23. April 2014

Research Update

SMC Research
Real Estate

Fair Value REIT-AG

Konzernstruktur massiv vereinfacht – Transparenz erhöht

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **4,97 Euro** | Kursziel: **8,20 Euro**

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Jüngste Geschäftsentwicklung

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0MW975
Kurs:	4,97 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	9,41 Mio. Stück
Market Cap:	46,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	258,6 Mio. Euro
Free-Float:	47,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	5,89 / 4,09 Euro
Ø Umsatz (12 M):	23,4 Tsd. Euro

Fair Value hat innerhalb eines halben Jahres entscheidende Fortschritte erzielt und zwei der bisherigen Schwächen korrigiert. Zum einen wurde die Konzernstruktur durch die Vollkonsolidierung der Beteiligungen grundlegend vereinfacht und damit die Transparenz erhöht und zum anderen hat die Gesellschaft die Ausschüttungshöhe mehr als verdoppelt. Damit wurde die Dividendenrendite auf ein branchenübliches Niveau von ca. 5 Prozent angehoben, sodass die Fair Value-Aktie nun verstärkt in den Fokus entsprechender Anlegerkreise rücken dürfte. Weiteres Potenzial für die Aktie sehen wir vor allem in der Verbesserung der Profitabilität, die sowohl durch Einsparungen beim Zinsaufwand als auch durch eine weitere Reduktion der Konzernkosten erreicht werden dürfte. Erfolge auf diesem Gebiet würden dazu verhelfen, die Marktkapitalisierung stärker in Richtung des NAV zu bewegen und damit den im Branchenvergleich sehr hohen Abschlag zu reduzieren.

Auf Basis unserer grundlegend veränderten DCF-Bewertung sehen wir den fairen Wert aktuell bei 8,20 Euro und belassen das Urteil auf „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Mieterträge (Mio. Euro)	10,8	31,5	29,6	24,6	25,5	25,8
EBIT (Mio. Euro)	6,70	11,95	5,01	14,96	16,32	17,06
Jahresüberschuss	4,55	-0,18	-5,23	4,97	5,99	6,83
EpS	0,49	-0,02	-0,56	0,53	0,64	0,73
Dividende je Aktie	0,08	0,10	0,25	0,25	0,28	0,30
Umsatzwachstum	-10,5%	191,4%	-5,9%	-17,0%	3,5%	1,5%
Gewinnwachstum	104,2%	-	-	-	20,4%	14,2%
KUV	4,33	1,48	1,58	1,90	1,84	1,81
KGV	10,3	-	-	9,4	7,8	6,8
KCF	12,53	5,98	34,47	8,84	3,46	3,47
EV / EBIT	38,6	21,6	51,6	17,3	15,8	15,2
Dividendenrendite	1,6%	2,0%	5,0%	5,0%	5,6%	6,0%

Drastische Verbesserung der Transparenz

Fair Value hat den letztjährigen Abschluss genutzt, um die bilanzielle Konzernstruktur drastisch zu vereinfachen. Ausgangspunkt war die neue Bilanzierungsvorschrift des IFRS 10, auf deren Basis fünf ehemals assoziierte Unternehmen voll konsolidiert wurden, weil sie von Fair Value ungeachtet der fehlenden Anteilsmehrheit faktisch beherrscht werden. Zusätzlich wurde die Beteiligung an dem letzten assoziierten Unternehmen zum Jahresende gekündigt, wodurch die bisherige Unterscheidung in Konzern und assoziierte Unternehmen und der Ausweis der durchgerechneten anteiligen Werte obsolet wurden. Nun kann Fair Value einen einheitlichen Konzernabschluss vorlegen, der sich lediglich durch einen hohen Anteil der Minderheitseigner am Konzernergebnis auszeichnet.

Bilanzsumme verdoppelt

Durch die Integration sämtlicher Vermögenswerte und Schulden in den Konzernabschluss hat sich die Bilanzsumme gegenüber dem bisherigen Ausweis verdoppelt, der Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien erhöhte sich von 122,3 Mio. Euro (zum 30.09.2013) auf 292,3 Mio. Euro. Die bilanzielle Eigenkapitalquote hat sich auf 23,3 Prozent reduziert (bisher 44,9 Prozent), die REIT-Eigenkapitalquote ging von 55,8 Prozent auf 46,9 Prozent zurück. Demgegenüber haben sich durch die Vollkonsolidierung die Umsatzerlöse um den Faktor 2,8 und das Betriebsergebnis sogar um den Faktor 3,2 erhöht.

Portfoliobereinigung fortgesetzt

Ungeachtet der bilanziellen Änderungen hat Fair Value die strategische Portfoliobereinigung forciert und im Jahresverlauf elf Objekte im Wert von 31 Mio. Euro veräußert. Von weiteren fünf Immobilien im Wert von 107 Mio. Euro hat sich Fair Value im Zuge der Kündigung der Fondsanteile an einer Beteiligung getrennt, so dass in Summe im Jahresverlauf 2013 rund 30 Prozent des noch zum Jahresanfang verfügbaren Immobilienbesitzes aus dem Portfolio abgegangen sind. Diesen Weg hat Fair Value auch im bisherigen Verlauf des neuen Jahres fortgesetzt, seit Januar wurden fünf weitere Objekte im Wert von 23 Mio. Euro veräußert. Damit hat sich das Portfolio nun auf 44 Immobilien im Wert von 289 Mio. Euro reduziert. Auf der anderen Seite bemüht sich Fair Value, die Minderheitsanteile durch Zukäufe am Zweitmarkt oder durch die Direktansprache der übrigen Anteilseigner abzubauen. Die aus der Portfoliobereinigung resultierende Strukturverschiebung zeigt sich nicht zuletzt in dem veränderten Nutzungsmix, der sich zuletzt spürbar zugunsten der vom Management präferierten Handelsimmobilien verschoben hat (aktueller Anteil: 54 Prozent).

Konzern-Zahlen	GJ 2012	GJ 2013	*Änderung*
Mieterträge	31,49	29,64	-5,9%
Umsatz	36,83	36,43	-1,1%
Nettovermietungserg.	25,30	23,09	-8,7%
Bewertungsergebnis	-9,72	-14,04	-
EBIT	11,95	5,01	-58,1%
Beteiligungserg.	-0,59	1,50	-
Finanzergebnis	-11,53	-11,74	-
Periodenergebnis	-0,18	-5,23	-
FFO	5,90	6,40	+8,5%

Quelle: Unternehmen

Dividendenspielraum durch verbessertes Handelsergebnis

Stark verbessert hat sich hingegen der für die Dividendenhöhe maßgebliche handelsrechtliche Einzelabschluss der AG. Insbesondere durch die zum Jahresende vollzogene Rückgabe der Anteile an dem Fonds BBV09 wurden erhebliche stille Reserven im HGB-Abschluss offengelegt, der hieraus resultierende Buchgewinn betrug 6,1 Mio. Euro. Diesen Spielraum nutzte Fair Value, um bestehende Zinssicherungsgeschäfte zurückzuführen und damit künftige Ergebnisbelastungen zu reduzieren, der hierfür im letztjährigen Abschluss verbuchten Auflösungs- und Bewertungskosten beliefen sich auf 4,8 Mio. Euro. In Summe konnte der HGB-Jahresüberschuss aber von 1,0 auf 2,5 Mio. Euro gesteigert werden, den hieraus resultierenden Ausschüttungsspielraum will

Fair Value für eine von 0,10 auf 0,25 Euro je Aktie angehobene Dividende nutzen.

Hohe Ausschüttungen geplant

Dieses Ausschüttungsniveau, das bei Annahme durch die Hauptversammlung derzeit mit einer Dividendenrendite von 5 Prozent korrespondiert, will Fair Value auch in den nächsten Jahren beibehalten und sogar erhöhen. Auf Basis der erwarteten Nettomieterträge von 17,8 resp. 18,9 Mio. Euro soll in 2014 und 2015 ein um Marktwertänderungen und sonstige Einmaleffekte bereinigtes Konzernergebnis (FFO – Funds from Operations) von 5,1 bzw. 5,7 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Hierzu beitragen dürfte insbesondere die deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses. Nachdem der gewichtete Zinssatz aller Darlehen binnen Jahresfrist von 4,3 auf 2,8 Prozent reduziert werden konnte, rechnet Fair Value mit einem zwischen 2013 und 2015 von 8,8 auf 4,5 Mio. Euro rückläufigen Nettozinsaufwand. Auf dieser Basis stellt das Unternehmen für das laufende Jahr eine gleichbleibende Dividende von 0,25 Euro je Aktie in Aussicht, die nächstes Jahr auf 0,28 Euro je Aktie steigen soll.

NAV-Abschlag im Branchenvergleich hoch

Die laufende Portfoliobereinigung und das letztjährige Geschäftsergebnis haben sich in Summe in einem von 89,3 auf 82,6 Mio. Euro reduzierten EPRA-NAV niedergeschlagen. In Vergleich dazu weist die derzeitige Marktkapitalisierung weiter einen sehr hohen Discount von 43 Prozent auf. Damit hat sich der Bewertungsabstand zu den beiden anderen deutschen REITs, Hamborner und Alstria, trotz der entscheidend verbesserten Transparenz des Fair Value-Konzerns noch nicht nennenswert reduziert. Diese beiden werden derzeit mit einem durchschnittlichen NAV-Abschlag von lediglich 6,2 Prozent gehandelt. Würde man für Fair Value dieselbe Größenordnung unterstellen, wäre eine Marktkapitalisierung von 77 Mio. Euro angemessen. Doch selbst, wenn man aufgrund des deutlichen Größenunterschieds sowie der ungünstigen Kostenstruktur (ein Großteil des Immobilienvermögens steckt in geschlossenen Fonds) für Fair Value eine doppelte Abschlagshöhe für gerechtfertigt hielte, wäre die Aktie nach dem Kriterium NAV-Vergleich damit deutlich unterbewertet.

	Marktkap.	NAV	*Discount*
Hamborner REIT-AG	359,7	375,3	4,2%
alstria office REIT-AG	768,7	838,0	8,3%
Mittelwert			6,2%
Fair Value REIT-AG	46,8	82,6	43,4%
Annahme:			
Erholung auf branchendurchschnittliche Abschlagshöhe			
Fair Value REIT-AG	77,5	82,6	6,2%

In Mio. Euro und Prozent; NAV-Werte zum 31.12.2013

Schätzszenario geändert

Im Rahmen unseres Bewertungsmodells haben wir bisher mit einem Szenario gearbeitet, in dem ein großer Portfoliozukauf im Volumen von 200 Mio. Euro modelliert wurde. Nach erneuten Gesprächen mit dem Management haben wir allerdings nun den Eindruck gewonnen, als sei die Wahrscheinlichkeit einer solchen Transaktion zumindest mit Blick auf die kommenden 12 bis 18 Monate gesunken. Vielmehr möchte das Management das Ergebniswachstum durch die Reduktion der Minderheitsanteile sowie durch selektive Zukäufe stimulieren. Auch soll die Kostenbasis durch weitere Vereinfachungen der Konzernstruktur (insb. die Auflösung von Fondsgesellschaften) zusätzlich abgesenkt werden. Vor diesem Hintergrund haben wir unser Schätzszenario in Richtung einer Status-quo-Fortschreibung angepasst. Darin gehen wir von einem annähernd gleichbleibenden Immobilienbestand und nur langsam steigenden Mieterträgen aus. Zudem unterstellen wir einen sukzessiven Rückgang der Minderheitsanteile, der zu leicht steigenden Konzerngewinnen führt. Die konkrete Ausgestaltung des Modells für die kommenden acht Jahre können der Tabelle auf der nächsten Seite entnommen werden, weitere Details finden sich im Anhang.

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	24,6	25,5	25,8	26,2	26,6	27,0	27,4	27,8
Umsatzwachstum		3,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT-Marge	60,8%	64,1%	66,0%	65,6%	65,2%	64,9%	64,7%	64,5%
EBIT	**15,0**	**16,3**	**17,1**	**17,2**	**17,4**	**17,5**	**17,7**	**18,0**
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPAT	**15,0**	**16,3**	**17,1**	**17,2**	**17,4**	**17,5**	**17,7**	**18,0**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-6,2	-2,5	-3,0	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	-2,4
Operativer Brutto Cashflow	8,8	13,8	14,1	14,4	14,7	15,0	15,3	15,6
- Zunahme Net Working Capital	1,5	4,0	4,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Free Cashflow	**13,1**	**17,1**	**17,4**	**17,7**	**14,0**	**14,4**	**14,6**	**14,9**

SMC Schätzmodell

Kursziel: 8,20 Euro je Aktie

Unter Zugrundelegung eines Diskontierungssatzes von 6,0 Prozent und eines sich ab 2022 anschließenden einprozentigen Wachstums resultiert aus diesen Berechnungen ein fairer Wert des Eigenkapitals von 77,0 Mio. Euro. Umgerechnet auf die aktuelle Aktienzahl entspricht das einem Wert von 8,20 Euro je Anteilsschein. Damit liegt der nach dem DCF-Modell ermittelte faire Wert rund 8 Prozent unter dem aktuellen EPRA-NAV. Gegenüber dem aktuellen Kurs bedeutet dieses neue Kursziel ein Potenzial von rund 60 Prozent.

Fazit

Mit der Vollkonsolidierung des umfangreichen Beteiligungsbesitzes hat Fair Value einen wichtigen Schritt getan, um den in dem Unternehmen steckenden Wert zu heben und vor allem zu zeigen. Zusammen mit den zahlreichen Verkäufen und der Kündigung des Anteils an der Fondsgesellschaft BBV09 hat sich das Unternehmen endlich den notwendigen Spielraum verschafft, um einerseits wieder in den Expansionsmodus schalten zu können und andererseits, um die Ausschüttungspolitik deutlich aktionärsfreundlicher zu gestalten. Mit der Dividendenrendite von rund 5 Prozent, die sich aus dem Dividendenvorschlag für das letzte Jahr sowie aus den Planungen für 2014 und 2015 ergibt, bewegt sich Fair Value nun auf dem Niveau der beiden anderen deutschen REITs. Dass die Fair Value-Aktie trotz-

dem mit einem deutlich größeren NAV-Abschlag gehandelt wird als die Konkurrenz, liegt hauptsächlich an der geringeren Profitabilität, die größtenteils dem Größenunterschied sowie der trotz der erreichten Vereinfachungen immer noch kostentreibenden Konzernstruktur geschuldet ist. Dementsprechend ist die vom Management nun angestrebte Erhöhung des Anteils des direkt im Konzerneigentum befindlichen Immobilienvermögens aus Aktionärssicht zu begrüßen. Im Rahmen unseres neu formulierten Bewertungsmodells, das hauptsächlich auf einer Status-quo-Fortschreibung beruht, haben wir diesen graduellen Wandel modelliert und sehen auf dieser Basis den fairen Wert nun bei 8,20 Euro je Aktie. Da auch der NAV-Vergleich mit anderen REITs eine spürbare Unterbewertung der Fair Value-Aktie signalisiert, bestätigen wir unser bisheriges Urteil. Das Rating lautet weiterhin „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
AKTIVA									
I. AV Summe	292,5	289,7	290,5	291,2	291,9	292,6	293,4	294,1	294,8
1. Immat. VG	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
2. Sachanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
3. Als Finanzanlagen gehaltene Immobilien	292,3	289,5	290,3	291,0	291,7	292,4	293,2	293,9	294,6
4. At Equity bewertete Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. UV Summe	53,4	40,8	37,1	33,3	33,6	34,4	35,2	36,1	36,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	80,7	83,3	86,9	91,1	95,3	99,3	103,3	107,2	111,1
II. Rückstellungen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	194,3	182,1	177,9	173,0	172,5	172,3	172,1	172,0	171,8
2. Kurzfristiges FK	70,5	59,7	57,3	55,0	52,3	50,1	47,9	45,7	43,6
BILANZSUMME	**345,9**	**325,5**	**322,5**	**319,5**	**320,5**	**322,1**	**323,7**	**325,3**	**326,9**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Mieterträge	29,6	24,6	25,5	25,8	26,2	26,6	27,0	27,4	27,8
Umsatzerlöse	36,4	30,3	31,3	31,8	32,3	32,8	33,3	33,8	34,3
Nettovermietungsergebnis	23,1	17,7	18,9	19,7	19,9	20,2	20,4	20,7	20,9
Bewertungsergebnis	-14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,0	15,0	16,3	17,1	17,2	17,4	17,5	17,7	18,0
Beteiligungs- und Finanzergebnis	-11,2	-5,0	-4,3	-4,6	-4,9	-5,2	-5,5	-5,9	-6,2
EBT	-6,2	9,9	12,0	12,4	12,3	12,2	12,0	11,9	11,7
JÜ vor Anteilen Dritter	-6,2	9,9	12,0	12,4	12,3	12,2	12,0	11,9	11,7
JÜ	-5,2	5,0	6,0	6,8	7,0	7,2	7,2	7,1	7,1
EPS	-0,56	0,53	0,64	0,73	0,74	0,76	0,77	0,76	0,76

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
CF operativ	1,4	5,3	13,5	13,5	13,5	9,6	9,6	9,5	9,4
CF aus Investition	29,1	7,8	-5,7	-5,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	-27,3	-24,4	-7,8	-7,7	-8,8	-8,3	-8,3	-8,2	-8,1
Liquidität Jahresanfa.	14,2	17,4	6,1	6,1	6,1	10,1	10,6	11,2	11,7
Liquidität Jahresende	17,4	6,1	6,1	6,1	10,1	10,6	11,2	11,7	12,3

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	-1,1%	-16,7%	3,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Marge Nettovermietungsergebnis	77,9%	71,8%	74,1%	76,1%	75,9%	75,7%	75,5%	75,3%	75,1%
EBIT-Marge	16,9%	60,8%	64,1%	66,0%	65,6%	65,2%	64,9%	64,7%	64,5%
EBT-Marge	-20,8%	40,4%	47,0%	48,1%	46,8%	45,7%	44,4%	43,3%	42,1%
Netto-Marge (n.A.D)	-17,6%	20,2%	23,5%	26,4%	26,7%	26,9%	26,7%	26,0%	25,6%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber
sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst
Dr. Adam Jakubowski

Charts
Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt

2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt

3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt

4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert

5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studienerstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des vorletzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.11.2013	Buy	9,59 Euro	1), 3), 4)
14.08.2013	Buy	9,59 Euro	1), 3)
27.05.2013	Buy	9,64 Euro	1), 3)
09.04.2013	Buy	9,29 Euro	1), 3)
26.11.2012	Buy	9,13 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen:

Zwei Updates und eine Folgestudie

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsaussagen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommenen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.