



Credit Research

AVW Grund AG



**Unternehmensanleihe AVW Grund AG
6,10 % Inhaber-Teilschuldverschreibung**

„überdurchschnittlich attraktiv“

„Inflationsschutz mit hoher Sicherheit“

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite I ff

**überdurchschnittlich
attraktiv**

**6,10%
Corporate Bond**

Währung: EUR

Stammdaten:

DE000A1E8X61

WKN: A1E8X6

Emissionsvol.: 50,83 Mio. €

Stückelung: 1.000 €

Mindestanlage: 1.000 €

Laufzeit:

01.06.2011-30.11.2015

Zins: 6,10 % p.a.

Zinszahlungen:

jährlich zum 01.06.

erstmalig zum 01.06.2012

Ausgabekurs: 100 %

Rückzahlungskurs: 100 %

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite III

AVW Grund AG ^{*6}

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Ankauf, Verwaltung, Handel von
Immobilien

Mitarbeiter: 2 (inkl. Vorst.) Stand: 30.04.11

Gründung: 2010

Firmensitz: Hamburg

Vorstand: Dirsko v. Pfeil, Andreas Uelhoff



Die AVW Grund AG (Anleiheemittentin) ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft der AVW Immobilien AG (Garantin). Die AVW Grund AG wurde zum 13.12.2010 gegründet und ist bislang noch nicht operativ tätig geworden. Die Rechtsvorgängerin der Muttergesellschaft AVW Immobilien AG wurde im Jahre 1978 gegründet. Der Fokus liegt auf den Geschäftsbereichen "Projektentwicklung/Bau", "Bestandshaltung" und "Immobilien- und Centermanagement", wobei der erstgenannte den Geschäftsschwerpunkt darstellt. Laut eigenen Angaben verfügt die Gesellschaft mit mittlerweile rund 125 realisierten Immobilienprojekten und einem Volumen von über 1,0 Mrd. € über langjährige Erfahrungen im Immobilienbereich. Mit der Ausgabe der Anleihe beabsichtigt die Emittentin ihr operatives Geschäft anzustossen. Hierzu ist eine Investition in vier konkrete Immobilienobjekte geplant, deren gutachterliche Verkehrswert sich auf 50,83 Mio. € beläuft. Für die Anleiheinvestoren hat die Gesellschaft einen umfangreichen Katalog an Sicherheiten vereinbart, der einen Wertverlust praktisch ausschließt.

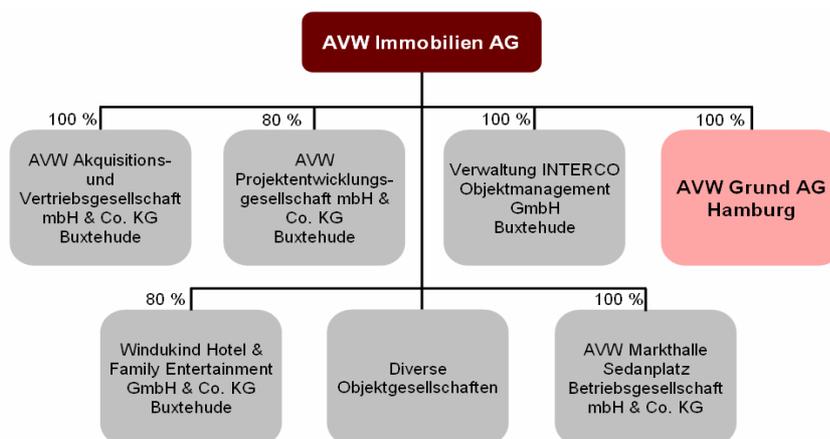
Prognosen (nach Immobilieninvestitionen gemäß Anleihemittelverwendung)

in Mio. €/Kalenderjahr	2011e	2012e	2013e	2014e
Mieteinnahmen	1,64	3,46	3,64	3,64
EBIT	1,53	3,26	3,44	3,44
Zinsaufwand	-1,81	-3,10	-3,10	-3,10
EBIT-Zinsdeckungsgrad	0,85	1,05	1,11	1,11

Bilanzkennzahlen (Post Money und nach Immobilieninvestitionen)

EK in Mio. €:	4,08	Finanzverbindlichkeiten:	50,83 Mio. €
EK-Quote:	7,4%	LTV:	100%
Renditeliegenschaften:	50,83 Mio. €	Net Debt:	47,75 Mio. €

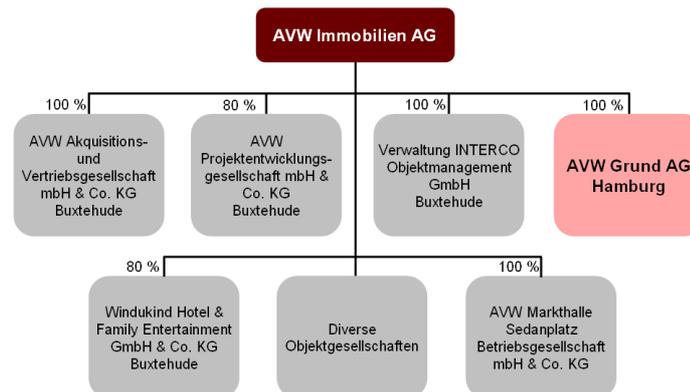
Konzerndarstellung (verkürzte Fassung)



GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

Konzernstruktur und Strategie

Die AVW Grund AG (Anleiheemittentin) ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft der AVW Immobilien AG (Garantin). Aufgrund der Tatsache, dass die AVW Grund AG zum 13. Dezember 2010 gegründet wurde und bisher noch nicht operativ tätig geworden ist, wird im Folgenden auf die Unternehmensstrategie der AVW Immobilien AG eingegangen. Im Laufe dieser Studie wird insbesondere im Kapitel Mittelverwendung der Anleihe eine genauere Erläuterung der Strategie und der damit zusammengehörigen erwarteten künftigen Entwicklung der Emittentin vorgenommen. Folgende Grafik stellt zunächst die Einbindung der AVW Grund AG in den Konzernkreis der AVW Immobilien AG dar:



Quelle: AVW Immobilien AG; GBC AG

Der Fokus der im Jahre 1978 gegründeten AVW Immobilien AG (im Folgenden: AVW) lässt sich auf die Geschäftsbereiche „Projektentwicklung/Bau“, „Bestandshaltung“ und „Immobilien- und Centermanagement“ aufteilen, wobei der erstgenannte den Geschäftsschwerpunkt darstellt. Laut eigenen Angaben verfügt die Gesellschaft mit mittlerweile rund 125 realisierten Immobilienprojekten und einem Volumen von über 1,0 Mrd. € über langjährige Erfahrungen im Immobilienbereich.

Projektentwicklung/Bau

In diesem Geschäftssegment erwirbt die AVW Grundstücke und errichtet oder modernisiert Handels-, Gewerbe-, Wohn- sowie Sozial-/Seniorenimmobilien. Das Investitionsvolumen liegt typischerweise zwischen 10 und 50 Mio. € und es werden etwa jährlich drei Projekte realisiert. Die AVW deckt im Rahmen von Generalübernahmeverträgen, unter Zuhilfenahme von Subunternehmen, die gesamte Wertschöpfungskette der Immobilienprojekte bis hin zur schlüsselfertigen Übergabe ab. Diese Projekte werden in der Regel vorvermietet und bereits im Vorfeld an privaten und institutionellen Investoren veräußert. Die Bauzeit eines Bauprojektes liegt zwischen 12 und 16 Monaten, bei Modernisierungsmaßnahmen liegt die Projektdauer bei etwa einem Jahr. Dieser Geschäftsbereich erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2009/2010 23,20 Mio. €, was einer Quote an den Gesamtumsätzen von 76,6 % entspricht.

Bestandshaltung

In diesem Geschäftsbereich werden die Bestandsimmobilien vermietet und verwaltet. Gleichzeitig übernimmt die AVW das langfristige Management dieser Objekte. Die Umsätze in diesem Segment nehmen eine volumenmäßig geringere Stellung ein, sie sind jedoch weniger volatil und daher auch besser planbar. Im Geschäftsjahr 2009/2010 erzielte die Gesellschaft Umsätze in Höhe von 4,91 Mio. € (Quote an Gesamtumsätzen: 16,2 %).

Immobilien- und Centermanagement

Dieser Geschäftsbereich umfasst die gesamten Tätigkeiten der AVW im Bereich der kaufmännischen und technischen Objektverwaltung. Zugleich sucht die Gesellschaft aufgrund vorher vereinbarter Nutzenkonzepte geeignete Mietergruppen für einzelne Projekte und Objekte im Neu- und Bestandsgeschäft. Neben eigenen Immobilien werden auch fremde Immobilien betreut und verwaltet. In 2009/2010 erzielte hier die Gesellschaft Umsätze in Höhe von 2,11 Mio. € (Quote: 7,0 %).

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe**Markt und Marktumfeld**

Wie man aus der geplanten Mittelverwendung der AVW Grund AG (siehe Seite 5) entnehmen kann, konnten wir als ausschlaggebenden Teilmarkt die Immobilienmärkte für Handelsimmobilien und Shopping Center ausmachen. Dieser Teilmarkt ist dabei in erster Linie von der allgemeinen Konjunktur-, Konsum-, aber auch Immobilienbranchenentwicklung abhängig.

Konjunktorentwicklung

Die deutsche Wirtschaft konnte im Jahr 2010 sowohl von positiven inländischen als auch ausländischen Impulsen profitieren und verzeichnete mit einem BIP Wachstum von 3,6 % das höchste Wirtschaftswachstum seit der Wiedervereinigung. Der Grund hierfür liegt jedoch auch im Basiseffekt begründet, denn im Krisenjahr 2009 reduzierte sich das BIP um 4,7 %. Die Konjunkturprognosen hinsichtlich der deutschen BIP-Entwicklung für 2011 gehen dabei von einem Wachstum von 2,0 % (Deutsche Bundesbank) bis hin zu 2,5 % (OECD) aus. Erste Prognosen für 2012 erwarten ein BIP-Wachstum von 1,3 % bis 2,2 %.

Deutscher Konsum

Vor dem Hintergrund des sich verbesserten Konjunkturmehrfeldes hat sich die Konsumentenlaune in Deutschland verbessert. Hinzu kommen positive Effekte aus der verbesserten Arbeitsmarktlage (Arbeitslosenquote ist in Deutschland in 2010 um 0,5 % auf 7,7 % gesunken), welche ebenfalls einen wichtigen Anteil am Anstieg der privaten Konsumausgaben hatte. Gemäß dem Statistischen Bundesamt legten dabei die privaten Konsumausgaben in 2010 preisbereinigt um 0,5 % zu. Mit einer steigenden Einkommenserwartung und einer damit steigenden Planungssicherheit sollten die deutschen Konsumenten auch weiterhin einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands leisten. Gemäß aktueller GfK-Prognosen sollen die Ausgaben der privaten Haushalte auch im laufenden Jahr um weitere 1,5 % ansteigen. Im europäischen Vergleich stellt diese Größenordnung einen Spitzenwert dar.

Markt für Handelsimmobilien und Shopping Center

Ganz besonders hiervon dürften die Immobilieneilmärkte für Handelsimmobilien und Shopping Center profitieren. Darüber hinaus sind die deutschen Immobilienmärkte im allgemeinen von einer relativ stabilen Preisentwicklung gekennzeichnet. Zwar kamen die Transaktionsmärkte in der Finanzkrise nahezu zum Erliegen, angesichts einer zuvor nur moderaten Preisentwicklung zogen diese im Nachgang der Finanzkrise wieder kräftig an. Laut Jones Lang LaSalle nimmt der deutsche Transaktionsmarkt für Einzelhandelsimmobilien mit einem Volumen von 4,7 Mrd. € eine führende Stellung in Europa ein. Fehlende risikoarme Möglichkeiten und der als sicher geltende deutsche Immobilienmarkt haben zu einem verstärkten Interesse von ausländischen und inländischen Investoren geführt. Hierbei belief sich in 2010 das Transaktionsvolumen von Shoppingcentern auf 3,2 Mrd. €, was damit rund 68 % des Gesamttransaktionsvolumens von Handelsimmobilien entsprach.

Dieser positive Trend dürfte auch weiterhin anhalten. Umfrageergebnisse von 100 Unternehmen und institutionellen Investoren, die im Rahmen des Ernst & Young Trendbarometers vorgestellt wurden, lassen auf einen weiterhin intakten Markt für Handelsimmobilien schließen. Rund 81 % der Befragten gaben an, dass deutsche institutionelle Investoren künftig verstärkt in den deutschen Einzelhandel investieren werden. Zwei Drittel der Befragten gehen insbesondere für so genannte 1A-Lagen von einem weiteren Preisanstieg aus.

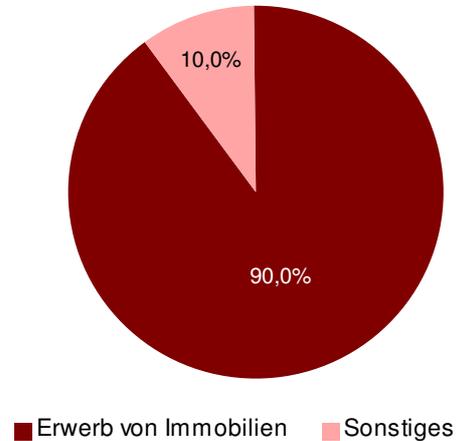
GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

Anleihebedingungen

Stammdaten der 6,10 % AVW Grund AG-Anleihe	
ISIN:	DE000A1E8X61
WKN:	A1E8X6
Emissionsvolumen:	bis 50,83 Mio. €
Stückelung:	1.000 Euro
Laufzeit (4,5 Jahre):	01.06.2011-30.11.2015
Kupon:	6,10 % (zzgl. möglicher Indexierung)
Kuponzahlungen:	jährlich zum 01. Juni
Ausgabekurs:	100 %
Rückzahlungskurs:	100 %
Zeichnungsfrist:	18.05.2011-18.11.2011
Börsennotierung:	Freiverkehr, Börse Hamburg
Emissionsrating:	BBB-

Quelle: AVW Grund AG; GBC AG

Mittelverwendung in %



Die AVW Grund AG begibt im sechsmonatigen Zeitraum vom 18.05.2011 bis 18.11.2011 eine 4,5-jährige Unternehmensanleihe mit einem Kupon von 6,1 %. Der Beginn der Zins- und damit gleichzeitig der Anleihelaufzeit ist der 01.06.2011. Die Anleiherückzahlung findet am 30.11.2015 statt. Mit dem geplanten Volumen von bis zu 50,83 Mio. € beabsichtigt die AVW Grund AG, die zum 13.12.2010 gegründet wurde, ihr operatives Geschäft anzustoßen. Im Fokus der Gesellschaft liegt zunächst der Erwerb und die Bestandhaltung von Immobilienobjekten, eine Strategie, welche auch in den Anleihebedingungen festgehalten ist. Demnach hat sich die Gesellschaft verpflichtet rund 90,0 % des Anleiheerlöses („Gesicherte Mittel“) zum Immobilienerwerb zu verwenden. Die restlichen 10,0 % stehen der AVW Grund AG zur freien Verwendung im Rahmen ihres operativen Geschäftes zur Verfügung. Gemäß Wertpapierprospekt wäre hier etwa die Finanzierung des operativen Geschäftes oder die Ausreichung von Darlehen an Unternehmen der AVW-Gruppe denkbar. Der Kupon der AVW-Anleihe ist fest, dieser ist jedoch an der Mietentwicklung der zu erwerbenden Immobilien gekoppelt. Im Falle von Mietsteigerungen (Mieten sind inflationsindexiert) würde 100 % des Steigerungsbetrages an die Anleiheinvestoren weitergegeben werden, so dass der Kupon auch höhere Zinsniveaus aufweisen kann.

Die Überprüfung der Einhaltung der im Wertpapierprospekt festgehaltenen Mittelverwendung findet als Treuhänder durch die namhafte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft RÖVERBRÖNNER GmbH & Co. KG statt. Diese agiert als Mittelverwendungskontrolleur, welcher die Auszahlung der Mittel vom Treuhandkonto erst nach Eintreffen bestimmter Voraussetzungen freigibt. Die Voraussetzungen konkretisieren dabei, ob es sich um einen Immobilienerwerb handelt.

Umfangreiche Sicherheiten der AVW Grund AG-Unternehmensanleihe

Die AVW-Unternehmensanleihe weist eine hohe Anzahl an Sicherheitskomponenten auf, welche einerseits die laufenden Zinszahlungen aber andererseits auch die Werthaltigkeit der Anleihe sicherstellen sollen. Allen voran zu nennen ist die Bestellung von **erstrangigen Grundpfandrechten** bei den zu erwerbenden Immobilien. Diese belaufen sich auf einen Maximalbetrag von 90 % des für das jeweilige Objekt ermittelten Verkehrswertes. Die Eintragung weiterer Grundpfandrechte für beispielsweise externe Fremdkapitalgeber ist nicht erlaubt, so dass es sich hier um eine erstrangige Grundschuld für die Anleihegläubiger handelt. Dies ist ein wesentliches Sicherungsinstrument, welches den Investoren eine nahezu komplette Sicherung des eingesetzten Kapitals gewährleistet.

Darüber hinaus werden alle aktuellen und künftigen Mieten aus den zu erwerbenden Immo-

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

bilien, auf die bereits für die Anleihegläubiger Grundpfandrechte eingetragen sind, an den **Treuhänder** abgetreten. Im Rahmen dieser so genannten **stillen Sicherungsabtretung** wird somit gewährleistet, dass die Liquidität in der Gesellschaft verbleibt und für die künftigen Rückzahlungsansprüche bereit steht. Wie man den nachfolgenden GBC-Berechnungen entnehmen kann, dürften die nachhaltig erzielbaren **Mietniveaus** der zu erwerbenden Immobilien deutlich **oberhalb** der zu leistenden **Zinszahlungen** liegen. Eine zusätzliche Sicherheit begründet sich aus der **Garantie** der Holdinggesellschaft AVW Immobilien AG, welche die Zahlung von Kapital, Zinsen sowie jeglichen sonstigen Beträgen im Rahmen der Anleihe garantiert. Folgende Darstellung des Unternehmens fasst die Sicherheiten in einem 7-Säulen-Modell zusammen:



Quelle: AVW Grund AG

Es ist beabsichtigt, die von der Ratinggesellschaft „Creditreform“ mit dem **Investmentgrade „BBB-“** bewertete AVW-Unternehmensanleihe als **mündelsicher** erklären zu lassen. Damit würde bestätigt werden, dass Wertverluste praktisch ausgeschlossen sind. Als typisch mündelsichere Anlagen gelten Bundes- oder Länderanleihen sowie auch Sparkassenkonten. Die Bestätigung der Mündelsicherheit steht derzeit jedoch aus.

Geplante Investitionen - 4 Immobilien sichern den Unternehmenserfolg

Gesetzt den Fall, dass die AVW Grund AG eine Vollplatzierung der Anleihe erreichen kann, wird die Gesellschaft rund 90 % des Anleiheerlöses in 4 konkrete Immobilienobjekte investieren. Diese Objekte wurden durch die AVW Immobilien AG projektiert und realisiert. Somit existiert eine enge Verbindung zu den Gesellschaftern, mit denen im Vorfeld der Anleiheemission der Ankauf der jeweiligen Objekte vertraglich gesichert wurde. Gemäß Wertpapierprospekt ist ein durch die AVW realisierter Immobilienerwerb dadurch gekennzeichnet, dass der Kaufpreis einschließlich der übernommenen Verbindlichkeiten nicht mehr als 90 % des Verkehrswertes einer Immobilie beträgt. Wie bereits erwähnt, markiert diese Größenordnung auch die Höhe der einzutragenden Grundpfandrechte. Der AVW Grund AG stehen bei einer Vollplatzierung des Anleihevolumens 50,83 Mio. € zur Verfügung. Somit muss die Gesellschaft 45,75 Mio. € (90 %) für Immobilieninvestitionen aufwenden. Nachstehend erläutern wir die konkreten Objekte mit dazugehörigen Kennzahlen, die auch in der von uns aufgezeigten Reihenfolge erworben werden sollen:

Einkaufszentrum Bornheide Hamburg-Osdorf

Vermietbare Fläche:	4.640 qm
Nutzerstruktur:	Einkaufen + Freizeit
Baujahr:	1979 (vollständig in 2010 saniert)
Jahresnettomiete (Vollauslastung):	0,41 Mio. €
Vermietungsquote	100 %
Gutachterlich ermittelter Verkehrswert:	5,52 Mio. €
Mietrendite (auf Verkehrswert):	7,5 %



GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

Wohn- und Geschäftshaus Bad Oldesloe (Plaza-Center)

Vermietbare Fläche:	6.332 qm
Nutzerstruktur:	Wohnen + Einkaufen
Baujahr:	1998/1999
Jahresnettomiete (Vollauslastung):	0,78 Mio. €
Vermietungsquote	100 %
Gutachterlich ermittelter Verkehrswert:	10,79 Mio. €
Mietrendite (auf Verkehrswert):	7,4 %



SB-Warenhaus und Getränkemarkt Ratzeburg

Vermietbare Fläche:	4.426 qm
Nutzerstruktur:	Einkaufen
Baujahr:	1999
Jahresnettomiete (Vollauslastung):	0,54 Mio. €
Vermietungsquote	100 %
Gutachterlich ermittelter Verkehrswert:	7,30 Mio. €
Mietrendite (auf Verkehrswert):	7,4 %



Mediterraneo Bremerhaven

Vermietbare Fläche:	9.240 qm
Nutzerstruktur:	Einkaufszentrum
Baujahr:	2008
Jahresnettomiete (Vollauslastung):	1,91 Mio. €
Vermietungsquote	94,7 %
Gutachterlich ermittelter Verkehrswert:	27,23 Mio. €
Mietrendite (auf Verkehrswert):	7,0 %



Quelle: AVW Grund AG; GBC AG

In Summe beläuft sich der gutachterlich ermittelte Verkehrswert (Verkaufspreis) der Immobilien auf 50,83 Mio. €. Gemessen an den aufsummierten Jahresmieten (netto bei Vollauslastung) lässt sich ein Multiple von 13,9 (Mietrendite auf Verkehrswerte: 7,2 %) ermitteln. Die AVW Grund AG wird jedoch, wie bereits beschrieben, als Kaufpreis nur 90 % der ermittelten Verkehrswerte entrichten. Da diese Immobilien sich derzeit in gesellschaftsnahen Kreisen befinden, ist es der Gesellschaft möglich, auch einen Kaufpreis aufzurufen, der unterhalb der Verkehrswerte liegt. Dementsprechend liegt die gesamte Kaufsumme bei 45,75 Mio. € (Multiple: 12,5). Dieser Betrag entspricht exakt der im Wertpapierprospekt festgehaltenen Verwendung des Anleiheerlöses, wonach 90 % der Anleihemittel für Immobilieninvestitionen aufgewendet werden müssen. Die Grundschuldbesicherung befindet sich parallel hierzu in der gleichen Höhe. Auf Grundlage der hier aufgezeigten immobilien-spezifischen Kennzahlen, formulieren wir nachfolgend unsere Prognosen für die AVW Grund AG.

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

Prognosen AVW Grund AG - Steigende Mieteinnahmen decken Anleihezins

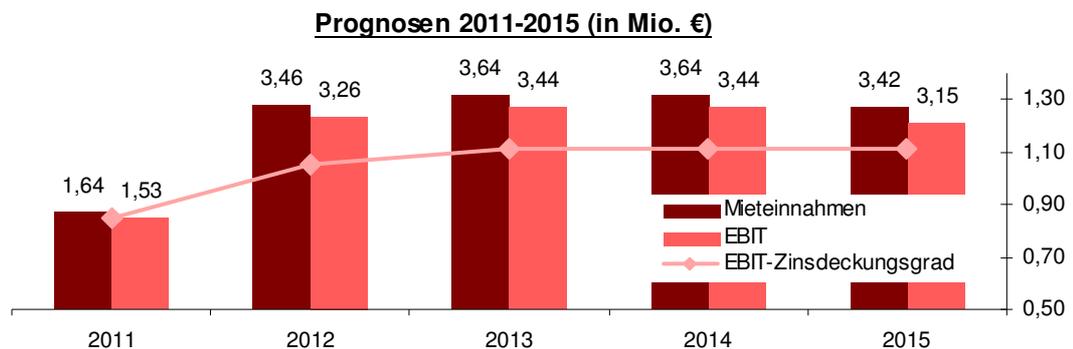
Die nachfolgenden Prognosen basieren sowohl auf der Annahme einer Vollplatzierung der Anleihe, als auch einer zeitnahen Umsetzung (innerhalb eines Monats nach Zeichnungsbeginn) der Investitionsvorhaben. Wir rechnen zugleich mit einem vollständigen Abbau des Leerstandes (Summe Leerstandsquote aktuell: 2,4 %) bis zum Kalenderjahr 2013. Diese Annahme ist unseres Erachtens realistisch, da die aktuellen Mietverträge eine deutlich längere Laufzeit haben als die Laufzeit der Anleihe. Der Leerstand der Immobilie „Mediterraneo“ liegt zwar bei 5,3 %, gemäß Angaben der Gesellschaft sollte dieser angesichts des hohen Interesses an potenziellen Mietern weiter zurückgeführt werden. Aufgrund der hohen Granularität der Mieter (46 Mieter) dieser Immobilie, ist zudem ein möglicher Mietausfall gut verkraftbar. Weitere Faktoren haben wir in unseren Planungen nicht berücksichtigt. Zur besseren Übersicht haben wir die Planjahre, welche in diesen Prognosen mit der Anleihelaufzeit korrespondieren, als Kalenderjahre definiert.

in Mio. €	2011e* ¹	2012e	2013e	2014e	2015e* ²	
Mieteinnahmen	1,64	3,46	3,64	3,64	3,42	
Sonstige Einnahmen	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	
Summe Einnahmen	1,89	3,96	4,15	4,15	3,80	
Kosten (gesamt)	-0,36	-0,71	-0,71	-0,71	-0,65	Summe
EBIT	1,53	3,26	3,44	3,44	3,15	14,81
Zinsaufwand	-1,81	-3,10	-3,10	-3,10	-2,84	-13,95

*¹ 01.07.11-31.12.11; *² 01.01.2015-30.11.2015

Quelle: GBC AG

Die von uns prognostizierten Aufwendungen beinhalten dabei die nicht umlagefähigen Kosten, Instandhaltungskosten, Personalkosten sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Für die Kalenderjahre 2011 sowie 2015 haben wir eine zeitliche Kongruenz zur Anleihe hergestellt und damit nur die entsprechenden Monate berücksichtigt, welche in die Anleihelaufzeit fallen. Es wird gut ersichtlich, dass es der Gesellschaft gelingen sollte, die Zinsaufwendungen der Anleihe nachhaltig zu bedienen. Gemäß unseren Planungen dürften sich die Ergebnisse der Gesellschaft über den Zeitraum der Anleihelaufzeit auf 14,81 Mio. € summieren. Diese Größenordnung liegt oberhalb der zu leistenden Zinszahlungen von 13,95 Mio. € und damit ergibt sich ein durchschnittlicher EBIT-Zinsdeckungsgrad von 1,06. Folgende Grafik fasst unsere Prognosen zusammen:

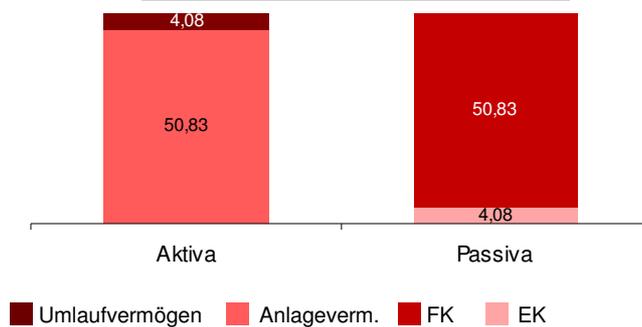


Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass die AVW Grund AG im Prognosezeitraum keine weiteren Immobilienkäufe oder Verkäufe tätigen wird. Daher stellen die vier geplanten Objektkäufe den Großteil des operativen Geschäftes dar. Gleichzeitig erlaubt uns dies eine Schätzung von wichtigen Bilanzpositionen (Pre-Money) und daraus ableitend von Bonitätskennzahlen zu formulieren. Es sei hierzu erwähnt, dass die AVW Grund AG derzeit nur über eine Eröffnungsbilanz mit einem Eigenkapital von 1,00 Mio. € verfügt.

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

Erwartete Bilanzstruktur (Post-Money)



Kennzahlen (Post Money)

EK-Quote:	7,4 %
Renditeliegenschaften:	50,83 Mio. €
Finanzverbindl.:	50,83 Mio. €
LTV:	100,0 %
Liquide Mittel:	3,08 Mio. €
Net Debt:	47,75 Mio. €

Quelle: GBC AG

Unsere Bilanzschätzungen basieren in erster Linie auf der Tatsache, dass die AVW Grund AG zwar die vier ausgewählten Immobilien zu 90 % des Verkehrswertes erwerben wird, hier jedoch eine ergebniswirksame Wertaufholung auf 100 % vornehmen wird. Daher beläuft sich der bilanzierte Wert der Renditeliegenschaften auf 50,83 Mio. €. Dies korrespondiert mit dem Fremdkapital, welches in unseren Planungen alleine aus den Anleiheverbindlichkeiten besteht. Die Aufwertungsgewinne werden parallel hierzu einen Anstieg des Eigenkapitals auf 4,08 Mio. € zur Folge haben. Desweiteren haben wir auch Emissionskosten, welche sich auf die Liquiditätssituation der Gesellschaft belastend auswirken werden, in Höhe von etwa 2,00 Mio. € berücksichtigt.

Verschiedene Szenarien zur Rückführung der Anleihe

Ein wichtiger Bestandteil im Hinblick auf die Rückführung der Anleihe zum 30.11.2015 ist die Verpflichtung des Ankerinvestors und Großaktionärs der AVW Immobilien AG, Frank Albrecht, rund 25 % jedoch maximal 12,50 Mio. € dieser Kapitalmaßnahme mitzuzeichnen. Dieser Betrag spielt daher bei den Überlegungen zur Anleiherückführung keine Rolle, da hier die Möglichkeit eines Debt-Equity-Swaps oder einer Verlängerung gegeben ist. Insgesamt haben wir drei Möglichkeiten für die Rückzahlung der Anleihe herausgearbeitet:

1. Objektverkauf

Die aktuellen auf den künftigen Mieten basierenden Buchwerte der Immobilien belaufen sich gemäß Wertgutachten auf 50,83 Mio. €. Bezogen auf die erzielbare Nettojahresmiete ergibt sich ein Bewertungsmultiplikator von 13,9 (Mietrendite: 7,2 %). Dies ist unserer Ansicht nach keine offensive Bewertung und daher kann davon ausgegangen werden, dass über die Anleihelaufzeit keine Bewertungsabschläge zu erwarten sind. Bei einem vollständigen Abverkauf der Immobilien wäre somit das gesamte Anleihevolumen abgedeckt.

2. Refinanzierung über Banken

Wie Eingangs erwähnt, beläuft sich der zu refinanzierende Anleihebetrag abzüglich den Anteilen von Frank Albrecht auf 38,33 Mio. €. Während der Anleihelaufzeit sollte es der Gesellschaft gut gelingen die Liquidität, welche sich direkt nach der Platzierung bei 3,08 Mio. € beläuft, weiter anzuheben. Wir rechnen mit einer Liquidität von etwa 5,5 Mio. € und damit beläuft sich der Restbetrag, welcher über Banken refinanziert werden müsste, bei rund 33,3 Mio. €. Angesichts der Tatsache, dass der Wertbestand der Immobilien bei 50,83 Mio. € liegt, dürfte eine Refinanzierung ohne Probleme realisiert werden. Der LTV betrüge dann 65,6 %, was als niedrig einzustufen ist.

3. Refinanzierung über Projektpipeline der AVW Immobilien AG (Garantin)

Dieses Szenario greift auf die Garantieerklärung der AVW Immobilien AG zurück. Denn die Holdinggesellschaft hat sich dazu verbürgt, im Falle eines drohenden Ausfalls der Anleihe die notwendigen Mittel bereitzustellen. Aufsetzend auf das zweite Szenario müssten auch hier rund 33,3 Mio. € zurückgeführt werden. Alleine aus der aktuellen Projektpipeline (bis Ende GJ 2011/2012) der AVW Immobilien, die sich derzeit laut Unternehmensaussagen auf 90 Mio. € beläuft, dürfte ein Ergebnisbeitrag von 13,5 Mio. € (Marge von 15 %) erzielt werden. Zur vollständigen Abdeckung müsste die Gesellschaft bis zum 30.11.15 weitere Projekte von bis zu 130,0 Mio. € realisieren, was unseres Erachtens gut machbar ist.

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

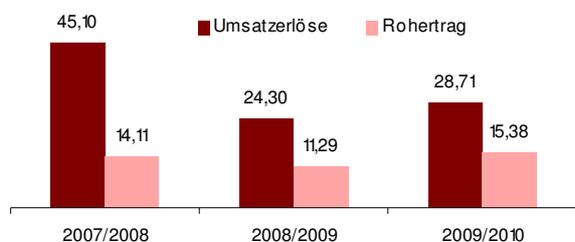
Geschäftsentwicklung der AVW Immobilien AG (Garantin)

in Mio. €	2007/2008	Δ ggü. VJ	2008/2009	Δ ggü. VJ	2009/2010
Umsatz	45,10	-46,1 %	24,30	+18,1 %	28,71
Rohertrag	14,11	-20,0 %	11,29	+36,2 %	15,38
EBITDA	3,51	neg.	-3,04	k.A.	3,08
EBIT	3,32	neg.	-3,24	k.A.	2,93
JÜ	5,93	neg.	-2,77	k.A.	1,26

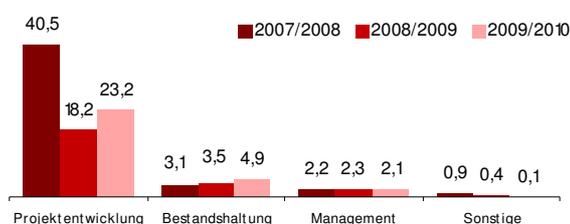
Quelle: AVW Immobilien AG; GBC AG

Aufgrund der Garantierklärung durch die Holdinggesellschaft AVW Immobilien AG, erachten wir es als sinnvoll einen kurzen Überblick zur Geschäftsentwicklung der Garantin über die letzten Geschäftsjahre zu geben. Hierbei stellen wir die Umsatz- und Ergebnisentwicklung in den Vordergrund und geben anschließend einen kurzen Überblick über alle relevanten Bonitätskennzahlen.

Ertragsentwicklung (in Mio. €)



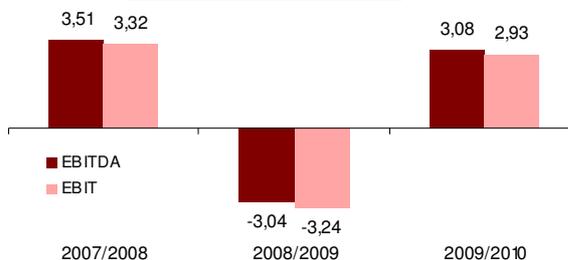
Segmentaufteilung (in Mio. €)



Quelle: AVW Immobilien AG; GBC AG

Im Dreijahresvergleich wird es aus den vorstehenden Grafiken gut ersichtlich, dass die AVW Immobilien AG insbesondere im Geschäftsjahr 2008/2009 von den negativen Marktvorgaben beeinflusst war. Im Zuge der sich aufhellenden branchenspezifischen Lage konnte jedoch das letzte Geschäftsjahr 2009/2010 wieder eine positive Tendenz aufzeigen. Ein wieder anziehendes Projektentwicklungs- und Dienstleistungsgeschäft aber auch eine stabile Entwicklung der Umsätze im Bereich der Bestandshaltung, ließen die Gesamtumsätze der Gesellschaft um 18,1 % auf 28,71 Mio. € (VJ: 24,30 Mio. €) ansteigen. Der Rohertrag, der sowohl die Bestandsveränderungen als auch die Materialaufwendungen berücksichtigt, konnte im Zuge dessen ebenfalls um 36,2 % auf 15,38 Mio. € (VJ: 11,29 Mio. €) zulegen.

EBITDA und EBIT in Mio. €



Quelle: AVW Immobilien AG; GBC AG

Auf Grundlage der verbesserten Umsatzsituation wurde auf Ergebnisebene ein Turn-Around erzielt. Das EBITDA konnte demnach im abgelaufenen Geschäftsjahr vom zuvor negativen Wert von -3,04 Mio. € (2008/2009) auf 3,08 Mio. € gesteigert werden. Diese Entwicklung lässt sich auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses, welches von -2,77 Mio. € (GJ 2008/2008) auf 1,26 Mio. € (GJ 2009/2010) gesteigert werden konnte, beobachten.

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe

AVW Immobilien AG	2007/2008	2008/2009	2009/2010
EBITDA-Interest Coverage	2,52	-1,48	1,45
EBIT-Interest Coverage	2,38	-1,58	1,38
Total Debt / EBITDA	12,57	-17,06	15,43
Total Net Debt /EBITDA	10,28	-14,05	13,23
ROCE	5,40 %	-5,13 %	5,19 %
EK-Quote	27,8 %	25,5 %	29,4 %
LTV	48,0 %	65,7 %	63,2 %

Quelle: GBC AG

Infolge der positiven operativen Entwicklung konnte die Gesellschaft im letzten Geschäftsjahr alle relevanten Kennzahlen verbessern. Die Zinsdeckungsgrade (auf EBITDA- und EBIT-Basis) lagen dabei wieder oberhalb der wichtigen Marke von 1,00. Dies indiziert, dass die Gesellschaft in der Lage war, die Zinsaufwendungen aus dem operativen Ergebnis zu begleichen. Aufgrund erfolgreicher Veräußerungen von Immobilienprojekten konnte die AVW Immobilien AG die Bankverbindlichkeiten reduzieren. In Verbindung mit der positiven Ergebnissituation, führte dies zu einem Anstieg der Kennzahlen Total Debt/EBITDA und Total Net Debt /EBITDA. Parallel hierzu reduzierte sich die Bilanzsumme und damit steigerte sich die Eigenkapitalquote auf einen für Immobilienunternehmen guten Wert von 29,4 %.

Marktvergleich der AVW Grund AG - Unternehmensanleihe

Ein Marktvergleich der AVW Grund AG-Unternehmensanleihe zu den in 2010 und 2011 in Deutschland emittierten „Mittelstandsanleihen“ ist nur bedingt möglich. Insbesondere die Ausgestaltung der AVW-Anleihe, welche einen umfangreichen Katalog an Sicherheiten einbezieht, lässt sich zur Zeit in der Form nicht wiederfinden. Für einen aussagekräftigen Vergleich können wir dabei lediglich zwei Unternehmen heranziehen, wobei auch hier eine Gegenüberstellung nur Ähnlichkeiten in der Ausgestaltung aufzeigt. Als vergleichende Unternehmen haben wir die WGF Westfälische Grundbesitz und Finanzverwaltung AG und die Golden Gate AG identifiziert.

Unternehmen	Kupon	Laufzeit in Jahren	Emissionsdatum	Rating	Volumen in Mio. €	Sicherung		
						Grundschuld	Treuhänder	Sicherungsabtretung
WGF Hypothekenanleihe	5,35 %	4,5	15.11.2010	-	20,00	ja	ja	ja
Golden Gate AG	6,50 %	3,5	11.04.2011	BB	30,00	ja	ja	ja
AVW Grund AG	6,10 %	4,5	01.06.2011	BBB-	bis 50,83	ja	ja	ja

Quelle: GBC AG

Die hier ausgewählten Anleihen weisen ähnliche Sicherungskomponenten auf. Es lässt sich jedoch festhalten, dass lediglich die AVW Grund AG im Rahmen der Mittelverwendung bereits im Vorfeld der Anleiheplatzierung konkrete Immobilieninvestitionen vorweisen kann. Somit wird hinsichtlich der objektbezogenen Besicherung durch Grundschulden eine höchstmögliche Transparenz gewährleistet.

Die oben ausgewählten Unternehmen haben sich im Wertpapierprospekt Kündigungsrechte einräumen lassen. So kann die WGF AG jährlich jeweils zum 30.06. und 31.12. ordentlich kündigen. Die Golden Gate AG kann ihre Anleihe mit einer sechsmonatigen Frist zum Jahresende eines jeden Kalenderjahres kündigen. Die AVW Grund AG verfügt über das Recht einer vorzeitigen Kündigung zum 30.11.2013 und 30.11.2014. Im Falle einer vorzeitigen Kündigung wird ein Rückzahlungsbetrag von 103 % (31.11.13) oder 102 % (31.11.14) fällig. Angesichts der umfangreichen und konkreten Sicherungskomponenten und des guten Ratings („Investment Grade“), fällt dieser Vergleich für die AVW Grund AG positiv aus.

GBC-Credit Research - AVW Grund AG - 6,1 % Unternehmensanleihe**Fazit - Attraktive Depotbeimischung**

Mit der Zeichnung der AVW Grund AG - Unternehmensanleihe finanziert der Investor den Erwerb von vier Handelsimmobilien. Die AVW Grund AG ist dabei als 100%-ige Tochtergesellschaft der AVW Immobilien AG in einen Konzernverbund integriert, welcher über weitreichende Erfahrungen im Immobiliensegment verfügt. Bis dato hat die Gesellschaft bereits 125 Immobilienprojekte, mit einem Gesamtvolumen von etwa 1,0 Mrd. € erfolgreich realisiert.

Mit einem geplanten Anleihevolumen von bis zu 50,83 Mio. € plant die AVW Grund AG den Erwerb von vier Handelsimmobilien, welche über die Anleihelaufzeit im Bestand der Gesellschaft verbleiben sollen. In Summe beläuft sich der gutachterlich ermittelte Verkehrswert der Immobilien auf 50,83 Mio. € und weist in Verbindung mit den jährlichen Jahresmieten einen Multiple von 13,9 (Mietrendite auf Verkehrswerte: 7,2 %) auf. Die Immobilien sind nahezu vollvermietet, so dass bei einer entsprechend zeitnahen Umsetzung der Investitionen mit Mieteinnahmen von jährlich 3,64 Mio. € gerechnet werden kann. Diese Größenordnung liegt dabei abzüglich der Kosten deutlich oberhalb der zu leistenden Zinszahlungen von jährlich 3,10 Mio. €. Über die Anleihelaufzeit haben wir einen EBIT-Zinsdeckungsgrad von 1,06 errechnet.

Die Anleiheinvestoren verfügen über umfangreiche Sicherungskomponenten. Allen voran zu nennen ist die Eintragung erstrangiger Grundpfandrechte in Höhe von 90,0 % der gutachterlich ermittelten Verkehrswerte der Immobilien. Da sich der Kaufpreis der zu erwerbenden Objekte auch auf 90,0 % der Verkehrswerte beläuft, decken die Grundpfandrechte den vollen Kaufpreis ab. Parallel hierzu wird im Rahmen einer stillen Abtretung der Mieteinnahmen an einen Treuhänder sichergestellt, dass die Liquidität im Unternehmen verbleibt. Die Holdinggesellschaft AVW Immobilien AG übernimmt zudem die Garantie, dass die Zahlung von Kapital, Zinsen sowie jeglichen mit der Anleihe in Verbindung stehenden Beträgen, gewährleistet ist. Die Anleihe soll als mündelsicher erklärt werden. Mündelsichere Anlagen bestätigen, dass Wertverluste praktisch unmöglich sind. Diese werden durch einen berechtigten Betreuer beantragt und müssen von einem Richter bewilligt werden. Die Bestätigung der Mündelsicherheit steht derzeit jedoch noch aus.

Für die Rückzahlung der Anleihe haben wir drei verschiedene Szenarien herausgearbeitet. Diese zeigen auf, dass die Gesellschaft nach Ablauf der 4,5-jährigen Anleihelaufzeit problemlos in der Lage sein sollte, eine Rückzahlung zu realisieren. Als mögliche Szenarien haben wir Objektverkäufe, eine Refinanzierung über Banken sowie die Inanspruchnahme der Garantie der Holdinggesellschaft berücksichtigt. Nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass sich der Ankeraktionär der AVW Immobilien AG, Frank Albrecht, dazu verpflichtet hat 25 %, jedoch maximal 12,50 Mio. € der Anleihe zu zeichnen, ist eine Anleiherückzahlung unseres Erachtens zu erwarten.

Die AVW Grund AG hat die Anleihe einem Rating durch die „Creditreform“ unterzogen. Das Ergebnis von „BBB-“ wird von der Ratinggesellschaft folgendermaßen kommentiert: „Insgesamt halten wir die aufgezeigten Rückzahlungsmöglichkeiten der hier analysierten Schuldverschreibungen durch die AVW Grund AG für plausibel.“ Weiterhin heißt es: „Die Emission weist somit eine stark befriedigende Güte auf“. Diesem Urteil schließen wir uns auch nach einem Marktvergleich an. Wir erachten die AVW Grund AG - Unternehmensanleihe als überdurchschnittlich attraktiv und die Anleihe ist aus unserer Sicht eine attraktive Depotbeimischung.

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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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.

Einstufung bei Credit Research Analysen:

„**Überdurchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als überdurchschnittlich attraktiv einzustufen

„**Durchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als durchschnittlich attraktiv einzustufen

„**Unterdurchschnittlich attraktiv**“: Die Ausgestaltung der Anleihe ist unter Berücksichtigung der Bonität als unterdurchschnittlich attraktiv einzustufen

§ 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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: 6

§ 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 hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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