Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

Fair Value REIT-AG

fair value REIT

Geschäftszahlen 2010

15. April 2011

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
SWOT-Analyse	4
Unternehmensprofil	5
Der deutsche Immobilienmarkt im Jahr 2010	11
Geschäftsentwicklung 2010	14
Ausblick und Prognosen	17
Bewertung	19
Fazit	21
ANHANG	22

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Solide 2010er Zahlen - Sehr detaillierter Ausblick

Geschäftszahlen 2010

- Fair Value hat 2010 mit einem Nettovermietungsergebnis von 9,5 (8,8) Mio. Euro und einem Konzernergebnis von 2,2 (-2,9) Mio. Euro abgeschlossen. Die Mieterträge legten hierbei auf 12,1 (10,5) Mio. Euro zu.
- Die vorgelegten Zahlen sind aus unserer Sicht solide ausgefallen. Der Bewertungsverlust ging auf 4,9 (6,8) Mio. Euro zurück und erreichte damit das 2007er Niveau. Als besonders erfreulich werten wir, dass der Marktwert der Direktinvestitionen ungeachtet der abnehmenden Restlaufzeit stabil geblieben ist.
- Die Eigenkapitalquote gemäß REIT-Gesetz konnte zum 31.12.2010 auf 49,6% (31.12.2009: 45,5%) ausgeweitet werden. Der operative Cashflow (FFO) fiel mit 4,8 (3,0) Mio. Euro ebenfalls sehr positiv aus. Die Nettofinanzverschuldung konnte Fair Value per 31.12.2010 auf 87,1 (31.12.2009: 100,0) Mio. Euro abbauen.
- Fair Value hat für die nächsten beiden Jahre einen sehr detaillierten Ausblick gegeben. Der hohe Vermietungsstand und die in den vergangenen Jahren stets über 6 Jahre liegende Restlaufzeit der Mietverträge lassen eine hohe Planbarkeit der operativen Entwicklung zu. Ausgehend von einem HGB-Überschuss hat das Unternehmen für die beiden nächsten Jahre eine Dividende von jeweils 0,10 Euro je Aktie in Aussicht gestellt.
- Die Quellen für das künftige Wachstum der Fair Value sind nach unserer Einschätzung ein aktives Portfoliomanagement sowie Kapitalmaßnahmen. Gezielte Kapitalmaßnahmen (Bar- bzw. Sachkapitalerhöhungen) sind Fair Value zufolge bei einem günstigen Marktumfeld geplant.
- Auf Basis unserer aktualisierten Bewertungsmodelle ergibt sich ein unverändertes Kursziel von 8,00 Euro (EPRA-NAV per 31.12.2010: 8,93 Euro). Angesichts des verbesserten Marktumfelds für Immobilienaktien und des damit verbundenen Investoreninteresses sollte sich der Kursanstieg der Fair Value-Aktie fortsetzen. Wir bestätigen unser Kaufen-Votum.

RL	GJ	Mieterträge	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2008	12.392	-1.754	-13.736	-13.301	-1,41
IFRS	2009	10.460	-727	-3.851	-2.906	-0,31
IFRS	2010	12.081	2.867	1.975	2.232	0,24
IFRS	2011e	11.580	5.375	5.075	6.258	0,67
IFRS	2012e	12.159	6.261	6.061	7.438	0,79
CAGR 2008 - 2012e		-0,5%	-	-	-	

Zahlen in Tsd. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

Fair Value REIT-AG 6)

Votum:	**Kaufen**
alt:	-
vom	-

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	**8,00**
Kurs (Xetra) (in Euro)	4,70
14.04.2011 17:36 Uhr	
Kurspotenzial	70,21%

Unternehmensdaten	
Land	GE
Branche	Finanzdienstleister / REIT
Segment	Prime Standard
ISIN	DE000A0MW975
Reuters	FVIG.DE
Bloomberg	FVI
Internet	www.fvreit.de

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	9,407
Freefloat	41,42%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	44,2
∅ Tagesumsatz	4.570
52W Hoch 27.12.2010	4,88 Euro
52W Tief 18.06.2010	3,65 Euro
Beta	0,70
Volatilität (60 Tage)	35,67

Bewertungsmultiplikatoren

	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2008	10,7	neg.	neg.	0,0%
2009	13,1	neg.	neg.	0,0%
2010	10,5	44,3	17,9	2,4%
2011e	11,0	23,7	7,1	2,1%
2012e	10,5	20,3	5,9	3,2%

Performance (in %)

	1M	3M	6M	12M
absolut	4,5	0,0	24,3	10,7
relativ ggü.:				
DAX	0,4	-1,0	12,3	-2,8
Pr. Fin. Services	3,7	4,5	15,3	5,2

Index-Gewichtung	
Prime Fin. Services	0,103%
RX REIT Index	7,830%

Ersteller: Zafer Rüzgar (Analyst)

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

STÄRKEN

- **Direktinvestitionen nahezu ohne Bewertungsverluste in 2010**
- **Fair Value ist auf Grund der Investitionsstrategie einer vergleichsweise geringen Wettbewerbsintensität ausgesetzt**
- **Effiziente Unternehmensstruktur, kurze Entscheidungswege**
- **Management mit hohem Immobilien-Know-how und aussagekräftigem Track-Record**

CHANCEN

- **Alleinstellungsmerkmal durch Roll-up-Plattform für Erwerb von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds**
- **Wettbewerbsvorteil durch REIT-Status, bislang lediglich drei deutsche REITs an der Börse notiert**
- **Stabile Cash Flows durch langfristige Mietverträge, insbesondere bei den Sparkassenimmobilien**
- **Aktienkurs weiterhin deutlich unter dem NAV**

SCHWÄCHEN

- **Verhältnismäßig junge Unternehmenshistorie**
- **Hohe Abhängigkeit von Schlüsselpersonen**
- **Vergleichsweise geringer Einfluss auf assoziierte Unternehmen**
- **Durchschnittlicher Marktwert pro Immobilie relativ klein**

RISIKEN

- **Weitere Wertminderungen können Ergebnisentwicklung massiv beeinflussen**
- **Verlust des REIT-Status ohne eigene Einwirkung**

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Unternehmensprofil

Fair Value REIT-AG auf einen Blick

Direktinvestitionen am Immobilienmarkt und Beteiligungen an Immobilienfonds

Die in München ansässige Fair Value REIT-AG ist ein Real Estate Investment Trust (REIT), der sich auf den Erwerb, die Vermietung, Bestandshaltung und Veräußerung von Gewerbeimmobilien spezialisiert hat. Schwerpunkt der Investitionen sind Büro- und Einzelhandelsimmobilien an ausgewählten deutschen Regionalstandorten. Fair Value verfolgt hierbei eine Zwei-Säulen-Strategie. Zum einen beteiligt sich das Unternehmen an ausgewählten geschlossenen Immobilienfonds, zum anderen investiert Fair Value direkt am deutschen Immobilienmarkt. Der Marktwert aller Immobilien (inkl. assoziierter Unternehmen) betrug zum 31.12.2010 496 Mio. Euro. Der Fair Value-anteilige Marktwert des Gesamtportfolios (direkt gehaltene Immobilien sowie anteilig zuzurechnende Beteiligungsimmobilien) bezifferte sich hierbei auf rund 225 Mio. Euro. Der Vermietungsstand belief sich dabei auf 93,6% (95,5%) und die erzielbaren Mieten auf 19,7 Mio. Euro pro Jahr bei Vollvermietung.
Die Fair Value REIT-AG ist 2007 aus der Umwandlung der "IC Grundbesitz Gesellschaft mbH & Co. Beteiligungs-KG" in die Fair Value Immobilien-Aktiengesellschaft entstanden und seit dem 16.11.2007 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.

Aktionärsstruktur der Fair Value REIT-AG

	in %
IC Immobilien Holding AG	9,39
H.F.S. Zweitmarkt Invest 2 GmbH & Co. KG *	8,13
H.F.S. Zweitmarkt Invest 3 GmbH & Co. KG *	7,44
H.F.S. Zweitmarkt Invest 4 GmbH & Co. KG *	7,44
H.F.S. Zweitmarkt Invest 5 GmbH & Co. KG *	7,44
IC Immobilien Service GmbH	6,34
IFB Beteiligungen AG i.L.	5,44
Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G.	3,76
IC Fonds GmbH	2,34
Eigene Aktien	0,86
Free Float	**41,42**

* 30,45% der Stimmrechtanteile des H.F.S. Zweitmarkt sind der UniCredit zuzurechnen

Quelle: Fair Value REIT-AG Stand: 31.03.2011

Real Estate Investment Trust - REIT

Keine Körperschafts- und Gewerbesteuer beim REIT

Ein REIT ist vereinfacht gesagt ein Treuhandfonds, der Immobilien besitzt und verwaltet. Um als REIT zu gelten muss die Immobiliengesellschaft mindestens 90% ihres HGB-Jahresgewinns als Dividende an ihre Aktionäre ausschütten. Die Gesellschaft kann bis zu 50% der Veräußerungsgewinne bis zu zwei Jahre in eine Rücklage zur Anschaffung von unbeweglichem Vermögen einstellen. Ein REIT zahlt keine Körperschafts- und Gewerbesteuer. Der ausgeschüttete Gewinn der Gesellschaft (Dividende) wird erst bei den Aktionären mit deren Abgeltungssteuer belegt. Des Weiteren sind REITs verpflichtet, gemessen am Immobilienvermögen eine Eigenkapitalquote von 45% aufzuweisen. Die hohe Mindesteigenkapitalquote sorgt zum einen für Stabilität, zum anderen stellt die hohe Ausschüttungsquote für REIT-Investoren eine attraktive regelmäßige Einkommensquelle dar.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Marktvolumen geschlossene Immobilienfonds: 10,8 Mrd. Euro

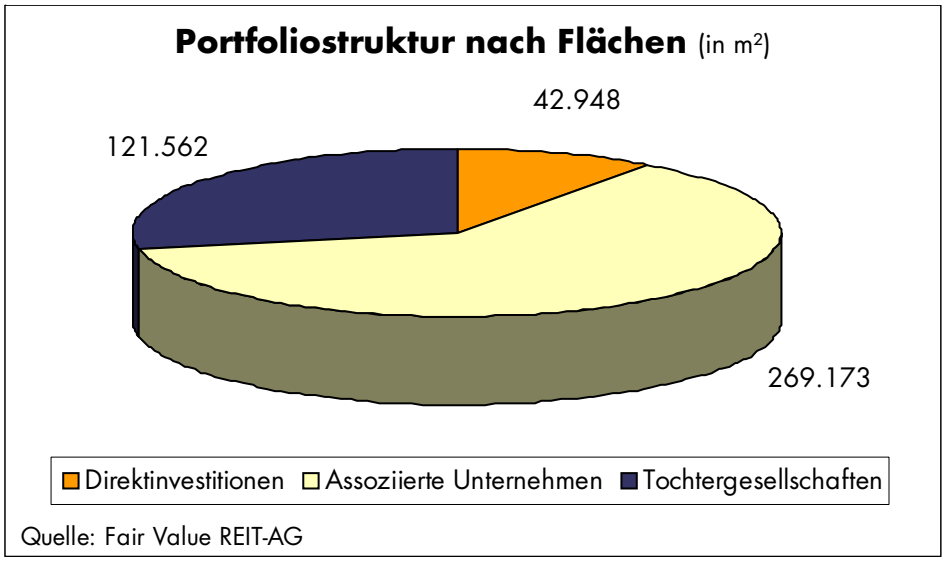
Umtausch von geschlossenen Fondsanteilen gegen Fair Value-Aktien

Der Roll-up-Prozess der Fair Value stellt ein klares Alleinstellungsmerkmal dar. Investoren können zu festgelegten Stichtagen und Kurswerten Anteile an geschlossenen Immobilienfonds gegen Aktien der Fair Value REIT-AG tauschen. Für Anleger bedeutet der Verkauf von Anteilen geschlossener Immobilienfonds normalerweise größere Schwierigkeiten, da der Exit über den Zweitmarkt für diese Fondsanteile meist nur mit großen Abschlägen auf den fairen Wert der Anteile möglich ist. Für Anleger bedeutet ein Umtausch dieser Papiere in Aktien der Fair Value AG daher den Tausch von illiquidem in relativ liquides Vermögen. Für Fair Value stellt dieses Verfahren den Zugang zum großvolumigen Markt für geschlossene Fondsbeteiligungen (Volumen Gesamtmarkt Deutschland 2010: über 140 Mrd. Euro) dar. Zudem ist Fair Value zur Finanzierung von Investitionen nicht allein auf liquide Mittel angewiesen, da die Anteile als Sachkapitalerhöhung in das Vermögen der Gesellschaft eingebracht werden.
Fair Value konnte sich auf diesem Wege in 2007 an einem Portfolio von 49 Immobilien mit einer Gesamtmietfläche von 422.557 m² und einem damaligen Marktwert von rund 558 Mio. Euro (Fair Value-Anteil: rd. 226 Mio. Euro) beteiligen. An diesem Umtausch hatten sich rund 2.100 Anleger beteiligt.

Anteiliger Marktwert zum 31.12.2010: 225 Mio. Euro

Beteiligungsübersicht der Fair Value

Die Immobilieninvestitionen der Fair Value REIT-AG drücken sich in direkten Investitionen in Immobilien und im Erwerb von Beteiligungen an Immobilienpersonengesellschaften aus. Das breit diversifizierte Immobilienportfolio der Fair Value REIT-AG verfügt über 75 direkt und indirekt gehaltene Objekte mit einer vermietbaren Fläche von insgesamt 434.000 m². Der Marktwert des gesamten Immobilienportfolios auf Basis von Einzelwertgutachten belief sich zum 31.12.2010 auf 496 (508) Mio. Euro, wovon 225 (229) Mio. Euro auf die Anteile von Fair Value entfielen.
Der Großteil der Objekte befindet sich im Großraum Hamburg (23%) und im Großraum Düsseldorf (13%). Mit einem Anteil von 44% an der Potenzialmiete hat der Einzelhandel das stärkste Gewicht im Gesamtportfolio gleich nach Büroimmobilien mit 42%. Dabei werden die meisten Büroimmobilien als Bankfilialen der Sparkasse Südholstein genutzt, die mit 15,4% der gesamten anteiligen Vertragsmieten in Höhe von 18,4 Mio. Euro der größte Einzelmieter im Portfolio ist. Die Einzelhandelskonzerne Metro, Edeka und Kaufland stehen als

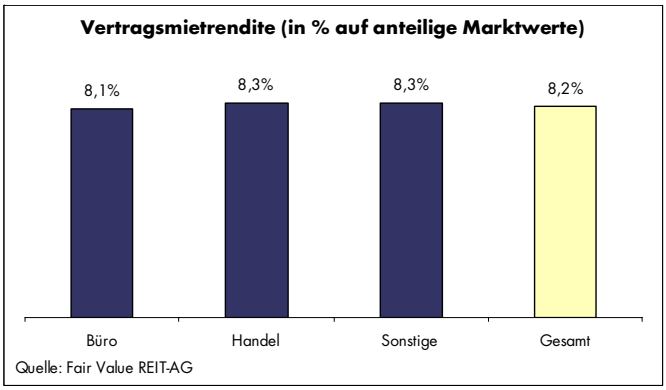


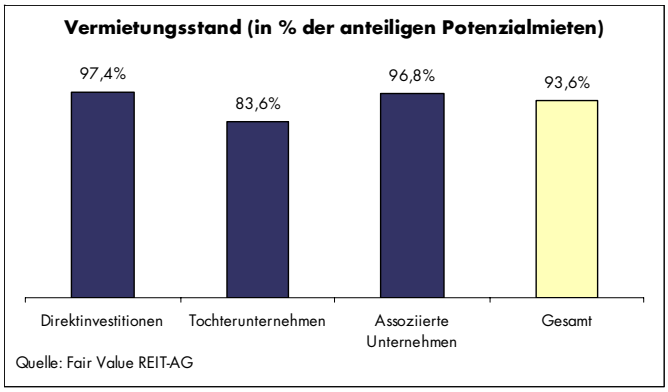
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

größte Mieter für insgesamt 26% der Vertragsmieten im Bereich Einzelhandel. Per 31. Dezember 2010 belief sich bezogen auf den Anteil Fair Value's am Marktwert die Mietrendite vor Kosten auf 8,2%. Stabile Mieteinnahmen werden mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von 6,2 Jahren gewährleistet.

Beteiligung an insgesamt 52 Immobilien

Über die sechs Tochterunternehmen und über direkte Investitionen ist Fair Value an 52 gewerblichen Immobilien beteiligt, die für eine Gesamtmietfläche von 164.510 m² (hiervon 42.948 m² bzw. 32 Objekte im Direktbesitz und 121.562 m² bzw. 20 Objekte über Tochterunternehmen) und einem Marktwert zum 31. Dezember 2010 von 131 Mio. Euro (Anteil Fair Value: 95 Mio. Euro) stehen. Der Marktwert der Immobilien, der sich im Direktbesitz befinden beträgt hierbei 45,5 Mio. Euro. Der Marktwert des Portfolios der Tochterunternehmen beläuft sich auf 85,7 Mio. Euro (Anteil Fair Value: 49,1 Mio. Euro).
Darüber hinaus ist der Konzern über die assoziierten Unternehmen in sechs geschlossenen Immobilienfonds investiert, welche 23 Gewerbeimmobilien mit einer Gesamtmietfläche von rund 269.173 m² halten. Der Marktwert dieses Portfolios beläuft sich zum Stichtag auf rund 365 Mio. Euro (Anteil Fair Value: 130 Mio. Euro).





Hoher Vermietungsstand bei Sparkassen-Portfolio und assoziierten Unternehmen

Die annualisierte Vertragsmiete des Sparkassen-Portfolios liegt unverändert bei 3,2 Mio. Euro. Der Vermietungsstand der Immobilien beträgt 97,4% (98,5%), die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei 11,2 (12,1) Jahren. Fair Value plant den Anteils an direkt gehaltenen Immobilien langfristig auf 50% zu erhöhen. Die jährliche Vertragsmiete liegt bei den Tochterunternehmen (Anteil Fair Value) bei 4,1 (5,4) Mio. Euro. Bei einem Vermietungsstand von 83,6% (90,8%) liegt die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge bei 3,4 (4,1) Jahren. Bei den assoziierten Unternehmen beträgt die jährliche Vertragsmiete Fair Value zufolge 32,7 Mio. Euro. Hiervon entfallen anteilig auf Fair Value 11,7 (11,3) Mio. Euro. Zum 31.12.2010 betrug der Fair Value-anteilige Vermietungsstand 96,8% (97,0%) bei einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von 5,7 Jahren.

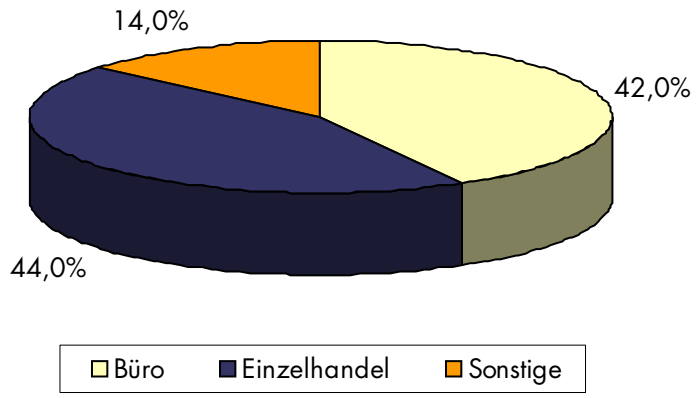
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Künftig Einzelhandels- und Büroimmobilien stärker im Fokus

Breit diversifiziertes Portfolio

Neben der breiten regionalen Diversifikation weist das Immobilienportfolio auch eine breite sektorale Verteilung auf. 42% der Potenzialmieten stammen aus dem Bereich Büro, 44% aus dem Einzelhandel und 14% aus dem Bereich Sonstige (u.a. Logistik). Das Portfolio soll durch weitere Zukäufe sowie gezielte Umstrukturierungsmaßnahmen, wie den Ausbau des Konzernanteils bei Direktinvestitionen und Tochterunternehmen, weiter optimiert werden. Des Weiteren will sich die Gesellschaft mehr auf ihre Kernkompetenzen Einzelhandels- und Büroimmobilien konzentrieren.

Portfolioaufteilung nach Nutzungsarten*



Quelle: Fair Value REIT-AG * nach Potenzialmieten

Namhafte Mieter

Begrüßenswert ist unserer Meinung zudem der namhafte und breit diversifizierte Mieterkreis der Fair Value Immobilien. Zu den größten Mietern des Portfolios zählen neben der Sparkasse Südholstein (15,4%) auch die Metro-Gruppe (10,4%) und der Edeka-Konzern (10,1%). Insgesamt stellten die zehn größten Mieter zum 31.12.2010 rund 64% (60%) der Vertragsmiete.

Die zehn größten Mieter in % der anteiligen Vertragsmiete

	31.12.2010
Sparkasse Südholstein	15,4%
Metro Group	10,4%
EDEKA-Konzern	10,1%
BBV Holding AG	6,0%
Kaufland Gruppe	5,2%
Schweizerhof Hotel	4,9%
Commerzbank Gruppe	3,7%
HPI Germany	3,2%
Bundesagentur / ARGE SGB II	2,4%
Energiebau	2,3%
Sonstige	36,4%

Quelle: Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Historie der Fair Value REIT AG

Januar 2004	• Gründung als IC Grundbesitzgesellschaft mbH mit dem Hintergrund des Aufbaus eines Zweitmarktfonds
September 2004	• Umfirmierung in IC Grundbesitz GmbH & Co. Renditeportfolio KG
März 2005	• Umfirmierung in IC Grundbesitz GmbH & Co. Fair Value KG (kurz: Fair Value KG). Geschäftszweck war der Einkauf von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds im Sekundärmarkt
Juli 2007	• Formwechselnde Umwandlung in die Fair Value Immobilien AG
Aug./Sep. 2007	• Umtauschangebot an Anteilseigner von IC Fonds und BBV Immobilienfonds: Fair Value erwirbt Anteile an 14 geschlossenen Fonds
Oktober 2007	• Durchführung erster Direktinvestition. Kauf des Sparkassenportfolios Südholstein mit 32 Objekten (Büroimmobilien). Bar- und Sachkapitalerhöhung von insgesamt 96,75 Mio. Euro
November 2007	• Durchführung einer weiteren Barkapitalerhöhung von 5 Mio. Euro November
November 2007	• 16. November: Erstnotiz der Fair Value Immobilien AG im Prime Standard-Segment
Dezember 2007	• 6. Dezember: Fair Value Immobilien AG erlangt REIT-Status und firmiert nun unter Fair Value REIT-AG
Dezember 2007	• 19. Dezember: Aufnahme als zweiter Wert in das REIT-Segment der Deutschen Börse
Dezember 2008	• 18. Dezember: Verkauf der Büroimmobilie "Airport Office II" in Düsseldorf an eine spanische Investorengruppe. Der Verkaufserlös (Mietertrag 974 Tsd. Euro p.a.) beträgt 15,3 Mio. Euro.
Dezember 2009	• Neuordnung des Asset-Managements • Veräußerung von drei Einzelhandelsimmobilien sowie einer Büroimmobilie zu einem Verkaufspreis von insges. 8,2 Mio. Euro

Quelle: Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Management der Gesellschaft

Das Management der Fair Value besteht derzeit aus einem Vorstandsmitglied:

CEO und CFO der Fair Value REIT-AG

Herr **Frank Schaich** (51) war seit der Gründung der IC GmbH 1988 in leitender Funktion in verschiedenen Bereichen tätig. Von 1993 bis 2002 nahm er Geschäftsführungsfunktionen für mehrere Gesellschaften der IC Immobilien Gruppe und den von ihr betreuten Immobilienfonds wahr. Danach wurde er in den Vorstand der IC Immobilien Holding AG berufen und war dort verantwortlich für das Fondsgeschäft. Herr Schaich verfügt über 27 Jahre Erfahrung an den internationalen Immobilienmärkten und sammelte in dieser Zeit umfangreiches Wissen in der Syndizierung, Finanzierung und Platzierung geschlossener Immobilienfonds. Ebenso verfügt er über Know-how im Asset- und Portfoliomanagement. Herr Schaich ist seit dem 17. September 2007 als CEO bestellt.

Dem Aufsichtsrat der Gesellschaft gehören **Prof. Dr. Heinz Rehkugler** (Vorsitzender), **Christian Hopfer** (stellvertretender Vorsitzender) und **Dr. Oscar Kienzle** an.

Herr **Prof. Dr. Heinz Rehkugler**, geb. 1943, war von 1994 bis 2009 Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken an der Universität Freiburg. Zuvor war er nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre und der anschließenden Promotion an der Universität München als Geschäftsführer einer Unternehmensberatung tätig. Herr Prof. Rehkugler ist wissenschaftlicher Leiter des Center for Real Estate Studies der Deutschen Immobilien Akademie in Freiburg und der Steinbeis Hochschule. Zudem agiert er für die Analystenvereinigung DVFA als Leiter der Expertengruppe „Immobilien".

[1)2)3)4)] **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

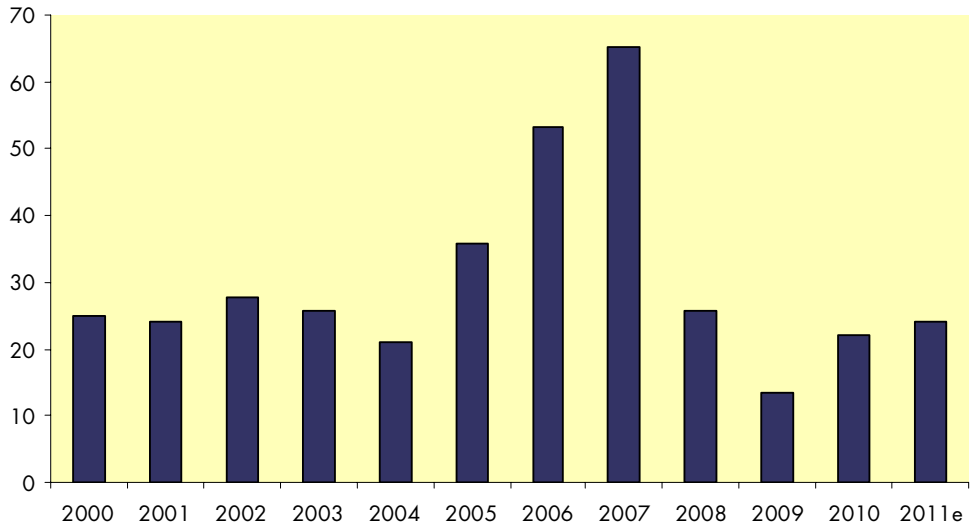
Der deutsche Immobilienmarkt im Jahr 2010

Transaktionsvolumen erreicht nahezu Vorkrisenniveau

2010: Comeback des Transaktionsvolumens

Nach dem starken Rückfall des Immobilientransaktionsvolumens in den Jahren 2008 (-60%) und 2009 (-48%) im Rahmen der Wirtschaftskrise, kam es im vergangenem Jahr 2010 zu einer deutlichen Erholung des Volumens in Deutschland um 64% auf nunmehr 22,0 (13,4) Mrd. Euro. Dabei nahm das Interesse an größeren Transaktionsvolumina, nachdem es in 2009 komplett zum Erliegen kam, wieder spürbar zu. Portfoliotransaktionen im Bereich Wohnimmobilien konnten in 2010 ebenfalls wieder leicht auf 3,8 (3,6) Mrd. Euro zulegen. Bei Gewerbeimmobilientransaktionen machten Portfoliodeals jedoch nur einen geringen Anteil aus (22%). Aufgeteilt nach den Nutzungsarten machten bei Gewerbetransaktionen Einzelhandelsimmobilien mit 7,8 (3,3) Mrd. Euro bzw. einem Anteil von 39,9% (31,2%) aller Transaktionen den größten Anteil aus. Büroimmobilien haben mit einem Anteil von 37,2% (35,0%) ihre Vormachtstellung trotz eines Anstiegs auf 7,3 (3,7) Mrd. Euro verloren, was an dem deutlichen Anstieg der Investitionen in Einzelhandelsobjekte in 2010 lag (+136%). Trotz des deutlichen Anstiegs von fast 76% auf 1,2 (0,7) Mrd. Euro bei Investitionen in Logistikimmobilien, sank deren Anteil auf 6,3% (6,7%) in 2010. Unter sonstige Investments fallen Freizeit-, Sozial- und gemischt genutzte Immobilien (+12% auf 2,4 Mrd. Euro) sowie Hotels (+88% auf 0,8 Mrd. Euro). Der Anteil der internationalen Investoren erhöhte sich insgesamt deutlich von 14% in 2009 auf nunmehr 37%.

Transaktionsvolumen auf dem Markt für Gewerbeimmobilien (in Mrd. Euro)



Quelle: Aberdeen Research, Ernst & Young

Anstieg in 2011 von 9% bis 18% erwartet

Für das laufende Jahr geht die Unternehmensberatung Ernst & Young von einem Transaktionsvolumen von 24,0 bis 26,0 Mrd. Euro aus. Damit erwartet Ernst & Young nur ein moderates Wachstum, welches sich noch weit unter den Vorkrisenjahren 2005 bis 2007 befindet. Dabei wird wieder mit vereinzelten Großtransaktionen gerechnet. Zudem werden eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für Transaktionen sowie durch Restrukturierungsmaßnahmen initiierte Verkäufe erwartet.

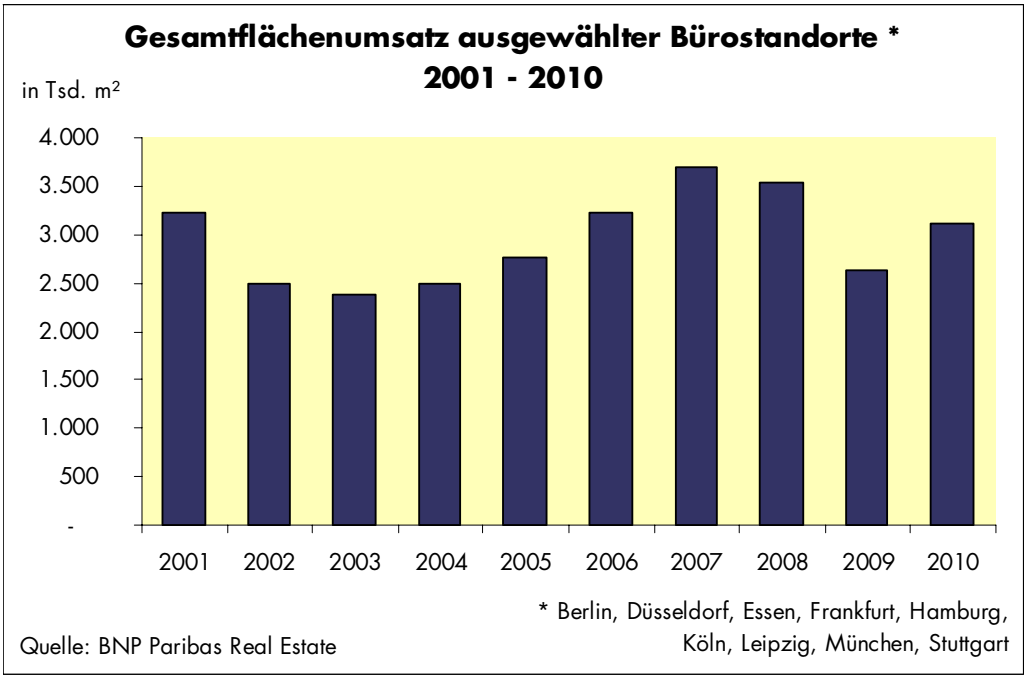
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Büroimmobilien

Konjunktur als wesentlicher Treiber in 2010

Anstieg von 19%

Laut BNP Paribas Real Estate wurden an den neun wichtigsten deutschen Bürostandorten (Berlin, Düsseldorf, Essen, Frankfurt, Hamburg, Köln, Leipzig, München und Stuttgart) im Jahr 2010 rund 3,1 Mio. m² an Bürofläche umgesetzt, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um knapp 19% entspricht. Als Haupttreiber dieser besser als erwarteten Entwicklung sind die positive Stimmung unter den Unternehmen und die Entwicklung am Arbeitsmarkt anzusehen. Beide Faktoren dürften auch im laufenden Jahr der wesentliche Treiber für die Umsatzentwicklung sein.



Flächenanstieg von 10% in 2011 erwartet

Das Gesamtangebot in den neun beobachteten Städten ist dagegen um ca. 1% gesunken, während der Leerstand sich um gut 1% erhöht hat. Bei den Spitzenmieten kam es in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres noch zu einem leichten Rückgang von durchschnittlich 1,5%. Im vierten Quartal kam es dann jedoch auf Grund der guten Nachfrage und des leicht rückläufigen Angebots zu einer Stabilisierung, was sich am Anstieg der Höchstmieten in den neun Städten von gut 2% erkennen lässt. Für das laufende Jahr wird ein weiterer Anstieg des Flächenumsatzes in Höhe von bis zu 10% prognostiziert. Während bei den Leerständen nur mit einem vergleichsweise moderaten Rückgang gerechnet wird, ist bei den Spitzenmieten von einer Fortsetzung des Aufwärtstrends aus dem vierten Quartal 2010 auszugehen, wenn auch mit einer etwas schwächeren Dynamik.

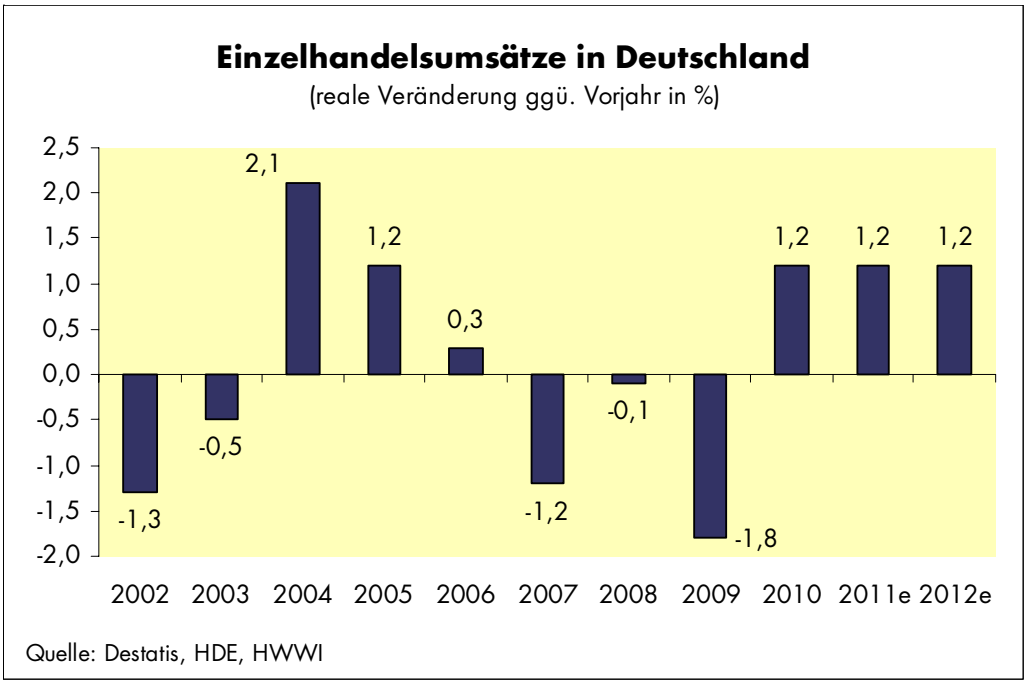
1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Einzelhandelsimmobilien

Steigende Umsätze im Einzelhandel erwartet

Erholung im Einzelhandel in 2010

Nach dem krisenbedingten Rückgang im Jahr 2009 konnten sich die deutschen Einzelhandelsumsätze im Jahr 2010 wieder erholen und stiegen real um 1,2% bzw. nominal um 2,3% gegenüber dem Vorjahr. Auch für 2011 sind die Konsumenten hinsichtlich der Konjunktur und ihres Einkommens positiv gestimmt. Die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) rechnet sogar mit einem Anstieg der Kaufkraft pro Kopf um 500 Euro auf 19.684 Euro. Für das laufende Jahr sehen der Einzelhandelsverband (HDE) und das HWWI das Umsatzwachstum des Einzelhandels jedoch nominal bei 1,5% und real bei 1,2%, da u.a. gestiegene Krankenkassenbeiträge und höhere Energiekosten die Kauflust der Deutschen ein wenig bremsen dürften. Für 2012 werden laut dem HWWI dann ebenfalls real 1,2% prognostiziert.



Interesse ausländischer Händler beflügelt deutschen Einzelhandelsimmobilienmarkt

Das gute Marktumfeld beflügelt auch die Expansionsvorhaben der Händler, was laut Jones Lang Lasalle im laufenden Jahr einen Anstieg der Spitzenmieten in sechs der Top 10-Einzelhandelsmärkten zur Folge haben dürfte. Dabei dürften insbesondere internationale Händler eine tragende Rolle bei der Nachfrage spielen, da diese in Deutschland mit der im europäischen Vergleich guten Konjunktur, den niedrigen Arbeitslosenzahlen und der durch die Krise weitgehend ungetrübten Kaufneigung sehr gutes Potenzial sehen. Expertenschätzungen zufolge stehen mindestens 20 internationale Marken kurz vor einem Markeintritt in Deutschland. Dies alleine würde bis 2013 einen zusätzlichen Bedarf von 50 neuen Standorten in 1a-Lagen bedeuten. Obwohl die Nachfrage einhergehend mit einem leicht verringerten Angebot in 2010 gegenüber dem Vorjahr spürbar zugenommen hat, konnte bei den Spitzenmieten in den meisten Städten allerdings nur ein geringer Anstieg verzeichnet werden. Dies liegt aber zum größten Teil an dem bereits hohem Niveau der Mieten und an der Tatsache, dass es im Rezessionsjahr 2009 zu keinem Rückgang kam.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Geschäftsentwicklung 2010

Konsolidierungseffekt rund 1,6 Mio. Euro in 2010

Vollkonsolidierung der IC 13 prägt Entwicklung der Mieterträge

Fair Value steigerte in 2010 die Mieterträge um 15,5% auf 12,1 (10,5; unsere Prognose: 11,8) Mio. Euro. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass die Steigerung der Mieterträge im Wesentlichen aus der erstmaligen Vollkonsolidierung des Tochterunternehmens IC 13 (Mieterträge 2010: 2,4 Mio. Euro) herrührt. Zu berücksichtigen ist auch, dass der Vorjahreswert vier Immobilien beinhaltet, die infolge der Veräußerung in 2010 nur geringfügig zum Umsatz beigetragen haben. Das Nettovermietungsergebnis 2010 konnte um 11,8% auf 9,5 (8,5; unsere Prognose: 9,2) Mio. Euro verbessert werden. Auch hier machten sich die Konsolidierungseffekte bemerkbar. Fair Value zufolge waren für den Anstieg auch unter Plan liegende immobilienbezogene Kosten verantwortlich. Im Schlussquartal lagen die Mieterträge mit 3,2 (2,8) Mio. Euro um 14,5% über dem Vorjahresniveau. Das Nettovermietungsergebnis blieb hierbei auf Grund der deutlichen Ausweitung der immobilienbezogenen Aufwendungen in Q4 mit 2,5 (2,5) Mio. Euro unverändert.

Fair Value REIT-AG

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Mio. Euro **Geschäftsjahresende :** 31. Dez **Rechnungslegungsstandard :** IFRS	**2009**	**2010**	**2010** (unsere Prognosen)
Mietertrag	**10,5**	**12,1**	**11,8**
Nettovermietungsergebnis	**8,5**	**9,5**	**9,2**
in % vom Umsatz	81,5%	78,9%	77,9%
Betriebsergebnis*	**-0,7**	**2,9**	**6,9**
in % vom Umsatz	neg.	23,7%	58,5%
Finanzergebnis	**-4,5**	**-4,8**	**-4,8**
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.
Konzernergebnis*	**-2,9**	**2,2**	**5,2**
in % vom Umsatz	neg.	18,5%	43,7%

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG * unsere Prognose ohne Bewertungsergebnis

Marktwert der Direktinvestitionen in 2010 stabil

Deutlicher Rückgang des Bewertungsverlustes

Auf der Kostenseite ist der Rückgang der allgemeinen Verwaltungskosten um 13,7% auf 2,3 (2,6) Mio. Euro zu nennen. Das Betriebsergebnis 2010 war mit 2,9 (-0,7) Mio. Euro erstmals seit mehreren Jahren wieder positiv. Neben der Umsatzausweitung profitierte Fair Value von einer deutlichen Reduzierung der Bewertungsverluste. Der Bewertungsverlust ging auf 4,9 (6,8) Mio. Euro zurück und erreichte damit das 2007er Niveau (5,0 Mio. Euro). Bezogen auf das Fair Value-anteilige Portfolio ging der Bewertungsverlust auf 2% (4%) zurück.
Als besonders erfreulich werten wir, dass der Marktwert der Direktinvestitionen ungeachtet der abnehmenden Restlaufzeit stabil geblieben ist. Verantwortlich für den Bewertungsverlust waren im wesentlichen Einzelhandels- und Logistikimmobilien bei den Tochterunternehmen. Das schwache Bewertungsergebnis bei diesen Beteiligungen, das wir auf temporäre und nicht auf strukturelle Probleme zurückführen, hatte sich bereits im Jahresverlauf abgezeichnet.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fair Value REIT-AG

Ausgewählte Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Mio. Euro **Geschäftsjahresende :** 31. Dez **Rechnungslegungsstandard :** IFRS	**Q4 2009**	**Q4 2010**	**Q4 2010** (unsere Prognosen)
Mietertrag	**2,8**	**3,2**	**2,9**
Nettovermietungsergebnis	**2,5**	**2,5**	**2,1**
in % vom Umsatz	23,7%	20,4%	18,0%
Betriebsergebnis*	**-4,9**	**-3,1**	**0,9**
in % vom Umsatz	neg.	neg.	7,9%
Finanzergebnis	**-1,3**	**-1,2**	**-1,2**
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.
Konzernergebnis*	**-6,1**	**-2,5**	**0,4**
in % vom Umsatz	neg.	neg.	3,7%

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG * unsere Prognose ohne Bewertungsergebnis

Beteiligungsergebnis legt deutlich zu

Ergebnisentwicklung übertrifft unsere Erwartungen

Das um Bewertungsverluste bereinigte Betriebsergebnis konnte mit 7,1 (5,6; unsere Prognose: 6,9) Mio. Euro unsere Erwartungen übertreffen. Das Beteiligungsergebnis verbesserte sich trotz konsolidierungsbedingt rückläufiger Erträge auf 3,9 (1,4) Mio. Euro. Getragen wurde die Verbesserung von einem Rückgang des Bewertungsverlustes auf -1,5 (-5,4) Mio. Euro. Auch bei den assoziierten Unternehmen ist der Bewertungsverlust größtenteils auf die Einzelhandelsimmobilien zurückzuführen.

Das Finanzergebnis lag mit -4,8 (-4,5; unsere Prognose: -4,8) Mio. Euro im Rahmen unserer Erwartungen. Das Geschäftsjahr schloss die Gesellschaft mit einem Konzernergebnis von 2,2 (-2,9) Mio. Euro ab. Sowohl das bereinigte Konzernergebnis von 5,8 (6,0, unsere Prognose: 5,2) Mio. Euro als auch das bereinigte EpS in Höhe von 0,62 (0,65; unsere Prognose: 0,55) Euro konnten unsere Erwartungen deutlich übertreffen. Auch die im November 2010 angehobene Fair Value-Zielsetzung (5,1 Mio. Euro bzw. 0,55 Euro) wurde übertroffen. Die erstmalige Dividendenausschüttung in Höhe von 0,10 Euro je Aktie wurde bereits erwartet.

Rückgang der Nettofinanzverschuldung

Unverändert solide Bilanzstrukturen

Die Bilanzstruktur des Unternehmens ist unverändert solide. Die Eigenkapitalquote gemäß REIT-Gesetz konnte zum 31.12.2010 auf 49,6% (31.12.2009: 45,5%) ausgeweitet werden. Verantwortlich hierfür waren zum einen der ergebnisgetriebene Anstieg des Eigenkapitals auf 74,6 (31.12.2009: 72,7) Mio. Euro. Hinzu kam eine Bilanzverkürzung infolge von Immobilienveräußerungen (Zufluss: 8,1 Mio. Euro). Der operative Cashflow (FFO) fiel mit 4,8 (3,0) Mio. Euro ebenfalls sehr positiv aus. Die Nettofinanzverschuldung konnte Fair Value per 31.12.2010 auf 87,1 (31.12.2009: 100,0) Mio. Euro abbauen.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Überraschungspotenzial der Zahlen gering

Insgesamt solides Gesamtbild in 2010

Die endgültigen Zahlen für 2010 entsprachen den im Februar bekannt gegebenen vorläufigen Zahlen. Das Überraschungspotenzial war daher gering. Insgesamt ist die operative Entwicklung in 2010 aus unserer Sicht als solide zu erachten. Der Rückgang beim Vermietungsstand auf 93,6% (95,5%) ist in erster Linie auf einzelne Standorte zurückzuführen. Konkrete Maßnahmen zum Abbau des Leerstands wurden bereits umgesetzt. Neben der stabilen Mietentwicklung und den Kostensenkungen hat vor allem der Rückgang des Bewertungsverlustes das Gesamtbild in 2010 positiv geprägt.

[1)2)3)4)] **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Ausblick und Prognosen

Veräußerungsbedingter Rückgang in 2011

Detaillierter Ausblick für 2011 und 2012

Fair Value hat für die beiden nächsten Jahre einen sehr detaillierten Ausblick gegeben. Der hohe Vermietungsstand und die in den vergangenen Jahren stets über 6 Jahre liegende Restlaufzeit der Mietverträge lassen eine hohe Planbarkeit der operativen Entwicklung zu. In 2011 rechnet das Unternehmen auf Grund von Immobilienveräußerungen mit einem rückläufigen Umsatz. Im Dezember 2010 hat Fair Value eine Einzelhandelsimmobilie der Beteiligung IC 01 (Fair Value Vertragsmiete: 118 Tsd. Euro p.a.) zu einem Kaufpreis von 2,5 Mio. Euro veräußert. Der Übergang von Nutzen und Lasten erfolgte gegen Kaufpreiszahlung im Februar. In 2012 sind Fair Value zufolge dann wieder Umsatzsteigerungen zu erwarten. Für die nächsten beiden Jahre rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz (Mieterträge + Erträge aus Betriebs- und Nebenkosten) von 13,2 Mio. Euro bzw. 13,8 Mio. Euro.

Restlaufzeiten der Mietverträge in % der Vertragsmieten

	in %
Summe über 10 Jahre	78,2%
Durchschnitt pro Jahr	7,8%
2011	6,6%
2012	8,8%
2013	20,0%
2014	10,2%
2015	8,9%
2016	2,7%
2017	7,7%
2018	4,1%
2019	1,8%
2020	3,6%
nach 2020	21,8%
unbefristet	3,8%

Quelle: Fair Value REIT-AG

15% des Mietvolumens stehen zur Anschlussvermietung an

Ausweitung der immobilienbezogenen Aufwendungen

In den nächsten beiden Jahre stehen rund 15% des fair Value-anteiligen Mietvolumens zur Anschlussvermietung an. Im Vorjahr waren es lediglich 8%. Angesichts der bisherigen Erfolge bei den Anschlussvermietungen, die sich in dem stets hohen Vermietungsstand der letzten Jahre wiederspiegeln, sehen wir hierin dennoch keine große Herausforderung. Zumal am Standort Neuss (IC03) bereits ein Großteil des Leerstandes abgebaut wurde und für die Immobilien in Krefeld (BBV06) ein neues Konzept mit Neuvermietungen in der Umsetzung ist. Beide Objekte der Tochterunternehmen verzeichneten in 2010 die höchsten Marktwertverluste. Nach unserer Einschätzung ist nicht auszuschließen, dass Fair Value vereinzelte Standorte auf Grund von strategischen und opportunistischen Überlegungen veräußert. Die deutliche Ausweitung der immobilienbezogenen Aufwendungen in 2011 und 2012 auf jeweils 5,4 (2010: 4,9) Mio. Euro deutet auf eine zeitnahe Anschlussvermietung der auslaufenden Mietverträge hin.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Veräußerungsbedingter Rückgang in 2011

Dividendenzahlungen angekündigt

Das bereinigte Konzernergebnis (EPRA-Ergebnis) in den Jahren 2011 und 2012 erwartet Fair Value bei 4,3 Mio. Euro bzw. 5,1 Mio. Euro. Entsprechend soll das EpS 0,46 Euro bzw. 0,55 Euro betragen. Ausgehend von einem handelsrechntlichen Überschuss hat das Unternehmen für die beiden nächsten Jahre eine Dividende von jeweils 0,10 Euro je Aktie in Aussicht gestellt.

Fair Value REIT-AG

Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Tsd. Euro **Geschäftsjahresende :** 31. Dez **Rechnungslegungsstandard :** IFRS	**2011e** alt	**2011e** neu	**2012e** alt	**2012e** neu
Mieterträge	**12.280**	**11.580**	**12.570**	**12.159**
Nettovermietungsergebnis	9.033	7.775	9.428	8.361
Betriebsergebnis	6.936	5.375	6.814	6.261
Finanzergebnis	-4.702	-4.500	-4.502	-4.600
Konzernüberschuss	**5.498**	**6.258**	**5.795**	**7.438**
Ergebnis je Aktie (in Euro)	**0,58**	**0,67**	**0,62**	**0,79**

Quelle: Independent Research

Ausgeglichenes Bewertungsergebnis in 2011

Bewertungsergebnis und Immobilienverläufe maßgeblich

Wir haben unsere mittelfristigen Prognosen der detaillierten Fair Value-Planung, die wir als sehr realistisch erachten, angepasst. Als größere Einflussfaktoren auf die Ergebnisentwicklung lassen sich das Bewertungsergebnis sowie Immobilienveräußerungen nennen. Hinsichtlich des Bewertungsergebnisses für 2011 sollte nach unserer Einschätzung eine deutliche Verbesserung zu erwarten sein. Wenn auch keine signifikanten Bewertungsgewinne zu erwarten sind, gehen wir zumindest nicht von einem negativen Ergebnis aus. Die objektspezifischen Wertverluste sollten durch konkrete Gegenmaßnahmen behoben werden. Aus operativer Sicht dürfte in 2011 der Abbau der Leerstände bei Einzelimmobilien im Fokus stehen. Auch unter Berücksichtigung möglicher Verkäufe oder der Liquidation einzelner Fonds sollte sich das Bewertungsergebnis in 2011 verbessern. Bei den Direktinvestitionen sind nach unserer Einschätzung ohnehin keine negativen Wertanpassungen zu erwarten.

Anschlussfinanzierung von rund 28 Mio. Euro in 2011

Auf der Finanzierungsseite hat die Fair Value zwei größere Anschlussfinanzierungen für 2011 auf der Agenda. Insgesamt stehen rund 28 Mio. Euro bzw. 28% der Finanzverbindlichkeiten zur Neuverhandlung an. Etwa 6,9 Mio. Euro sind hierbei in der ersten Jahreshälfte fällig. Fair Value geht von einer Verlängerung des Darlehens um bis zu zwei Jahre aus. Ein deutlich größerer Block steht bei der Tochter IC 13 in der zweiten Jahreshälfte an. Hierbei geht es um Anschlussfinanzierungen in Höhe von rund 17 Mio. Euro. Fair Value erwartet eine Anschlussfinanzierung zu 5% p.a. und plant eine Sondertilgung in Höhe von 15% vorzunehmen.

Kapitalmaßnahmen sind nicht auszuschließen

Die Quellen für das künftige Wachstum der Fair Value sind nach unserer Einschätzung ein aktives Portfoliomanagement sowie Kapitalmaßnahmen. Hinsichtlich des Portfoliomanagements ist Fair Value an gewisse Restriktionen des REIT-Gesetzes gebunden. Gezielte Kapitalmaßnahmen (Bar- bzw. Sachkapitalerhöhungen) sind Fair Value zufolge bei einem günstigen Marktumfeld geplant.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Bewertung

Zur Bewertung der Fair Value REIT-AG haben wir neben der für Immobilienunternehmen üblichen NAV-Berechnung auch ein Dividend Discount Model (DDM) und eine Peer Group-Bewertung herangezogen. Angesichts des REIT-Status wird Fair Value künftig einen Großteil des Gewinns ausschütten. Das DDM gewichten wir weiterhin mit 33,3%. Bei der Peer Group-Betrachtung haben wir auf Grund des Mangels an deutschen REITs Immobilienunternehmen herangezogen, die ein vergleichbares Geschäftsmodell aufweisen. Hierzu gehören Bestandshalter, die auf Büro- und Gewerbeimmobilien fokussiert sind. Der faire Wert je Aktie resultiert aus dem gewichteten Durchschnitt der drei Bewertungsverfahren.

NAV Berechnung 2009-2012e

	2009	2010	2011e	2012e
Marktwert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien	137.587	128.650	128.650	128.650
"At equity" bewertete Beteiligungen	47.442	48.551	51.251	54.151
Saldo aus sonstigen Aktiva und Passiva	3.022	-1.021	-3.747	-4.068
Finanzverbindlichkeiten	108.316	99.103	90.116	85.950
Liquide Mittel	8.281	11.975	7.149	5.524
Minderheitenanteile	15.296	14.494	13.311	11.934
NAV	**72.720**	**74.558**	**79.875**	**86.373**
Anzahl Aktien (in Mio. Stück)	9.407	9.407	9.407	9.407
NAV je Aktie	7,73	7,93	**8,49**	**9,18**
Gemittelter NAV je Aktie			**8,84**	

Zahlen in Tsd. Euro außer NAV je Aktie (in Euro)
Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG

NAV je Aktie: 8,84 Euro; fairer Wert gemäß DDM: 3,53 Euro

Für die Bewertung der Fair Value-Aktie setzten wir den gemittelten NAV der Geschäftsjahre 2011 und 2012 an. Auf Basis der angepassten Bilanzpositionen resultiert nunmehr ein gemittelter NAV je Aktie von 8,84 (alt: 8,67) Euro. Der von Fair Value ermittelte EPRA NAV je Aktie lag per 31.12.2010 bei 8,93 Euro je Aktie.
Das DDM impliziert auf Grund der zeitlichen Modellanpassung einen neuen fairen Wert je Aktie von 3,53 (alt: 3,48) Euro .

Dividend Discount Model (DDM)

in Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Dividende je Aktie	**0,10**	**0,15**	**0,17**	**0,20**	**0,23**	**0,26**	**0,30**	**0,35**	**0,40**	**0,46**
Barwerte	**0,10**	**0,13**	**0,14**	**0,15**	**0,17**	**0,18**	**0,19**	**0,21**	**0,22**	**0,24**
Summe Barwerte	1,72									
Terminalwert	1,80									
Fairer Wert je Aktie	**3,53**									

in % vom Gesamtwert : 51%

Modell-Parameter DDM:

risikofreie Rendite :	4,00%	Beta :	0,7	Risikoprämie EK :	4,0%
		Cost of Equity:	6,8%	Datum :	15.04.2011

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Peer Group-Bewertung

Unternehmen	KGV		EV / Umsatz	
	2011e	2012e	2011e	2012e
ALSTRIA OFFICE REIT	16,4	13,7	14,7	13,6
DIC Asset	24,1	19,4	13,0	12,3
Deutsche Euroshop	17,4	15,1	16,3	13,6
Hamborner REIT	30,7	25,3	11,6	9,4
Durchschnitt	22,2	18,4	13,9	12,2

Quelle: Independent Research; Bloomberg Kurse vom 14.04.2011

in Tsd. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro	Ergebnis je Aktie		Umsatz	
	2011e	2012e	2011e	2012e
Fair Value REIT-AG	0,67	0,79	13.175	13.761
Enterprise Value			183.222	168.292
Liquide Mittel			10.285	
Finanzverbindlichkeiten			-99.919	
Faire Marktkapitalisierung			93.588	78.658
Aktienanzahl (in Tsd. Stück)			9.407	
Fairer Wert	14,75	14,51	9,95	8,36
Durchschnittswert	14,63		9,16	
Gewichtung	1/2		1/2	
Fairer Wert je Aktie	**11,89**			

Quelle: Independent Research

Kursziel: 8,00 Euro

Auf Basis unserer Peer Group-Bewertung ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 11,89 (alt: 11,94) Euro. Aus der Zusammenführung der einzelnen Bewertungsmodelle resultiert ein nahezu unveränderter fairer Wert je Aktie von 8,08 (alt: 8,02) Euro. Wir bestätigen daher unser bisheriges Kursziel für die Fair Value-Aktie von 8,00 Euro.

Zusammenführende Bewertung

	NAV	DDM	Peer Group
Fairer Wert je Aktie (Euro)	8,84	3,53	11,89
Gewichtung	33,3%	33,3%	33,3%
Fairer Wert gesamt je Aktie (Euro)	**8,08**		

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fazit

Getragen von Konsolidierungseffekten steigerte Fair Value die Mieterträge in 2010 um 15,5% auf 12,1 (10,5) Mio. Euro. Das Nettovermietungsergebnis konnte um 11,8% auf 9,5 (8,5) Mio. Euro verbessert werden. Auf der Kostenseite ist der Rückgang der allgemeinen Verwaltungskosten um 13,7% auf 2,3 (2,6) Mio. Euro zu nennen. Das Betriebsergebnis 2010 war mit 2,9 (-0,7) Mio. Euro erstmals in den letzten Jahren wieder positiv.

Der Bewertungsverlust ging auf 4,9 (6,8) Mio. Euro zurück und erreichte damit das 2007er Niveau (5,0 Mio. Euro). Bezogen auf das Fair Value-anteilige Portfolio ging der Bewertungsverlust auf 2% (4%) zurück. Als besonders erfreulich werten wir, dass der Marktwert der Direktinvestitionen ungeachtet der abnehmenden Restlaufzeit stabil geblieben ist.

Das Geschäftsjahr 2010 schloss Fair Value mit einem Konzernergebnis von 2,2 (-2,9) Mio. Euro ab. Sowohl das bereinigte Konzernergebnis von 5,8 (6,0) Mio. Euro als auch das bereinigte EpS in Höhe von 0,62 (0,65) Euro konnten unsere Erwartungen deutlich übertreffen. Die erstmalige Dividendenausschüttung in Höhe von 0,10 Euro je Aktie wurde bereits erwartet.

Insgesamt ist die operative Entwicklung in 2010 aus unserer Sicht als solide zu erachten. Der Rückgang beim Vermietungsstand auf 93,6% (95,5%) ist in erster Linie auf einzelne Standorte zurückzuführen. Konkrete Maßnahmen zum Abbau des Leerstands wurden bereits umgesetzt. Neben der stabilen Mietentwicklung und der Kostensenkungen hat vor allem der Rückgang des Bewertungsverlustes das Gesamtbild in 2010 positiv geprägt.

Fair Value hat für die beiden nächsten Jahre einen sehr detaillierten Ausblick gegeben. In 2011 rechnet das Unternehmen auf Grund von Immobilienveräußerungen mit einem rückläufigen Umsatz. Das bereinigte Konzernergebnis in den Jahren 2011 und 2012 erwartet Fair Value bei 4,3 Mio. Euro bzw. 5,1 Mio. Euro. Entsprechend soll das EpS 0,46 Euro bzw. 0,55 Euro betragen. Für die nächsten beiden Jahre wurde eine Dividende von jeweils mindestens 0,10 Euro je Aktie in Aussicht gestellt.

Hinsichtlich des Bewertungsergebnisses für 2011 sollte nach unserer Einschätzung eine deutliche Verbesserung zu erwarten sein. Die Quellen für das künftige Wachstum der Fair Value sind nach unserer Einschätzung ein aktives Portfoliomanagement sowie Kapitalmaßnahmen. Hinsichtlich des Portfoliomanagements ist Fair Value an gewisse Restriktionen des REIT-Gesetzes gebunden. Gezielte Kapitalmaßnahmen (Bar- bzw. Sachkapitalerhöhungen) sind Fair Value zufolge bei einem günstigen Marktumfeld geplant.

Aus der Zusammenführung der einzelnen Bewertungsmodelle resultiert ein unverändertes Kursziel von 8,00 Euro. Die Fair Value-Aktie hat in den letzten Wochen leicht zugelegt. Auf Sicht von sechs Monaten konnte die Aktie deutlich zulegen. Hierbei profitierte die Aktie nach unserer Einschätzung auch vom verbesserten Marktumfeld für Immobilienaktien. Angesichts der positiven Fundamentaldaten dürfte das Investoreninteresse an Immobilienaktien zunehmen. Die Börsengänge in diesem Jahr belegen diese Einschätzung. Wir rechnen daher damit, dass die Lücke zwischen Aktienkurs und Buchwert der Aktie weiter geschlossen wird und bestätigen unser Kaufen-Votum.

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fair Value REIT-AG

Ausgewählte Kennzahlen

Einheit : Tsd .Euro **Geschäftsjahresende :** 31. Dez **Rechnungslegungsstandard :** IFRS	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011e**	**2012e**
GuV-Kennzahlen						
Mietertrag	4.326	12.392	10.460	12.081	11.580	12.159
EBITDA-Marge	neg.	64,5%	54,2%	58,9%	46,5%	51,6%
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	23,7%	46,4%	51,5%
Nettorendite	124,7%	neg.	neg.	18,5%	54,0%	61,2%
Wertminderungsquote	16,8%	78,6%	60,9%	35,1%	0,0%	0,0%
Zinsdeckungsgrad	1,2	0,4	0,2	-0,6	-1,2	-1,4
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	5,7%	neg.	neg.	3,0%	7,8%	8,6%
ROI	2,3%	neg.	neg.	1,1%	3,3%	3,9%
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	41,1%	38,7%	35,7%	38,0%	41,7%	44,8%
Anlagendeckungsgrad	44,1%	42,3%	39,2%	42,0%	44,3%	47,2%
Anlagenintensität	93,2%	91,6%	91,0%	90,6%	94,1%	94,9%
Forderungen / Umsatz	20,1%	12,1%	12,5%	10,7%	11,7%	11,4%
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie	2,29	-1,41	-0,31	0,24	0,67	0,79
Free Cash flow je Aktie	-24,05	2,66	0,11	1,38	0,54	0,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,15
Cash je Aktie	2,28	1,49	0,88	1,27	0,76	0,59
Buchwert je Aktie	40,11	8,16	7,73	7,93	8,49	9,18
Bewertungskennzahlen						
EV / Umsatz	29,0	10,7	13,1	10,5	11,0	10,5
EV / EBITDA	neg.	neg.	neg.	42,6	23,6	20,3
EV / EBIT	neg.	neg.	neg.	44,3	23,7	20,3
KGV	3,5	neg.	neg.	17,9	7,1	5,9
KBV	0,2	0,7	0,5	0,5	0,6	0,5
KCV	-0,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
KUV	4,3	4,3	3,5	3,3	3,8	3,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	2,1%	3,2%

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fair Value REIT-AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Einheit : Tsd .Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Mietertrag	**4.326**	**12.392**	**10.460**	**12.081**	**11.580**	**12.159**
Veränderung ggü. Vj.	-	186,5%	-15,6%	15,5%	-4,1%	5,0%
Erträge aus Betriebs- und Nebenkosten	264	1.303	1.505	2.363	1.595	1.602
Immobilienbezogene betriebliche Aufwendungen	2.038	2.912	3.437	4.909	5.400	5.400
Nettovermietungsergebnis	**2.552**	**10.783**	**8.528**	**9.535**	**7.775**	**8.361**
Veränderung ggü. Vj.	-	322,5%	-20,9%	11,8%	-18,5%	7,5%
Allgemeine Verwaltungskosten	3.502	3.797	2.611	2.252	2.300	2.000
in % von Mietertrag	81,0%	30,6%	25,0%	18,6%	19,9%	16,4%
Saldo sonstige betriebliche Erträge und Aufwendungen	-135	-351	-84	-69	-100	-100
in % von Mietertrag	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ergebnis aus Verkauf von Finanzimmobilien	0	1.345	-190	-109	0	0
in % von Mietertrag	0,0%	10,9%	neg.	neg.	0,0%	0,0%
Bewertungsergebnis	-725	-9.734	-6.370	-4.238	0	0
in % von Mietertrag	neg.	neg.	neg.	neg.	0,0%	0,0%
Betriebsergebnis	**-1.810**	**-1.754**	**-727**	**2.867**	**5.375**	**6.261**
in % von Mietertrag	neg.	neg.	neg.	23,7%	46,4%	51,5%
Beteiligungsergebnis	**7.638**	**-7.075**	**1.401**	**3.873**	**4.200**	**4.400**
in % von Mietertrag	176,6%	neg.	13,4%	32,1%	36,3%	36,2%
Kosten des Börsengangs	1.825	0	0	0	0	0
Nettozinsergebnis	-1.491	-4.907	-4.525	-4.765	-4.500	-4.600
in % von Mietertrag	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finanzergebnis	**334**	**-4.907**	**-4.525**	**-4.765**	**-4.500**	**-4.600**
in % von Mietertrag	7,7%	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Ergebnis vor Steuern	**6.162**	**-13.736**	**-3.851**	**1.975**	**5.075**	**6.061**
in % von Mietertrag	142,4%	neg.	neg.	16,3%	43,8%	49,8%
Ertragsteuern	0	0	0	2	0	0
Ergebnis vor Minderheitsanteilen	**6.162**	**-13.736**	**-3.851**	**1.977**	**5.075**	**6.061**
Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern	-768	435	945	255	1.183	1.377
Konzernüberschuss	**5.394**	**-13.301**	**-2.906**	**2.232**	**6.258**	**7.438**
in % von Mietertrag	124,7%	neg.	neg.	18,5%	54,0%	61,2%
Anzahl Aktien (in Tsd. Stück)	2.360	9.407	9.407	9.407	9.407	9.407
Ergebnis je Aktie (in Euro)	**2,29**	**-1,41**	**-0,31**	**0,24**	**0,67**	**0,79**
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,10	0,10	0,15

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fair Value REIT-AG

Bilanz

Einheit : Tsd .Euro **Geschäftsjahresende :** 31. Dez **Rechnungslegungsstandard :** IFRS	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011e**	**2012e**
Immaterielle Vermögensgegenstände	2	2	4	3	3	3
Sachanlagen	31	22	12	7	7	7
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	150.070	130.740	137.587	128.650	128.650	128.650
Im Bau befindliche Immobilien	566	0	0	0	0	0
„At equity" bewertete Beteiligungen	58.909	48.443	47.442	48.551	51.251	54.151
Finanzielle Vermögenswerte	5.005	2.319	348	269	269	269
Langfristige Vermögenswerte	**214.583**	**181.526**	**185.393**	**177.480**	**180.180**	**183.080**
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	5.700	0	8.237	2.500	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	869	1.502	1.307	1.291	1.356	1.389
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	3.826	1.176	591	2.717	2.853	2.995
Liquide Mittel	5.381	14.039	8.281	11.975	7.149	5.524
Kurzfristige Vermögenswerte	**15.776**	**16.717**	**18.416**	**18.483**	**11.357**	**9.909**
Summe Aktiva	**230.359**	**198.243**	**203.809**	**195.963**	**191.537**	**192.989**
Gezeichnetes Kapital	47.034	47.034	47.034	47.034	47.034	47.034
Kapitalrücklage	46.167	46.167	46.167	46.167	46.167	46.167
Gewinnrücklage	1.462	-11.839	-14.745	-12.513	-7.196	-698
Wertänderungsrücklage	0	-4.575	-5.446	-5.732	-5.732	-5.732
Eigene Anteile	0	0	-290	-398	-398	-398
Eigenkapital	**94.663**	**76.787**	**72.720**	**74.558**	**79.875**	**86.373**
Anteile von Minderheitsgesellschaftern	18.487	16.505	15.296	14.494	13.311	11.934
Finanzverbindlichkeiten	57.116	78.352	104.004	87.556	78.800	74.860
Sonstige Verbindlichkeiten	494	4.496	5.313	5.227	5.358	5.492
Langfristige Verbindlichkeiten	**76.097**	**99.353**	**124.613**	**107.277**	**97.469**	**92.286**
Rückstellungen	255	334	261	241	241	241
Finanzverbindlichkeiten	55.018	15.905	4.312	11.547	11.316	11.090
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.617	1.359	809	1.083	1.354	1.692
Sonstige Verbindlichkeiten	1.709	4.505	1.094	1.257	1.282	1.308
Kurzfristige Verbindlichkeiten	**59.599**	**22.103**	**6.476**	**14.128**	**14.193**	**14.331**
Summe Passiva	**230.359**	**198.243**	**203.809**	**195.963**	**191.537**	**192.989**

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fair Value REIT-AG

Kapitalflussrechnung

Einheit : Tsd .Euro Geschäftsjahresende : 31. Dez Rechnungslegungsstandard : IFRS	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Konzernüberschuss	**5.394**	**-13.301**	**-2.906**	**2.232**	**6.258**	**7.438**
Ertragsteueraufwand	0	0	0	-8	0	0
Abschreibungen auf Sachanlagen und immatr. Vermögenswerte	3	11	26	10	10	10
Gewinne aus Abgang von Finanzimmobilien	0	-1.345	190	109	0	0
Bewertungsergebnis	725	9.734	6.370	4.238	0	0
Ergebnis aus „at equity" bewerteten Beteiligungen	-7.638	7.075	-1.401	-3.873	-4.200	-4.400
Entnahmen aus „at equity" bewerteten Beteiligungen	1.418	2.519	1.902	2.758	1.500	1.500
Verluste aus der Veräußerung von Tochtergesellschaften	3.080	0	0	0	0	0
Erträge aus dem Abgang von Beteiligungen	-180	0	0	0	0	0
Ertrag aus günstigem Beteiligungserwerb	-3.155	0	0	0	0	0
Ertrag aus der Umstrukturierung einer Finanzverbindlichkeit	0	-1.469	0	0	0	0
Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern	768	-435	-945	-255	-1.183	-1.377
Ausschüttungen an Minderheitsgesellschafter	-1.371	-1.256	-397	-469	0	0
Ergebnis aus der Bewertung derivativer Finanzinstrumente	-16	88	108	-113	0	0
Mit erhaltener Abstandszahlung zusammenhängende Ausgaben	0	1.880	0	169	0	0
Zwischensumme FFO	**-972**	**3.501**	**2.947**	**4.798**	**2.385**	**3.171**
Erhaltene Abstandszahlung	0	15.438	0	500	0	0
Mit erhaltener Anzahlung zusammenhängende Ausgaben	0	-1.880	0	-169	0	0
Veränderungen von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-612	-633	249	16	-65	-34
Veränderungen von sonstigen Forderungen	-1.944	3.524	-53	-39	-136	-143
Veränderungen von Rückstellungen	188	79	-85	-20	0	0
Veränderungen von Verb. aus Lieferungen und Leistungen	2.504	-1.258	-639	274	271	338
Veränderungen übriger Verbindlichkeiten	-51	2.725	-3.679	-231	156	160
Mittelabfluss aus betrieblicher Tätigkeit	**-887**	**21.496**	**-1.260**	**5.129**	**2.611**	**3.493**
Übernahme liquider Mittel erworbener Tochterunternehmen	12.614	0	0	0	0	0
Ausz. für den Kauf von Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-10.948	-9	-67	-13	0	0
Einnahmen aus dem Verkauf von Tochterunternehmen	0	4.705	0	76	0	0
Abgabe liquider Mittel verkaufter Tochterunternehmen	-1.037	0	0	0	0	0
Abgang liquider Mittel „at equity" bilanzierter Beteiligungen	-4.318	0	0	0	0	0
Erlöse aus dem Abgang als Finanzinvestition gehaltener Immobilien	0	15.068	403	8.128	0	0
Inv. in als Finanzinvestition gehaltene Immobilien / Imm. im Bau	-52.331	-13.892	-74	-301	2.500	0
Auszahlung für den Erwerb langfristiger Vermögenswerte	0	-2.300	2.050	0	0	0
Inv. in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände	-36	-2	-18	-4	-10	-10
Erlös aus der Veräußerung von Hausbesitzbriefen	190	0	0	0	0	0
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	**-55.866**	**3.570**	**2.294**	**7.886**	**2.490**	**-10**
Dividendenausschüttungen	0	0	0	0	-941	-941
Kapitaleinzahlungen	16.835	0	-290	-108	0	0
Auszahlung von Kapitalbeschaffungskosten	-1.117	0	0	0	0	0
Aufnahme von Bankschulden	51.398	46.959	80	0	-8.987	-4.166
Rückzahlung von Bankschulden	-1.758	-63.367	-8.421	-9.213	0	0
Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit	**65.358**	**-16.408**	**-8.631**	**-9.321**	**-9.927**	**-5.107**
Veränderung der liquiden Mittel	8.605	8.658	-5.758	3.694	-4.826	-1.624
Liquide Mittel zu Beginn der Periode	13	8.618	14.039	8.281	11.975	7.149
Liquide Mittel am Ende der Periode	**8.618**	**17.276**	**8.281**	**11.975**	**7.149**	**5.524**

Quelle: Independent Research; Fair Value REIT-AG

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien – Einzelemittenten- **(Gültig ab dem 18.12.2009)**

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0 und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten – **(Gültig bis zum 17.12.2009)**

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

[1)2)3)4)] **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50℠ und Stoxx 50℠). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkommentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 15.04.2011 –

Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

1) **sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.**

2) **waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.**

3) **betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.**

4) **haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.**

6) **haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.**

Stand: 15.04.2011

Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
D-60325 Frankfurt am Main

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

[1)2)3)4)] **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.

[1)2)3)4)] **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Independent Research
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de
Internet: www.irffm.de