommt, dass das Zinsniveau bei entsprechender konjunktureller Erholung wieder ansteigen wird und sich die bisher äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen sowohl für die Gesellschaft, als auch für die Kunden verteuern werden.

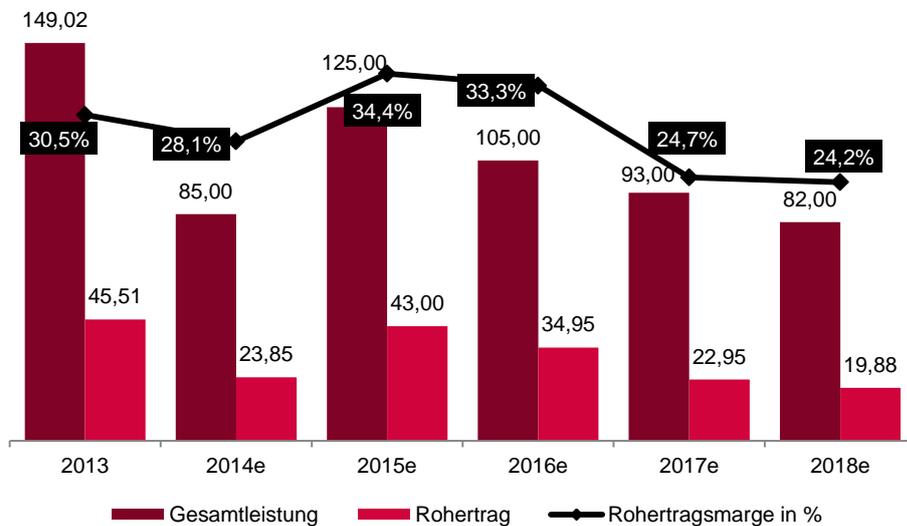
Bis einschließlich 2016 dürften sich unserer Einschätzung nach jedoch die hohen Verkaufszahlen in den Jahren vor 2014 positiv auf die zukünftige Anzahl der Übergaben auswirken, womit sich diese trotz rückläufiger Verkaufszahlen auf einem relativ hohen Niveau halten dürften und sich somit positiv auf die Umsatzerlöse und die Gesamtleistung auswirken sollten. Die geschätzte Anzahl der verkauften Wohneinheiten setzt sich dabei aus dem Eigenvertrieb der HI Wohnbau GmbH und den aus den zu 50 % beteiligten Projektgesellschaften stammenden Verkäufen zusammen. Im Anschluss an 2018 sollte sich das Niveau von Umsatz- und Gesamtleistung auf dem durchschnittlichen Niveau der Jahre 2009 bis 2011 und somit auf Höhe vor dem Immobilienboom in München bewegen.

Ergebnisprognose

Im Zuge des deutlich gestiegenen Preisniveaus sowie der geringen Verfügbarkeit von neuen Projektflächen ist für die Zukunft mit steigenden Materialaufwendungen sowie von erhöhten Vertriebsaufwendungen je verkaufter Wohneinheit auszugehen. Demnach dürften die Margenniveaus in den kommenden Jahren wesentlich zurückgehen und unserer Einschätzung nach die Höhe von 2013 nicht mehr erreichen können. Für das Geschäftsjahr 2014 erwarten wir auf Basis einer Gesamtleistung von 85,00 Mio. € und auf Basis der Verschiebungen von ¼ der Übergaben in das Jahr 2015 einen Rohertrag in Höhe von 23,85 Mio. € (VJ: 45,51 Mio. €). Dies entspricht einer Rohertragsmarge von 28,1 %.

Aufgrund der Nacharbeiten die durch die Verschiebungen entstehen dürften, rechnen wir auch für das Jahr 2015 mit Verzögerungen bei den Übergaben, die jedoch im Anschluss in 2016 vollständig abgebaut sein sollten. Durch die nachgelagerten Übergaben in 2015 und 2016 wird sich die Rohertragsmarge in diesen beiden Jahren auf einem hohen Niveau von um die 33,0 % bis 34,00 % bewegen. Im Anschluss an die Jahre 2015 und 2016 gehen wir aufgrund des angespannten Preisniveaus von steigenden Materialaufwendungen aus sowie aufgrund von rückläufigen Verkaufszahlen von einer sinkenden Gesamtleistung. Dies wird unserer Ansicht nach in Kombination zu einem deutlichen Rückgang der Rohertragsmarge führen und zu einem Niveau führen, welches vor dem Immobilienboom erzielt wurde und dem Durchschnitt der Jahre 2009 bis 2011 entspricht.

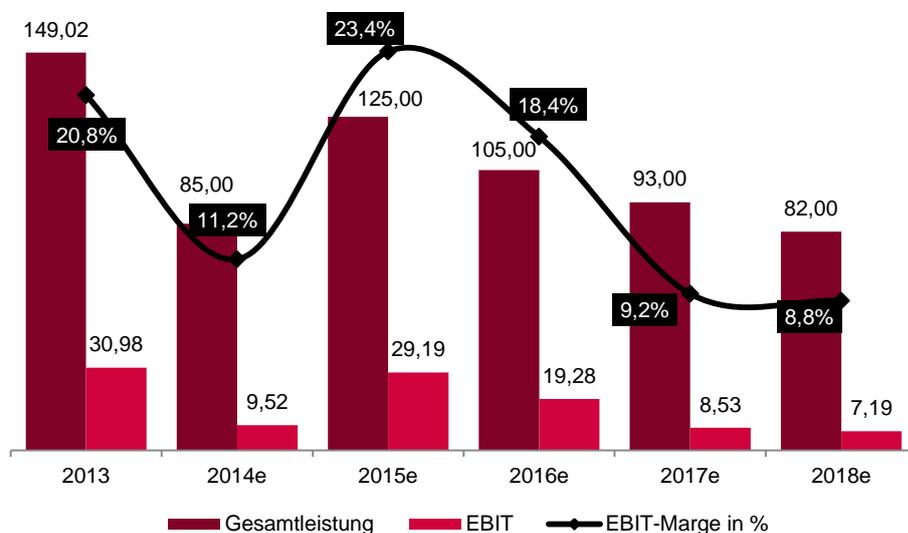
Geschätzte Entwicklung der Gesamtleistung, des Rohertrags (in Mio. €) sowie der Rohertragsmarge (in %)



Quelle: GBC AG

Dementsprechend ist in 2014 unserer Einschätzung nach mit einem EBIT in Höhe von 9,52 Mio. € (VJ: 30,98 Mio. €) und einer EBIT-Marge (bezogen auf die Gesamtleistung) von 11,2 % zu rechnen. In 2015 und 2016 dürften das EBIT und die EBIT-Marge aufgrund der nachgelagerten Übergaben nochmals auf einem Niveau des Jahres 2013 liegen. Im Anschluss an 2016 ist jedoch mit einem deutlichen Rückgang beim EBIT und der EBIT-Marge zu rechnen. Unserer Einschätzung nach wird sich das Margenniveau auf dem Niveau von 2009 bis 2011 und somit ebenfalls auf Höhe der Zeit vor dem Immobilienboom einpendeln.

Geschätzte Entwicklung der Gesamtleistung und des EBIT (in Mio. €) sowie der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Unter der angenommenen Entwicklung der Rohertragsmarge sowie der EBIT-Marge wird sich unserer Einschätzung nach der Jahresüberschuss bis zum Jahr 2018 merklich reduzieren, womit sich im Anschluss auch die ergebnisabhängigen Personalaufwendungen nach und nach rückläufig sein sollten. Diese Entwicklung dürfte sich jedoch erst ab dem Jahr 2018 einstellen und wurde in unseren Annahmen aufgrund des Planungshorizonts bis einschließlich des Geschäftsjahres 2018 nicht berücksichtigt.

Bewertung der Verkaufstransaktion und des Kaufpreises

Zwischen den Vertragsparteien wurde ein Kaufpreis in Höhe von 47,50 Mio. € für die Anteile an der HI Wohnbau GmbH vereinbart. Dieser setzt sich aus den Jahresüberschüssen der Jahre 2014 bis einschließlich 2018 sowie den bisher von der Hasen-Real Estate GmbH & Co. KG (einer 100%igen Tochter der Hasen-Immobilien AG) an der HI Wohnbau GmbH gehaltenen 80%-Anteil am Eigenkapital zusammen. Da sich der vereinbarte Kaufpreis in Höhe von 47,50 Mio. € über fünf verschiedene Zahlungszeitpunkte erstreckt, müssen die einzelnen Zahlungen mit den für die HI Wohnbau GmbH ermittelten Eigenkapitalkosten in Höhe von 7,5 % auf das Jahr 2015 diskontiert werden. Auf Basis der einzelnen diskontierten Zahlungen ergibt sich somit ein diskontierter Kaufpreis in Höhe von 41,62 Mio. €, der als Vergleichswert für die Kaufpreisbewertung heranzuziehen ist.

Diskontierung der Kaufpreiszahlungen

in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	Summe
Kaufpreiszahlung	10,00	10,00	10,00	10,00	7,50	47,50
Diskontierungssatz	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Diskontierte Kaufpreiszahlung	10,00	9,30	8,65	8,05	5,62	41,62

Quelle: GBC AG

Um den zwischen der Hasen-Immobilien AG und der immosens GmbH sowie der immosens Beteiligungs GmbH vereinbarten Kaufpreis zu bewerten, wurden für die Jahre 2014 bis einschließlich 2018 die Jahresüberschüsse der HI Wohnbau GmbH geschätzt und der 80%ige Anteil der Hasen-Immobilien AG an den Jahresüberschüssen berechnet. Im Anschluss an die Jahresüberschusserschätzung wurde die HI Wohnbau GmbH unter Verwendung der Residualgewinn-Methode bewertet.

Die Vorteile des Residualgewinn-Modells ist, dass die zukünftigen Cashflows zur Bestimmung des Unternehmenswertes nicht bestimmt werden müssen, was im Fall der HI Wohnbau GmbH aufgrund der Bauträgertätigkeit und der damit zusammenhängenden ständigen Veränderung des Working Capitals für den langen Zeitraum bis 2019 mit hohen Unsicherheiten behaftet wäre. Zum anderen bietet das Residualgewinn-Modell den Vorteil, dass ein endlicher Zeitrahmen angenommen werden kann, was auf Basis des Verkaufs und der Berücksichtigung der Jahresüberschüsse bis einschließlich 2018 zutreffend ist.

Inputparameter zur Berechnung des Diskontierungssatzes

Inputparameter	
Risikoloser Zinssatz	1,25 %
Ermitteltes Beta	0,23
Marktrisikoprämie	5,50 %
Eigenkapitalkosten auf Basis des CAPM	2,50 %
Small Cap Premium	5,00 %
Diskontierungssatz	7,50 %

Quelle: GBC AG

Zur Bestimmung des Diskontierungssatzes wurde das Beta der Hasen-Immobilien AG bestimmt. Zur Berechnung des Betas wurde die Entwicklung der Aktienrenditen der Hasen-Immobilien AG mit der Entwicklung der Aktienrenditen des Deutschen Aktienindex (DAX) seit dem 02.01.2008 bis zum 02.02.2015 auf monatlicher Basis untersucht und ein Wert von 0,23 ermittelt. Der risikolose Zinssatz von 1,25 % wird gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirt-

schaft (FAUB) des Instituts der Deutschen Wirtschaft (IDW) aus aktuellen Zinsstrukturen für risikolose Anleihen abgeleitet. Unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,5 % sowie eines Small Cap Premium in Höhe von 5,0 % haben wir einen Diskontierungssatz von 7,5 % ermittelt

Im Rahmen der Bewertung unter Verwendung der Residualgewinn-Methode wurde ausgehend vom Eigenkapitalanteil zum 11.12.2014 in Höhe von 8,96 Mio. € (100 %: 11,20 Mio. €) auf Basis der ermittelten Jahresüberschüsse bis einschließlich zum Geschäftsjahr 2018 der 80%ige Eigenkapitalanteil der Hasen-Immobilien AG an der HI Wohnbau GmbH geschätzt. Auf diesen Eigenkapitalanteil wurden Eigenkapitalkosten in Höhe von 7,5 % angesetzt, die wir unter Nutzung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnet haben und gleichzeitig den Diskontierungssatz darstellen.

Residualgewinn-Modell zur Bewertung des Verkaufspreises

in Mio. €	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Jahresüberschuss	5,65	18,97	12,23	4,96	4,13
80 %iger Anteil der Jahresüberschüsse	4,52	15,17	9,78	3,97	3,30
80 % Eigenkapitalanteil	8,96	24,13	33,92	37,88	41,19
Eigenkapitalkosten in %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
kalkulatorische Eigenkapitalkosten*	-1,57	-0,67	-1,81	-2,54	-2,84
Residualgewinn	2,95	14,50	7,97	1,43	0,46
Diskontierte Residualgewinne	2,95	14,50	6,90	1,15	0,37
Summe der diskontierten Residualgewinne (25,87) Mio. € und dem Eigenkapitalanteil (8,96 Mio. €)					34,83

Quelle: GBC AG; * bezogen auf den Eigenkapitalanteil des Vorjahres

Von den jährlich geschätzten Jahresüberschüssen für die Jahre 2014 bis einschließlich 2018 wurden die jährlich anfallenden kalkulatorischen Eigenkapitalkosten (bestehender 80%iger Eigenkapitalanteil multipliziert mit 7,5 %) abgezogen und nach Subtraktion mit dem Diskontierungssatz in Höhe von 7,5 % auf den Stichtag 01.01.2015 diskontiert. Hieraus ergab sich nach unseren Berechnungen ein Wert in Höhe von 25,87 Mio. €, welchem der zum 11.12.2014 bestehende Eigenkapitalanteil in Höhe von 8,96 Mio. € (80% von 11,20 Mio. €) hinzuzurechnen ist. Somit beträgt der faire Wert der 80%igen Beteiligung an der HI Wohnbau GmbH unter Berücksichtigung der Jahresüberschüsse zwischen 2014 und 2018 34,83 Mio. €.

Wird der ermittelte Wert mit dem vereinbarten diskontierten Kaufpreis in Höhe von 41,62 Mio. € verglichen, so ergibt sich ein Aufschlag von 19,5 %. Dies entspricht unserer Einschätzung nach einem attraktiven Premium auf den von uns ermittelten fairen Wert der HI Wohnbau GmbH und unterstützt zusätzlich die Verkaufsentscheidung des Vorstandes der Hasen-Immobilien AG.

Zusammensetzung des Kaufpreises der HI Wohnbau GmbH (in Mio. €)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

BEWERTUNG DER HASEN-IMMOBILIEN AG NACH VERÄUßERUNG DES BAUTRÄGERGESCHÄFTS IN FORM DER ANTEILE AN DER HI WOHNBAU GMBH

Hinweis: Die nachfolgende Beschreibung des Geschäftsmodells bezieht sich ausschließlich auf die Geschäftstätigkeit der Hasen-Immobilien AG sowie deren Tochtergesellschaften Hasen-Immobilien Verwaltungs GmbH und Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG, welche das Bestandhaltungsgeschäft betreiben. Die für die Beschreibung, als auch für die Bewertung herangezogenen Informationen, wurden aus den Einzelabschlüssen der Hasen-Immobilien Verwaltungs GmbH und Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG sowie aus dem Konzernbericht der Hasen-Immobilien AG entnommen.

Geschäftsmodell - Immobilienverwaltung

Die Immobilienbestandsverwaltung wird durch die Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG durchgeführt, welche eine 90%ige Tochtergesellschaft der Hasen Immobilien AG ist. Dabei verfolgt die Gesellschaft im Segment Immobilienverwaltung das Ziel, das Bestandsportfolio durch entsprechende Käufe und Verkäufe in und um Augsburg kontinuierlich zu optimieren. Zum Erwerb stehen dabei besonders größere Immobilien in bester Lage im Zentrum Augsburgs im Fokus, wobei kleinere und weniger rentable Bestandsimmobilien im Gegenzug veräußert werden, um dadurch eine Konzentration auf höherwertige und ertragsstärkere Immobilien zu schaffen. Neben dem Kauf und Verkauf entsprechender Immobilien werden die Bestandsobjekte kontinuierlich auf Renovierungs- und Sanierungsbedarf überprüft, um die wirtschaftliche Nutzbarkeit zu verbessern sowie ein entsprechend hohes Mietniveau auch in Zukunft garantieren zu können. Bezogen auf den Umsatz- und Ergebnisbeitrag leistet die Immobilienbestandsverwaltung im Vergleich zur Bauträgertätigkeit einen deutlich geringeren Beitrag.

Innerhalb der Immobilienbestandsverwaltung befanden sich zum 31.12.2013, unter Berücksichtigung bereits getätigter, aber noch nicht vollzogener Verkäufe, 15 Gaststättengrundstücke (mit jeweils einer Gaststätte und Wohnungen), neun Wohn- und Geschäftshäuser sowie zwei Baugrundstücke, von denen eines derzeit als Parkfläche genutzt wird, im Besitz der Gesellschaft. Neben den aufgeführten Immobilien besitzt die Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG unbebaute und teilweise landwirtschaftlich genutzte Flächen im Umland von Augsburg sowie das in Haunstetten, bei Augsburg, gelegene Logistikzentrum, welches eine Halle und Büroräume umfasst.

Immobilienbesitz der Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG (Stand: 31.12.2013)

Immobilie	Grundstücksgröße in m²
Fünfzehn Gaststättengrundstücke (davon 12 in Augsburg)	13.354 m ²
Neun Wohn- und Geschäftshäuser	8.886 m ²
Zwei Baugrundstücke (eines davon als Parkfläche genutzt)	1.577 m ²
Ein mit Erbbaurecht versehenes Grundstück in Augsburg	661 m ²
Unbebaute und teilweise landwirtschaftlich genutzte Flächen	44.510 m ²
Logistikzentrum (Halle und Büroräume) in Haunstetten (Augsburg)	28.408 m ²
Gesamt	97.396 m²

Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Im Zuge der Veräußerung des Geschäftsbereiches Bauträgertätigkeit sollen die daraus zukünftig zufließenden Mittel im Bereich der Bestandsverwaltung eingesetzt werden.

Hierzu wird sich der Erwerb von weiteren Bestandsimmobilien nicht nur auf die Stadt und den Raum Augsburg beschränken, sondern vorzugsweise in 1a-Lagen im Raum München und im Bereich der Gewerbeimmobilien durchgeführt werden.

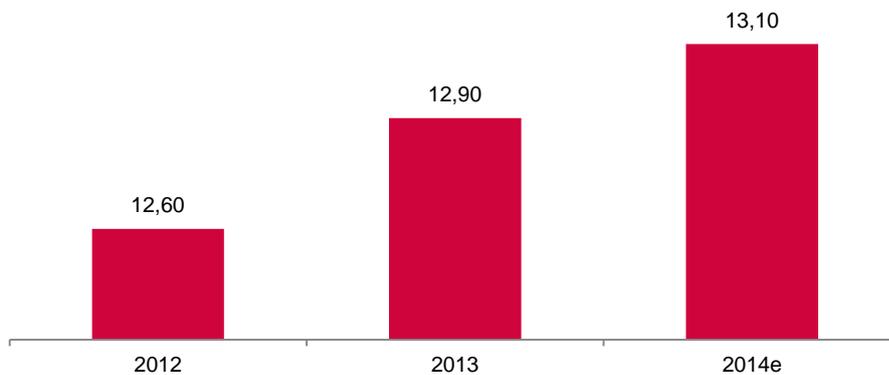
Immobilienmarkt im Bereich Bestandsverwaltung

Immobilienstandort Augsburg

Der Augsburger Immobilienstandort hat sich in den vergangenen Jahren stark gewandelt. Maßgeblich für die Veränderung sind die zahlreichen Sanierungs- und Umbaumaßnahmen, wie beispielsweise die Verbesserung der innerstädtischen Verkehrserschließung sowie die Bebauung bisheriger Konversionsflächen. Speziell die Preise innerhalb des Wohnimmobilienmarktes haben sich dabei in den letzten Jahren laut einer Studie der Immobilienberatungsgesellschaft Bosseler & Abeking, durch die Nähe und die gute verkehrstechnische Anbindung an die bayerische Landeshauptstadt München und die damit verbundene erhöhte Nachfrage, nach oben entwickelt.

Im Gegensatz zum Wohnimmobiliensegment konnte der Bereich der Gewerbeimmobilien von der Nähe zu München in der Vergangenheit nur weniger profitieren. Laut der DG HYP bildet der Büroimmobilienmarkt in Augsburg den kleinsten der innerhalb der Studie „Regionale Immobilienzentren 2013/2014“ betrachteten Märkte in der Gruppe der zwölf Oberzentren. Dabei sind die im Verhältnis zu den restlichen Oberzentren niedrigen Mietpreise und das geringere Volumen des Büromarktes laut der DG HYP möglicherweise auf die in den vergangenen Jahrzehnten stattgefundenen strukturelle Wandlung Augsburgs von einer bedeutenden Textilindustrie hin zu einer vielseitigen und technologieorientierten Industriestadt zurückzuführen.

Entwicklung der Spitzenmieten in den 12 Oberzentren für Büroimmobilien in €/m²



Quelle: DZ Bank, Feri, BulwienGesa, GBC AG

Der beschriebene Wandel und die rückläufige sowie niedrige Leerstandsquote von knapp über 5,0 % in 2013, haben in Augsburg ebenfalls zu steigenden Spitzenmieten geführt. Diese liegt mit knapp unter 12,00 € im Vergleich zu den restlichen 11 Oberzentren jedoch weiterhin auf einem relativ niedrigen Niveau, welches jedoch laut der DG HYP in 2014 aufgrund der gering verfügbaren Flächen und der guten Beschäftigungssituation um etwa zwei bis drei Prozent angestiegen sein könnte. Eine ähnliche Steigerung wird für die Mietpreise in Bezug auf die in Augsburg vorhandenen Flächen der Handelsimmobilien gesehen. Diese dürften beispielsweise bei kleineren Flächen von bis zu maximal 100 m² vom derzeitigen Niveau von 110,00 € je Quadratmeter im laufenden Jahr um knapp zwei Prozent ansteigen, was jedoch weiterhin eine vergleichsweise niedrige Spitzenmiete darstellt und somit weiteres Wachstumspotential bietet. Ähnlich der

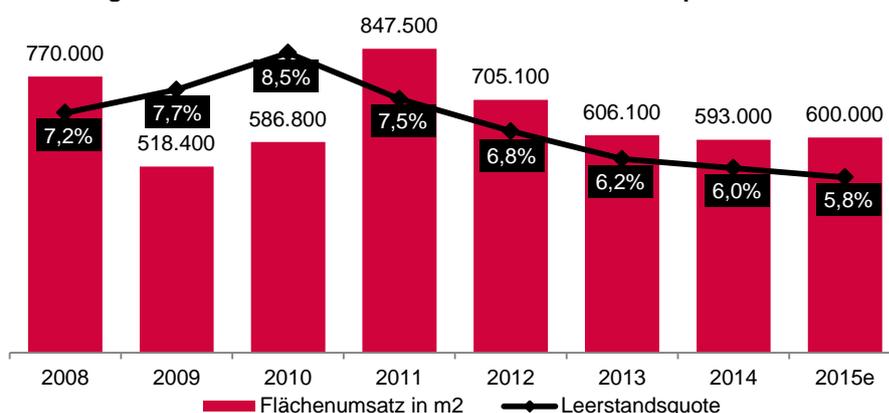
Entwicklung des Gesamtmarktes dürfte sich durch die gute Beschäftigungssituation und die geringen Leerstandsflächen sowohl das Preisniveau für Wohnimmobilien-, als auch für Gewerbeimmobilien, in den kommenden Jahren nach oben entwickeln. Dabei dürfte die Stadt Augsburg weiterhin sehr stark von der guten infrastrukturellen Lage sowie der Nähe zu München profitieren.

Immobilienstandort München

Der gewerbliche Immobilienmarkt innerhalb Deutschlands hat sich seit dem Jahr 2011 sehr positiv entwickelt. In den Jahren 2011 bis 2013 stieg an den sieben Top-Immobilienstandorten die Spitzenmiete um kumuliert rund 10,0 %, wobei zwischen den verschiedenen Standorten sehr große Unterschiede lagen. Während laut der DG HYP München als Ausnahmestandort eine Steigerungsrate von 14,0 % bis 16,0 % vorweisen konnte, lag diese in Köln innerhalb der drei Jahre bei nur rund 6 %. Trotz der deutlichen Steigerung liegt München in 2014 mit einer Spitzenmiete je Quadratmeter von rund 33,00 € unter dem Niveau von 35,00 € des teuersten deutschen Büroimmobilienstandorts Frankfurt.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 lag der Flächenumsatz mit Büroimmobilien in München mit 593.000 m² leicht unter dem Vorjahreswert von 606.100 m². Als Grund für den leichten Rückgang um 4,0 % führen die Experten von Savills Research Germany den Umstand an, dass in 2014 weniger große Transaktionen durchgeführt wurden, da diese noch zum Ende des Jahres 2013 abgeschlossen wurden. Somit hat sich der Markt für Büroimmobilien in München in 2014 durchaus positiv entwickelt. Hervorzuheben ist darüber hinaus auch die seit dem Jahr 2011 kontinuierlich sinkende Leerstandsquote, die im Jahr 2014 zuletzt bei nur noch um die 6,0 % lag. Für das Jahr 2015 erwartet Savills Research Germany eine Leerstandsquote von unter 6 %, während die DG HYP von einem Wert um die 6 % ausgeht.

Entwicklung des Flächenumsatzes in m² und der Leerstandsquote in %



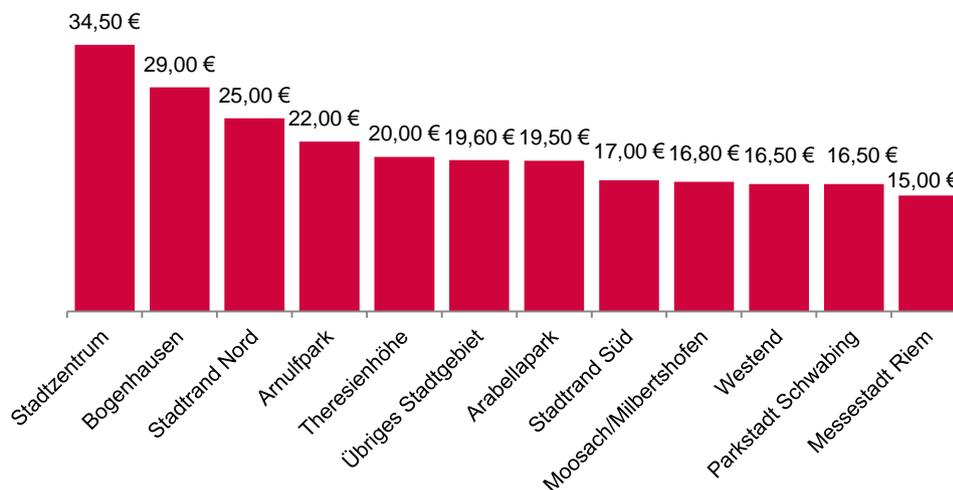
Quelle: Savills Research Germany, GBC AG

Mit einer Leerstandsquote von um die 6,0 % weist der Münchner Gewerbeimmobilienmarkt den absoluten Spitzenwert unter den Top-Immobilienstandorten in Deutschland auf. Vor allem im Zentrum Münchens sind verfügbare Flächen äußerst knapp und neue Fertigstellungen sind auch im kommenden Jahr nicht in nennenswerter Zahl zu erwarten, weshalb sich die Quote nicht verschlechtern dürfte. Mangels Alternativen tendieren die Mieter daher dazu, die bestehenden Verträge möglichst langfristig zu verlängern und nehmen beim Mietpreis auch Erhöhungen in Kauf. Zu beobachten ist laut Savills Research Germany, dass die Mieter verstärkt eine hohe Ausstattungsqualität der angemieteten Immobilien erwarten und die Flächeneffizienz steigern und optimieren wollen.

Für das Jahr 2015 rechnet Savills Research Germany mit einem erneuten Anstieg der Mieten in München. So ist davon auszugehen, dass im laufenden Jahr rund 130.000 m² neue Flächen fertiggestellt werden, was rund 18,0 % unter den rund 158.000 m² aus 2013 liegt. Bei gleichzeitig weiterhin hoher beziehungsweise steigender Nachfrage werden sich die Mietpreise daher nochmals erhöhen. Sowohl die Durchschnitts-, als auch die Spitzenmiete, dürfte sich in 2015 nochmals steigern. Diese Erwartung teilen auch die Experten der DG HYP, die für 2015 von einer Spitzenmiete von 33,50 € ausgehen.

Zu diesem Schluss kommen auch die Experten von BNP Paribas Real Estate, die für 2015 von einem Flächenumsatz um die 600.000 m² sowie von einer erneut rückläufigen Leerstandsquote ausgehen. Bei der Spitzenmiete rechnen die Immobilienspezialisten hingegen mit einer Stagnation auf dem derzeit hohen Niveau, wobei im Stadtzentrum die Miete das aktuelle Niveau nochmals überbieten könnte.

Höchstmieten in München in € pro m²



Quelle: BNP Paribas Real Estate, GBC AG

Der Münchner Gewerbeimmobilien-Markt bietet demnach auch in den kommenden Jahren weiterhin Potential und steht im Fokus von Entwicklern sowie Investoren. Vor allem die sehr gute konjunkturelle Lage in München und der Region dürfte dem Standort zu einer stabilen Entwicklung verhelfen. Dies bestätigt auch eine in 2013 von PriceWaterhouseCoopers (PWC) und dem Hamburgischen Weltwirtschaftsinstitut durchgeführte Studie. Demnach hat die Region München im Vergleich zu den fünf weiteren deutschen Metropolregionen mit Abstand die besten Zukunftsaussichten. Die Universitätsstadt München bietet Unternehmen unter anderem eine hohe Verfügbarkeit an gut ausgebildeten Fachkräften, umfassende Forschungsmöglichkeiten sowie eine hervorragende Infrastruktur. Die hohe wirtschaftliche Stärke, attraktive Arbeitgeber in Kombination mit einer hohen Lebensqualität und einer sehr hohen Kaufkraft je Einwohner bilden demnach die Grundlage für das zukünftige Wachstum und die weiterhin entsprechend positive Entwicklung der Stadt sowie der Region.

Historische Geschäftsentwicklung

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Umsatzerlöse	2,70	3,22	3,27
Gesamtleistung	4,81	3,53	3,83
Rohertrag	4,47	3,73	2,95
Rohertragsmarge in %*	92,9 %	105,5 %	77,0 %
EBIT	3,19	1,95	1,22
EBIT-Marge in %*	66,4 %	55,2 %	32,0 %
Jahresüberschuss	1,96	0,97	0,30

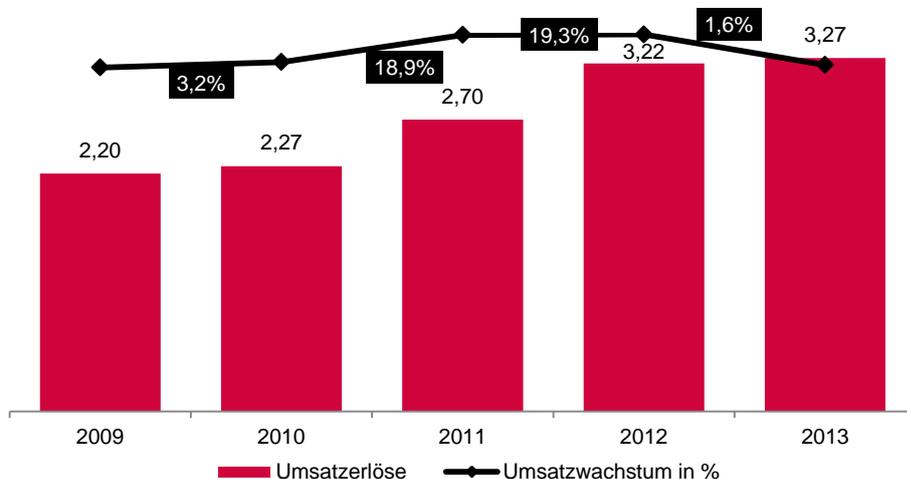
* bezogen auf die Gesamtleistung

Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Die Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG führt in der Stadt sowie im Raum Augsburg die Verwaltung von Bestandsimmobilien durch. Durch die Anpassung des Bestandsportfolios sowie die ebenso in Augsburg und Umgebung gestiegenen Mietpreise, konnten die Erlöse in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesteigert werden und betragen im Geschäftsjahr 2013 rund 3,27 Mio. € und somit 1,6 % mehr als noch im Vorjahr (VJ: 3,22 Mio. €). Wird der Zeitraum seit 2009 betrachtet, so ergibt sich ein jährliches Umsatzwachstum um 10,4 %, was über der Mietpreissteigerung im Raum Augsburg liegt. Die Gesamtleistung enthält dabei die Mieterlöse sowie die durch Veränderung der Zeitwerte entstehenden sonstigen betrieblichen Erträge.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

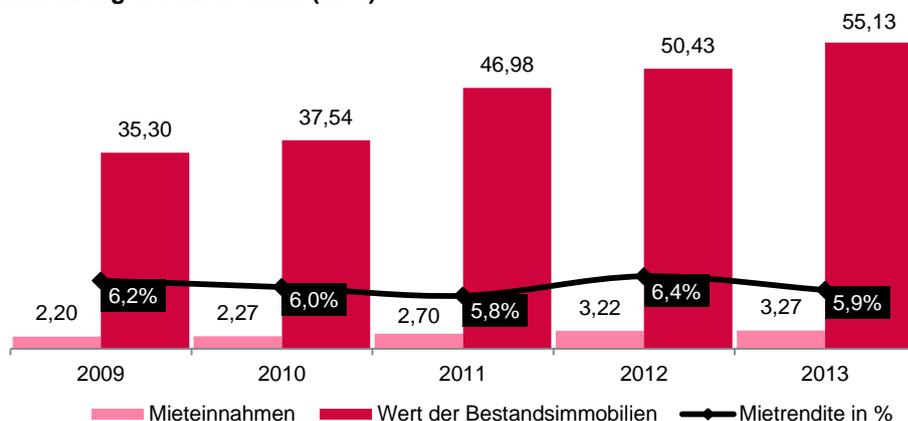


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 wurden zwei von vier zum Verkauf stehenden Immobilien veräußert und im Zuge der Portfoliooptimierung ein Geschäfts- und Wohnhaus im Zentrum von Augsburg hinzuerworben. Neben dem Kauf und Verkauf einzelner Immobilien wurden darüber hinaus in 2013 umfangreiche Sanierungs- und Renovierungsmaßnahmen an den bestehenden Immobilien durchgeführt. Durch die laufenden Revitalisierungsmaßnahmen können bestehende Mietverträge bei Auslaufen erfolgreich verlängert werden sowie mögliche Mietpreisanpassungen durchgesetzt werden. Zudem ist die Gesellschaft durchweg bemüht neue qualitative und rentable Objekte zu finden und bei entsprechender Möglichkeit hinzuzuerwerben.

Bezogen auf den zum 31.12.2013 ausgewiesenen Wert der Bestandsimmobilien in Höhe von 55,13 Mio. € ergibt sich eine Mietrendite von 5,9 %. Aufgrund des Neuerwerbs von zwei Immobilien in 2013 sank diese im Vergleich zum Geschäftsjahr 2012 um 0,5 % (VJ: 6,4 %) und lag leicht unter dem fünfjährigen Durchschnitt von 6,1 %.

Entwicklung der Mietrendite (in %)

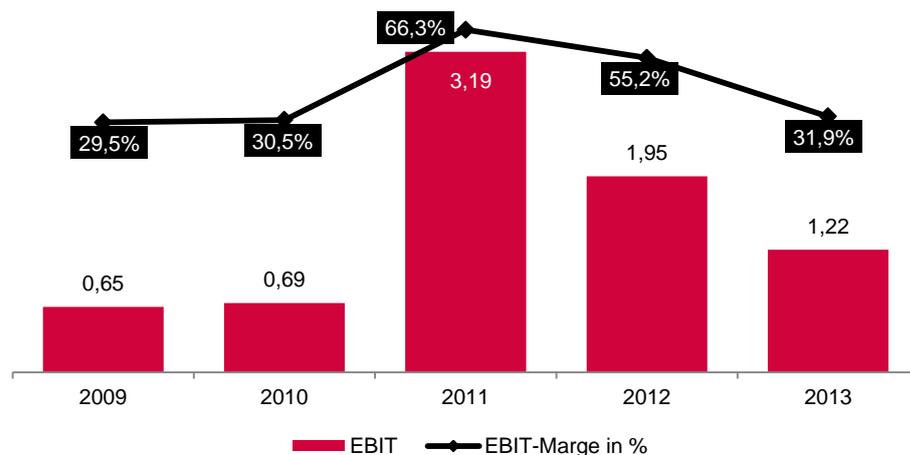


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung

Das EBIT in Höhe von 1,22 Mio. € lag rund 37,4 % unter dem Vorjahreswert von 1,95 Mio. €. Grund für den deutlichen Rückgang waren die sonstigen betrieblichen Erträge, die in 2012 aufgrund einer höheren Veränderung der Zeitwerte der Bestandsimmobilien mit 1,27 Mio. € deutlich über dem Niveau von 2013 mit 0,11 Mio. € lagen. Trotz des Rückgangs konnte die Gesellschaft erneut eine sehr hohe EBIT-Marge (bezogen auf die Gesamtleistung) von 31,9 % ausweisen. Während die Personal- und sonstigen Aufwendungen in 2012 1,71 Mio. € betrug, sanken diese in 2013 auf 0,95 Mio. € und trugen somit positiv zur Ergebnisentwicklung bei.

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



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsniveaus sanken die Finanzerträge von 0,17 Mio. € in 2012 auf 0,05 Mio. € in 2013. Gleichzeitig blieben die Finanzaufwendungen trotz der getätigten Investitionen in neue Bestandsimmobilien sowie Revitalisierungsmaßnahmen mit 0,70 Mio. € auf dem Niveau von 2012 mit 0,68 Mio. €. Nach Abzug des Finanzergeb-

nisses und eines Steueraufwandes in Höhe von 0,28 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) verblieb am Ende des Geschäftsjahres 2013 ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €). Bezogen auf die erwirtschafteten Mieterlöse in Höhe von 3,27 Mio. € entspricht dies einer Gewinnmarge von 9,2 %.

Bilanzielle und finanzielle Situation

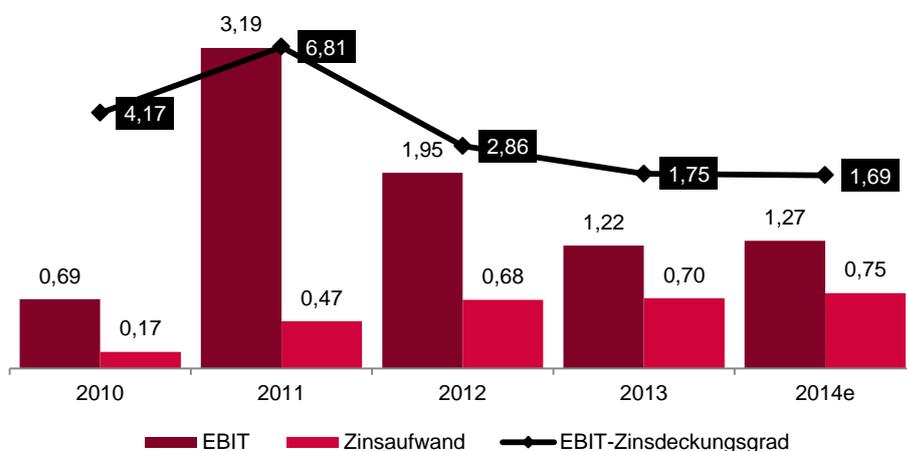
in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	30,07	34,30	39,80
Bilanzsumme	47,51	53,48	60,12
EK-Quote (in %)	63,3 %	64,1 %	66,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,39	13,83	14,92
Zahlungsmittelbestand	0,78	3,06	2,10
Nettoverschuldung	11,61	10,77	12,82

Quelle: Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG, GBC AG

Die bilanzielle sowie finanzielle Situation der Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG kann als äußerst solide bezeichnet werden. Mit einer Eigenkapitalquote von 66,2 % zum 31.12.2013 (VJ: 64,1 %) weist das Unternehmen als Immobilienbestandshalter einen vergleichsweise hohen Wert vor. Zum Vergleich können die beiden ebenfalls im Bereich der Gewerbeimmobilien tätigen mittelständischen Bestandsverwalter VIB Vermögen AG und Hamborner Reit AG eine Eigenkapitalquote von 35,4 % bzw. 43,0 % vorweisen, was ebenfalls als solide Werte angesehen werden können.

Gleichzeitig hat sich die Nettoverschuldung trotz der durchgeführten Renovierungsmaßnahmen sowie dem Erwerb weiterer Bestandsimmobilien nur geringfügig erhöht. Zum Ende des Jahres 2013 betrug diese lediglich 12,82 Mio. €, nach 10,77 Mio. € im Vorjahr. Aufgrund des niedrigen Verschuldungsgrades bei gleichzeitig solider operativer Entwicklung lag der EBIT-Zinsdeckungsgrad in den vergangenen fünf Jahren im Durchschnitt bei 3,46. In 2014 dürfte sich bei einem geschätzten EBIT in Höhe von 1,27 Mio. € und einem Zinsaufwand, der bei rund 0,75 Mio. € liegen sollte, weiterhin ein solider Zinsdeckungsgrad von 1,69 ergeben. Der hohe Wert in 2011 resultiert dabei aus sonstigen betrieblichen Erträgen aufgrund von Zeitwertänderungen innerhalb des Immobilienportfolios.

Entwicklung des EBIT und Zinsaufwand (in Mio. €) sowie Zinsdeckungsgrad



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Geschäftsentwicklung zum 1. Halbjahr 2014

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2013	Δ 2013/2014	1. HJ 2014
Umsatzerlöse	1,60	+9,4 %	1,75
Gesamtleistung	1,64	+8,5 %	1,78
Rohertrag	1,15	+6,1 %	1,22
Rohertragsmarge in %*	70,1 %	-1,6 Pp.	68,5 %
EBIT	0,68	-7,4 %	0,63
EBIT-Marge in %*	41,5 %	-6,1 Pp.	35,4 %
Periodenergebnis	0,08	+ > 100 %	0,25

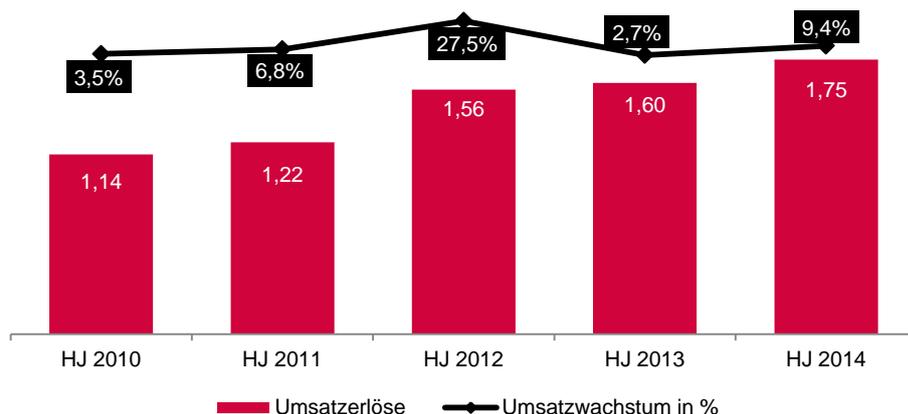
* bezogen auf die Gesamtleistung

Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 2014 konnte die Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG die Mieterlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich steigern. Mit 1,75 Mio. € lagen die Erlöse um 9,4 % über dem Wert vom 30.06.2013 mit 1,60 Mio. €. Die in 2013 getätigten Investitionen in neue Bestandsimmobilien sowie die durchgeführten Sanierungsmaßnahmen an den bestehenden Objekten haben sich demnach bereits im ersten Halbjahr 2014 positiv auf die operative Entwicklung ausgewirkt.

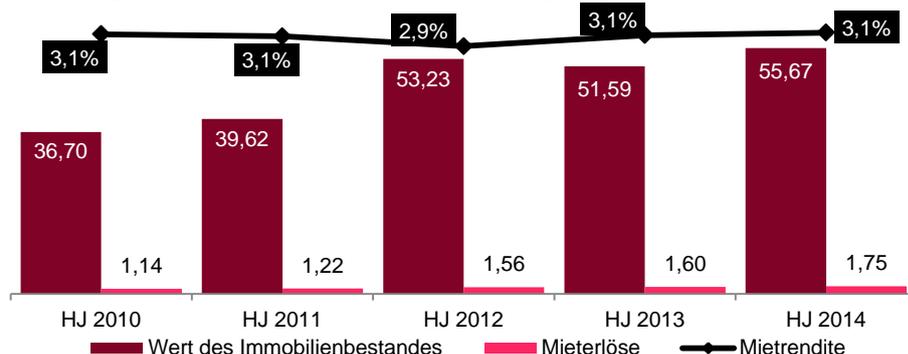
Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Obwohl sich zum Halbjahr 2014 der Bestand an Immobilien von 51,59 Mio. € zum 30.06.2013 auf 55,67 Mio. € zum 30.06.2014 erhöht hat, konnte die Mietrendite mit 3,1 % konstant gehalten werden.

Entwicklung der Mietrendite auf Halbjahresbasis (in %)

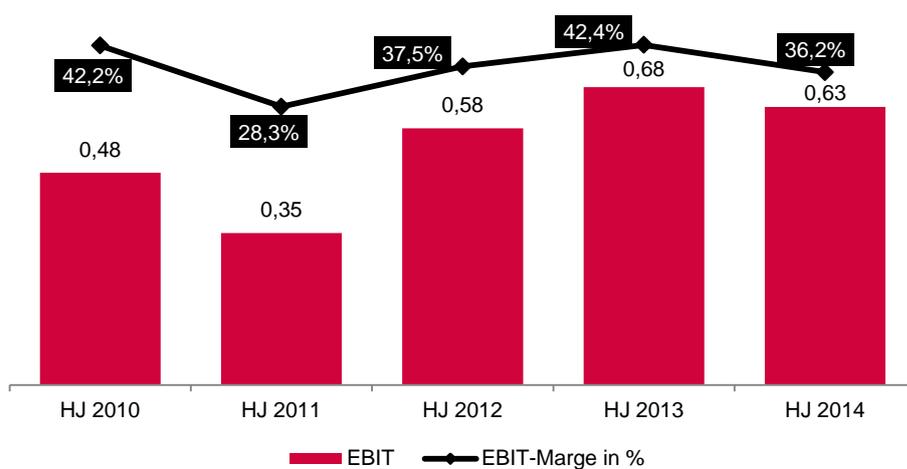


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung

Während zum Halbjahr 2014 die Umsatzerlöse gesteigert werden konnten, verringerte sich das EBIT zum 30.06.2014 auf 0,63 Mio. €, nach 0,68 Mio. € aus dem Vorjahreszeitraum. Zum einen stiegen im Zuge weiterer Sanierungsmaßnahmen die Materialaufwendungen von 0,50 Mio. € in 2013 auf 0,56 Mio. € in 2014. Des Weiteren erhöhten sich zum 30.06.2014 die Personal- und sonstigen Aufwendungen leicht von 0,44 Mio. € auf 0,58 Mio. €. Die Abschreibungen hingegen lagen mit 0,01 Mio. € auf dem Niveau des Vorjahreszeitraumes.

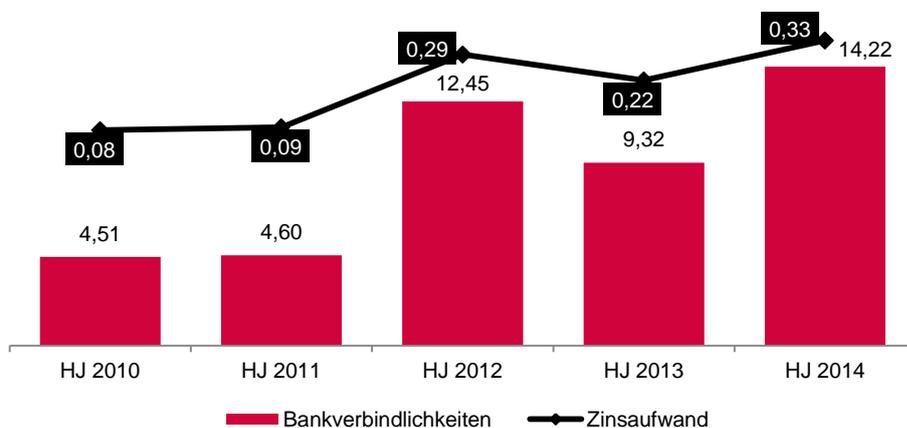
Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %) auf Halbjahresbasis



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Aufgrund der durchgeführten Erweiterung des Immobilienbestandsportfolios und der damit verbundenen neu aufgenommenen Darlehen, erhöhte sich zum Halbjahr 2014 der Bestand an Finanzverbindlichkeiten von 9,32 Mio. € auf 14,22 Mio. €. Durch die Ausweitung der Kreditfinanzierung stiegen die Finanzaufwendungen auf 0,33 Mio. €, nach 0,22 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Der Steueraufwand der Periode belief sich nach 0,38 Mio. € in 2013 auf 0,08 Mio. € zum 30.06.2014. Somit betrug der Periodenerfolg innerhalb der Immobilienbestandsverwaltung im ersten Halbjahr 2014 0,25 Mio. €, nach 0,08 Mio. € zum Vorjahresstichtag.

Halbjahresentwicklung der Bankverbindlichkeiten (in Mio. €) und des Zinsaufwands (in Mio. €)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Das Unternehmen sowie das Management besitzen langjährige Erfahrung im Immobiliensektor und vor allem für die beiden Städte sowie die Regionen Augsburg und München. • Sehr gute Bilanzrelationen, geringe Nettoverschuldung und starke operative Kennzahlen sprechen für die Hasen-Immobilien AG. • Optimiertes Bestandsportfolio in der Stadt Augsburg ermöglicht gute Planbarkeit der zukünftigen Cashflows sowie der zu erwartenden Mieteinkünfte und der entsprechenden Mietrendite. • Die festvereinbarten Cashflows aus dem Verkauf der Anteile an der HI Wohnbau GmbH ermöglichen in Verbindung mit Fremdkapitalnutzung ein sehr hohes Investitionsvolumen sowie eine deutliche Steigerung der Mieterlöse. 	<ul style="list-style-type: none"> • Durch die Fokussierung auf die beiden Städte Augsburg und München besteht eine starke Abhängigkeit von der Entwicklung der Kaufkraft und des wirtschaftlichen Umfelds in den beiden Regionen. • Deutlich gestiegenes Preisniveau bei gleichzeitig geringerer Anzahl an verfügbaren Flächen kann zur Margenreduzierung führen. • Durch die INKA Aktiengesellschaft für Beteiligungen als Großaktionärin ergeben sich nur ein geringer Streubesitz sowie eine geringe Fungibilität.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Positive konjunkturelle Entwicklung dürfte auch in Zukunft für weiterhin hohe Nachfrage nach Gewerbeimmobilien sorgen und das Preisniveau stabil halten beziehungsweise weiter ansteigen lassen. • Bei gleichzeitiger Verknappung des Angebots von Gewerbeimmobilien kann zusätzlich von erneuten Preissteigerungen und damit verbundenen Ergebnissteigerungen ausgegangen werden. • Immobilienstandort Augsburg wird in Zukunft von der Verknappung des Angebots in München sowie von der Aufwertung der Stadt durch zahlreiche Infrastruktur- und Baumaßnahmen profitieren können, was sich positiv auf die Mietrendite auswirken dürfte. • Stadt und Raum München bieten Unternehmen hervorragende Bedingungen zur Niederlassung und/oder Geschäftsausweitung und begünstigen die zukünftige operative Tätigkeit der Gesellschaft. 	<ul style="list-style-type: none"> • Zunehmende Preissensibilität der Mieter im Gewerbeimmobilienbereich kann zu intensiveren Vertragsverhandlungen und niedrigeren Mietrenditen führen. • Nach Beendigung der Niedrigzinspolitik durch die Europäische Zentralbank kann ein gestiegenes Zinsniveau zu deutlich höheren Finanzierungsaufwendungen führen und das Ergebnis reduzieren. • Hohe Verfügbarkeit von liquiden Mitteln durch den Erhalt der vereinbarten Kaufpreiszahlungen für die HI Wohnbau GmbH kann zu Fehlinvestitionen beziehungsweise dem Eingang von höheren Risiken führen (Fehlallokation der Mittel).

Prognose- und Modellannahmen

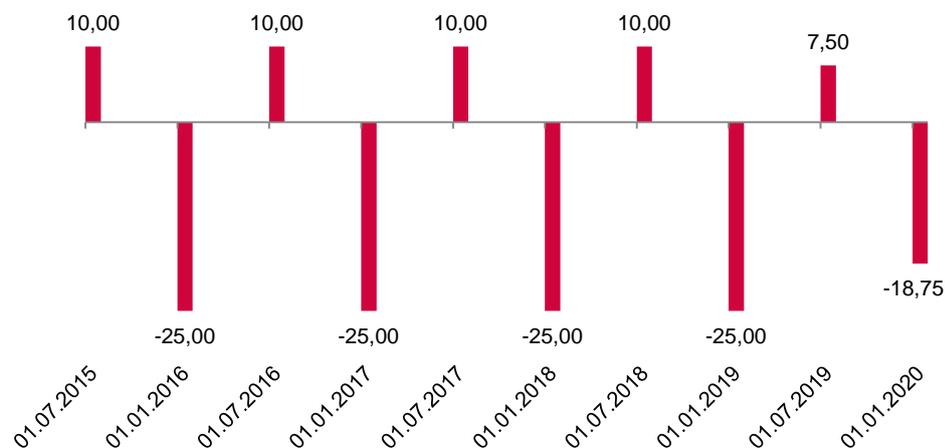
in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Gesamtleistung	3,83	3,54	3,63	4,59	5,78	6,96	8,15	9,15
Rohertrag	2,95	2,79	2,83	3,79	4,88	6,04	7,20	8,15
Rohertragsmarge in %*	77,0 %	78,8 %	78,0 %	82,6 %	84,5 %	86,7 %	88,3 %	89,1 %
EBIT	1,22	1,27	1,22	2,16	3,07	4,13	5,27	6,15
EBIT-Marge in %*	32,0 %	35,9 %	33,6 %	46,9 %	53,1 %	59,4 %	64,6 %	67,2 %
Jahresüberschuss	0,30	0,39	0,43	0,81	1,15	1,51	1,84	2,03

Quelle: GBC AG; * bezogen auf die Gesamtleistung

Umsatzprognose

Aus der Verkaufstransaktion der Anteile an der HI Wohnbau GmbH werden der Hasen-Immobilien AG bis zum Jahr 2020 insgesamt 47,50 Mio. € an liquiden Mitteln zufließen. Durch die zusätzlich verfügbaren Mittel und unter Berücksichtigung einer Fremdkapitalaufnahme in Höhe von 60 % je Neuinvestition ergeben sich somit jährlich verfügbare Investitionsmittel von ca. 25,00 Mio. € pro Jahr. Aufgrund einer dem Kauf vorgelagerten umfassenden Standort- sowie Objektanalyse werden die vorhandenen Mittel im Modell jährlich mit einem Jahr Verzögerung investiert.

Zeitliche Verteilung der Kaufpreiszahlungen und Investitionen (in Mio. €)

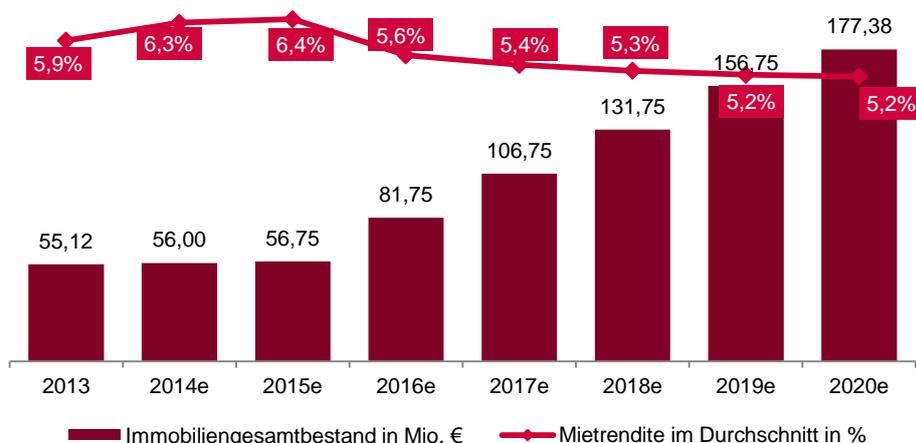


Quelle: GBC AG

Während zum 01.07.2015 bereits die Zahlung der ersten Tranche des vereinbarten Kaufpreises in Höhe von 5,00 Mio. € durch die immosens GmbH sowie 5,00 Mio. € durch die immosens Beteiligungs GmbH anstehen, dürften die damit verbundenen Investitionen sowie die Ausweitung des Bestandsportfolios erst in 2016 in voller Höhe umsatzwirksam werden. In unserem Modell haben wir mit einer jeweils zum 01.01. des Folgejahres wirksamen Neuinvestition kalkuliert.

Aufgrund der höheren Neuinvestitionen in Bestandsimmobilien in München und der dort, laut einer Studie von PriceWaterhouseCoopers (PWC), vorherrschenden Mietrendite von 4,2 % für Gewerbe- und Büroimmobilien, welche geringer ausfällt als die bisher erzielten 6,0 % in Augsburg, wird sich die durchschnittliche Mietrendite (bezogen auf das Gesamtportfolio) im Zuge der durchgeführten Investitionen leicht reduzieren.

Mietrendite auf das Immobiliengesamtportfolio (in %)

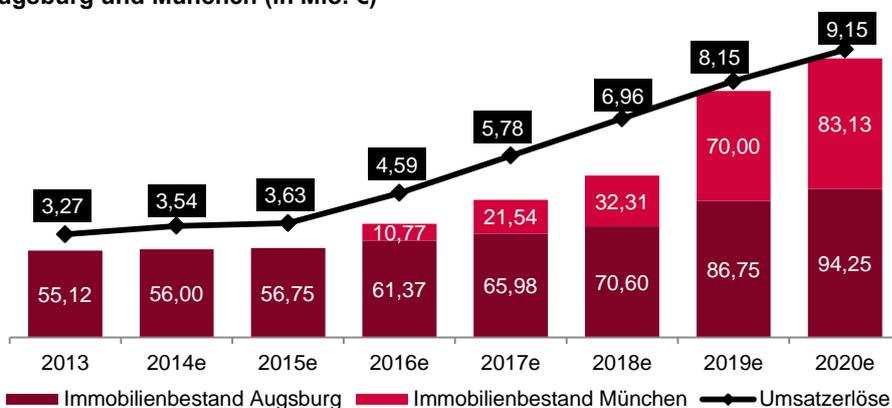


Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Auf Basis der gegenwärtigen sowie zukünftig zu erwartenden Lage und Entwicklung des Augsburger und Münchner Gewerbeimmobilienmarktes wurde für Augsburg mit einer Mietrendite von 6,0 % bzw. 4,2 % für München kalkuliert. Für beide Standorte kann für den jeweils ansässigen Gewerbeimmobilienmarkt mit einer positiven Entwicklung in den kommenden Jahren gerechnet werden. In München kann aufgrund der sehr geringen Leerstandsquote von unter 6,0 % bei gleichzeitig hoher Nachfrage weiterhin mit einer Spitzenmiete von 33,00 € bis 35,00 € mit steigender Tendenz gerechnet werden. Gleichzeitig dürfte der Standort Augsburg von der Nähe zu München und der dortigen Angebotsverknappung sowie von einer durch zahlreiche Bau- und Infrastrukturmaßnahmen eintretenden Aufwertung des zugehörigen Gewerbeimmobilienstandortes profitieren.

Aufgrund der in 2013 und 2014 durchgeführten Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen an den in Augsburg befindlichen Immobilien dürfte das Mietniveau hier in 2014 leicht angestiegen sein und unserer Einschätzung nach ca. 3,50 Mio. € betragen haben. Für die kommenden Jahre gehen wir aufgrund der Revitalisierungsmaßnahmen bei einer stabilen Mietrendite von 6,0 % und einem ansteigenden Immobilienportfolio von steigenden Umsatzerlösen für den Raum Augsburg aus. Gleichzeitig werden ab dem Jahr 2016 aus den Neuinvestitionen in München und unter Annahme einer Mietrendite von 4,2 % weitere Mieterlöse hinzukommen.

Erwartete Umsatzentwicklung auf Basis der Immobilienbestandsverwaltung in Augsburg und München (in Mio. €)



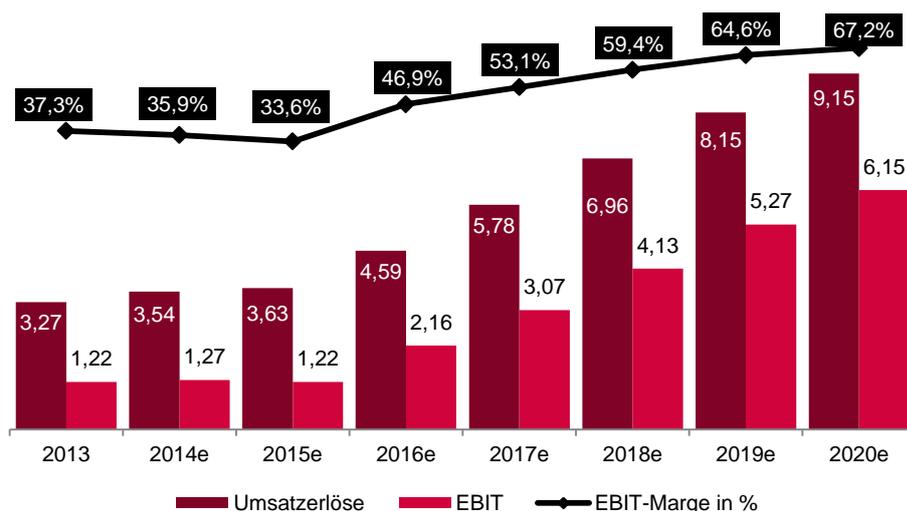
Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisprognose

Nachdem in 2013 und 2014 umfangreiche Sanierungsmaßnahmen an den Bestandsimmobilien in Augsburg durchgeführt wurden, gehen wir für das Jahr 2015 mit weiteren Optimierungen sowie der Fertigstellung der Maßnahmen aus. Da sich der Umfang des Portfolios aufgrund erster Investitionen aus dem Verkauf der Anteile an der HI Wohnbau GmbH leicht erhöhen dürfte, gehen wir von einem auf 1,05 Mio. € leicht angestiegenen Materialaufwand aus (VJ: 0,85 Mio. €). Somit ergibt sich für das Geschäftsjahr 2015 nach unseren Einschätzungen ein Rohertrag in Höhe von 2,83 Mio. €, nach 2,79 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht weiterhin einer sehr guten Rohertragsmarge von 78,0 % (VJ: 78,8 %).

Bei den Personal- und sonstigen Aufwendungen wiederum erwarten wir ebenfalls einen leichten Anstieg auf 1,59 Mio. € (VJ: 1,50 Mio. €). Die Abschreibungen hingegen dürften mit 0,02 Mio. € dem Niveau der Vorjahre (VJ: 0,02 Mio. €) entsprechen und auch in Zukunft weiter konstant bleiben, da keine größeren Investitionen zu erwarten sind. Unter Annahme der leicht erhöhten Umsatzerlöse sowie einer leicht veränderten Kostenstruktur wird sich das EBIT für 2015 auf 1,22 Mio. € belaufen, nach 1,27 Mio. € im Vorjahr.

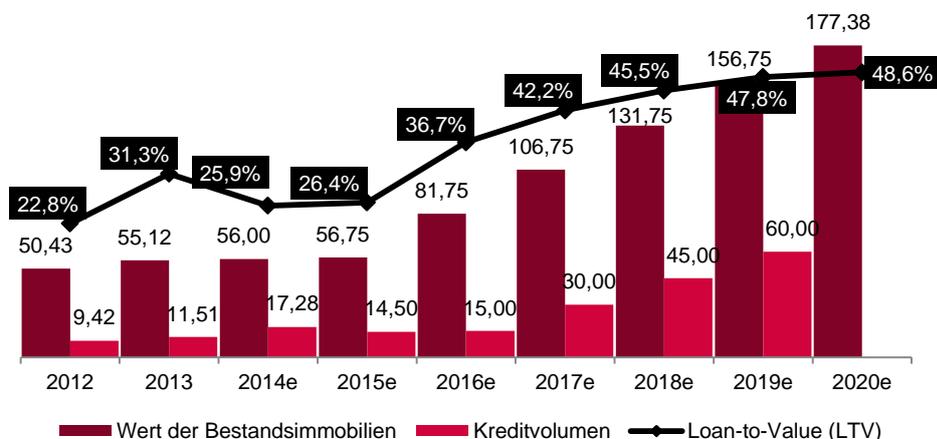
Entwicklung von Umsatz und EBIT (in Mio. €) sowie EBIT-Marge (in %)



Quelle: Hasen-Immobilien, GBC AG

Während im Anschluss an das Geschäftsjahr 2015 die Zinsaufwendungen im Zuge der Neuinvestitionen in Gewerbebestandsimmobilien und der damit verbundenen Aufnahme von Fremdkapital jährlich ansteigen dürften, gehen wir aufgrund der weiterhin sehr günstigen Finanzierungsbedingungen für das laufende Jahr von einem leichten Rückgang der Finanzaufwendungen auf -0,64 Mio. € aus (VJ: -0,75 Mio. €). Unter Berücksichtigung einer Steuerquote in Höhe von 32,0 % ergibt sich ein Jahresüberschuss für 2015 von 0,43 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €). Dies entspricht einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr um rund 11,0 % und ist maßgeblich auf die erhöhte Umsatzbasis zurückzuführen.

Historische und kalkulierte Entwicklung des Loan-to-Value (LTV)



Quelle: Hasen-Immobilien AG, GBC AG

Im Anschluss an das Geschäftsjahr 2015 gehen wir davon aus, dass sich die Umsatzerlöse aufgrund der deutlichen Portfolioerweiterung sowie der Investitionen in München überproportional im Verhältnis zur Kostenbasis entwickeln werden und das EBIT sowie die EBIT-Marge sukzessive ansteigen werden. Unserer Annahme nach werden die zukünftigen Portfolioinvestitionen zu 40 % Eigenkapital und zu 60 % Fremdkapital finanziert. Folglich wird sich in Zukunft der Zinsaufwand der Gesellschaft erhöhen. Aufgrund des hohen Eigenkapitalanteils werden diese Steigerungen jedoch die EBIT-Steigerungen nicht überkompensieren, weshalb der Jahresüberschuss im Zuge gestiegener Mieterlöse in den kommenden Jahren kontinuierlich ansteigen sollte.

Bewertungsmodell der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der Anteile an der HI Wohnbau GmbH

Zur Bewertung der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der Bauträgertätigkeit haben wir ebenfalls das Residualgewinn Modell verwendet und einen Bewertungshorizont zwischen dem Jahr 2014 bis einschließlich 2020 herangezogen. Mit 6,0 % Eigenkapitalkosten wurde ein geringerer Wert sowie ein niedrigerer Diskontierungssatz als beim Bauträgergeschäft ermittelt. Dies ist auf die bei Gewerbeimmobilien in der Regel üblichen langfristigen Mietverträge und die damit verbundene geringere Schwankung der Erträge zurückzuführen.

Berechnung des Diskontierungssatzes der Hasen-Immobilien AG nach Veräußerung der Bauträgertätigkeit

Inputparameter	
Risikoloser Zinssatz	1,25 %
Ermitteltes Beta	0,23
Marktrisikoprämie	5,50 %
Eigenkapitalkosten auf Basis des CAPM	2,50 %
Small Cap Premium	3,50 %
Diskontierungssatz	6,00 %

Quelle: GBC AG

Die Ausgangsbasis der Bewertung bildet dabei der Eigenkapitalanteil in Höhe von 90 % (2013: 35,82 Mio. €) der Hasen-Immobilien AG an der Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG beziehungsweise der Wert je Aktie von 74,63 €. Ausgehend vom Eigenkapital je Aktie wurde auf Basis der geschätzten Jahresüberschüsse sowie einer

Ausschüttungsquote von 75 % die jährliche Veränderung des Eigenkapitals prognostiziert. Darüber hinaus wurden jährlich vom erwirtschafteten Jahresüberschuss die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten in Höhe von 6,0 %, bezogen auf das geschätzte Eigenkapital, abgezogen.

Residualgewinn Modell zur Bewertung der Hasen-Immobilien AG (Hasen-Immobilien Grundbesitz GmbH & Co. KG – Immobilienverwaltung)

in €	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Jahresüberschuss je Aktie		0,81	0,90	1,69	2,34	3,15	3,83	4,24	
Eigenkapital je Aktie	74,63	74,94	74,78	75,79	76,87	78,26	79,73	81,10	
Eigenkapitalkosten in %		7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	
Kalkulatorische EK-Kosten je Aktie*		-4,47	-4,47	-4,48	-4,54	-4,60	-4,69	-4,78	
Residualgewinn je Aktie		-3,66	-3,57	-2,79	-2,20	-1,45	-0,86	-0,54	
Diskontierter Residualgewinn je Aktie		-3,66	-3,52	-2,63	-1,96	-1,22	-0,68	-0,40	79,44
Summe aus anfänglichem Eigenkapital je Aktie (74,63), den diskontierten Residualgewinnen (-14,07) und dem Endwert (79,44)									140,00

Quelle: GBC AG; * bezogen auf das Eigenkapital zum Stand 31.12. des Vorjahres

Der Residualgewinn aus der Verrechnung des Jahresüberschusses und der Eigenkapitalkosten wurde wiederum mit dem errechneten Diskontierungssatz in Höhe von 6,0 % auf das Geschäftsjahr 2015 diskontiert. Im Anschluss an das Jahr 2020 wurde ein Endwert in Höhe von 79,44 € je Aktie berechnet und mit dem anfänglichen Eigenkapital je Aktie aus 2013 in Höhe von 74,63 € sowie den diskontierten Residualwerten verrechnet. Auf Basis des Residualgewinn-Modells sowie der von uns getroffenen Annahmen ergibt sich somit ein fairer Wert je Aktie der Hasen-Immobilien AG in Höhe von 140,00 €.

Sensitivitätsanalyse der Eigenkapitalkosten sowie der Ausschüttungsquote (in %)

Ausschüttungsquote in %	0,0 %	25,0 %	50,0 %	75,0 %	100,0 %
Eigenkapitalkosten in %					
5,0 %	175,28 €	175,49 €	175,70 €	175,91 €	176,12 €
5,5 %	154,82 €	155,05 €	155,28 €	155,51 €	155,74 €
6,0 %	139,27 €	139,51 €	139,76 €	140,00 €	140,25 €
6,5 %	126,23 €	126,49 €	126,76 €	127,02 €	127,28 €
7,0 %	115,66 €	115,93 €	116,21 €	116,48 €	116,76 €

Quelle: GBC AG

Darüber hinaus haben wir die geschätzten Jahresüberschüsse bezogen auf die Höhe der Ausschüttungsquote einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Wird beispielsweise davon ausgegangen, dass keine Dividende bezahlt wird, ergibt sich bei Eigenkapitalkosten von 6,0 % ein Wert je Aktie in Höhe von 139,27 €. Gleichzeitig würde eine Ausschüttungsquote von 100 % bedeuten, dass bei gleichen Eigenkapitalkosten der Wert je Aktie bei 140,25 € liegen dürfte. Die Spannweite aufgrund unterschiedlicher Ausschüttungsquoten ist somit sehr gering und besitzt nur einen marginalen Einfluss auf den Wert je Aktie. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs in Höhe von 151,00 € raten wir die Aktie der Hasen-Immobilien AG bei einem ermittelten fairen Wert von **140,00 € zu HALTEN**.

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.
- (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.

§ 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.

§ 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 (FH), stellv. Chefanalyst
Dominik Gerbing, B.A., 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



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