14. Mai 2014

Research Update

SMC Research
Real Estate

Fair Value REIT-AG

Erstes Quartal im Plan – Unterbewertung bleibt

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **5,50 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:	5,50 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	9,41 Mio. Stück
Market Cap:	51,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	247,2 Mio. Euro
Free-Float:	47,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	5,89 / 4,09 Euro
Ø Umsatz (12 M):	26,3 Tsd. Euro

Fair Value hat sich im ersten Quartal erwartungsgemäß entwickelt. Die Mieterträge waren aufgrund der fortgesetzten Immobilienveräußerungen rückläufig, während das bereinigte Ergebnis (FFO) gesteigert werden konnte. Mit 1,3 Mio. Euro lag dieses um knapp 10 Prozent über dem Vorjahreswert und profitierte hierbei insbesondere von dem verbesserten Finanzergebnis. Das Management hat vor diesem Hintergrund die eigene Prognose für das Gesamtjahr bekräftigt und stellt weiterhin FFO von 5,1 Mio. Euro sowie eine Dividende von 0,25 Euro je Aktie in Aussicht. Auch wir haben unser Schätzmodell unverändert gelassen und sehen auf dieser Basis den fairen Wert weiter bei 8,20 Euro.

Der Befund der klaren Unterbewertung wird auch durch den Peer-Vergleich mit den beiden anderen deutschen REITs gestützt, deren Börsenkurse deutlich näher an dem jeweiligen NAV liegen. Die Fair Value-Aktie hat zwar in den letzten Wochen den Discount etwas reduzieren können, doch noch ist der Abschlag fast vier Mal so hoch wie bei den Wettbewerbern. Da wir diese Differenz für fundamental nicht gerechtfertigt halten, bestätigen wir unsere bisherige Einschätzung und bekräftigen das Urteil „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%	-	-5,9%	-17,0%	3,5%	1,5%
Gewinnwachstum	104,2%	-	-	-	20,4%	14,2%
KUV	4,79	1,64	1,75	2,10	2,03	2,00
KGV	11,4	-	-	10,4	8,6	7,6
KCF	13,88	6,62	38,17	9,78	3,83	3,84
EV / EBIT	36,9	20,7	49,3	16,5	15,2	14,5
Dividendenrendite	1,5%	1,8%	4,5%	4,5%	5,1%	5,4%

Mieterträge plangemäß geschrumpft

Nach den weitreichenden Änderungen zum Jahreswechsel blieb die Entwicklung im ersten Quartal deutlich ruhiger. Dennoch zeigt das Zahlenwerk gerade im Vorjahresvergleich deutliche Spuren der laufenden Portfoliofokussierung. So lagen die Mieterträge infolge der zahlreichen Portfolioabgänge zum 30. März mit 6,2 Mio. Euro um 14,6 Prozent unter dem – angepassten – Vorjahreswert. Da allerdings die immobilienbezogenen betrieblichen Aufwendungen durch die Normalisierung der im Vorjahr hohen Vermietungsaufwendungen noch stärker zurückgegangen sind (um 22,3 Prozent), blieb der Rückgang des Nettovermietungsergebnisses mit -10,2 Prozent auf 4,8 Mio. Euro unterproportional.

Profitabilität verbessert

Auch das EBIT reduzierte sich geringer als die Mieterträge, mit 4,0 Mio. Euro lag es zum Ende März um 12,4 Prozent unter dem Vorjahresstand. Als EBIT-belastend erwiesen sich im ersten Quartal das negative Veräußerungsergebnis sowie der im Vorjahresvergleich reduzierte Saldo aus sonstigen Erträgen und sonstigen Aufwendungen, während sich die Reduktion der allgemeinen Verwaltungskosten (um 16,3 Prozent) sowie der Wegfall des im Vorjahr negativen Bewertungsergebnisses entlastend ausgewirkt haben. Als positiv für die Zukunft deuten wir in diesem Zusammenhang, dass die Quote der allgemeinen Verwaltungskosten am Nettovermietungsergebnis im Vorjahresvergleich trotz der Portfolioreduktion um einen Prozentpunkt auf 14,3 Prozent reduziert wurde. In Summe konnte dadurch die EBIT-Marge von 52,2 auf 53,8 Prozent erhöht werden. Verbessert hat sich plangemäß auch das Finanzergebnis, das durch Tilgungen sowie durch die Nutzung günstigerer Kreditkonditionen im Vorjahresvergleich von -2,3 auf -1,4 Mio. Euro gesunken ist. Das Beteiligungsergebnis, in das im letzten Jahr noch die zum Jahreswechsel gekündigte Beteiligung am assoziierten Unternehmen BBV 09 mit einem Ertrag von 0,6 Mio. Euro eingeflossen war, lag entsprechend der neuen Konzernstruktur bei Null. Insgesamt konnte Fair Value für die Monate Januar bis März ein Quartalsergebnis von 1,2 Mio. Euro erwirtschaften, 13 Prozent weniger als vor einem Jahr.

Konzern-Zahlen	Q1 2013	Q1 2014	*Änderung*
Mieterträge	7,24	6,19	*-14,6%*
Umsatz	8,84	7,51	*-15,0%*
Nettovermietungserg.	5,32	4,78	*-10,2%*
Bewertungsergebnis	-0,06	0,00	-
EBIT	4,61	4,04	*-12,4%*
Beteiligungserg.	0,65	0,00	*-100,0%*
Finanzergebnis	-2,31	-1,43	-
Periodenergebnis	1,35	1,17	*-13,1%*
FFO	1,18	1,29	*+9,7%*

Quelle: Unternehmen

EPRA-Ergebnis über Plan

Während das IFRS-Ergebnis erwartungsgemäß rückläufig war, hat sich das um nichtliquiditätswirksame Sondereffekte bereinigte EPRA-Ergebnis (FFO) im Vorjahresvergleich verbessert. Mit 1,3 Mio. Euro lag dieses nicht nur um knapp 10 Prozent höher als im Q1 2013, sondern nach Unternehmensangaben auch leicht über den internen Planungen. Die FFO-Marge (bezogen auf die Umsatzerlöse) verbesserte sich infolgedessen um fast vier Prozentpunkte auf 17,2 Prozent. Vor diesem Hintergrund hat das Management die Gesamtjahresprognose eines bereinigten Jahresergebnisses (FFO) von 5,1 Mio. Euro bekräftigt und auch die Dividendeprognose von 0,25 Euro je Aktie bestätigt.

Bilanzrelation weiter verbessert

Die positive Entwicklung ist auch am operativen Cashflow ablesbar, der im ersten Quartal um 7 Prozent auf 2,8 Mio. Euro geklettert ist. Zusammen mit den Zuflüssen aus dem Desinvestitionsprogramm (18,2 Mio. Euro) konnte dadurch ein Free-Cashflow von fast 21 Mio. Euro generiert werden, den das Unternehmen für die Schuldentilgung verwendet hat. Die damit korrespondierende Bilanzverkürzung auf 324,6 Mio. Euro (31.12.2013: 345,9 Mio. Euro) trug in Verbindung mit dem positiven Quartalser-

gebnis zu einer von 23,3 auf 25,2 Prozent verbesserten Eigenkapitalquote bei. Unter Einschluss der Minderheitsanteilseigner und bezogen auf das unbewegliche Vermögen liegt die zum REIT-Gesetz konforme Eigenkapitalquote nun bei 50,4 Prozent, nach 46,9 Prozent per Ende Dezember.

	Marktkap.	NAV	*Discount*
Hamborner REIT-AG	344,4	381,0	*9,6%*
alstria office REIT-AG	791,7	851,7	*7,0%*
Mittelwert			*8,3%*
Fair Value REIT-AG	51,8	82,9	*37,5%*
			Annahme:
Erholung auf branchendurchschnittliche Abschlagshöhe			
Fair Value REIT-AG	76,0	82,9	8,3%

In Mio. Euro und Prozent; NAV-Werte zum 31.03.2014

NAV gestiegen

Durch das positive Periodenergebnis hat sich auch der NAV erhöht. Der bilanzielle NAV legte um 1,5 Prozent auf 81,8 Mio. Euro bzw. auf 8,78 Euro je Aktie zu, während der EPRA-NAV von 82,6 auf 82,9 Mio. Euro wuchs. Der reduzierte Abstand zwischen den beiden Kenngrößen ist eine Folge der Ablösung von Zinsswaps und des dadurch deutlich gesunkenen Marktwerts der derivativen Finanzinstrumente. Dank der zuletzt dynamischen Kursentwicklung hat sich der Abschlag, mit dem die Fair Value-Aktie gegenüber ihrem NAV gehandelt wird, aber reduziert. Mit 37,5 Prozent ist der Discount so niedrig wie sei vielen Jahren nicht mehr. Wir sehen dies als Erfolg der seit einem Jahr verfolgten Strategie, in deren Rahmen sich Fair Value verstärkt bemüht, die Transparenz des Konzerns zu erhöhen und die Ertragspotenziale des Geschäftsmodells zu dokumentieren. Trotzdem wird die Aktie im Vergleich mit den anderen beiden deutschen REITs noch mit einem deutlichen Bewertungsabschlag gehandelt. Diese beiden weisen derzeit einen durchschnittlichen NAV-Abschlag von lediglich 8,3 Prozent auf. Würde man für Fair Value dieselbe Größenordnung unterstellen, wäre eine Marktkapitalisierung von 75,9 Mio. Euro angemessen. Doch selbst, wenn man aufgrund des deutlichen Größenunterschieds sowie der ungünstigeren 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.

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

Schätzszenario unverändert

Da sich die Zahlen des ersten Quartals im Rahmen unserer Erwartungen bewegt haben, sehen wir derzeit keinen Anlass, unsere Schätzungen zu ändern. Dementsprechend gehen wir weiter von einer Status-quo-Fortschreibung aus. Darin unterstellen wir einen annähernd gleichbleibenden Immobilienbestand, nur langsam steigende Mieterträge und einen sukzessiven Rückgang der Minderheitsanteile, der zu leicht steigenden Konzerngewinnen führt. Konkret erwarten wir für das laufende Jahr Mieterträge in Höhe von 24,6 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss nach anteilen Dritter in Höhe von 5 Mio. Euro. Da wir innerhalb des Modells von Bewertungseffekten abstrahieren, ist dieser weitgehend deckungsgleich mit unserer FFO-Schätzung. Die konkrete Ausgestaltung des Modells für die kommenden acht Jahre können der Tabelle auf der vorigen Seite entnommen werden, weitere Details finden sich im Anhang.

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 8,19 Euro je Anteilsschein. Damit liegt der nach dem DCF-Modell ermittelte faire Wert rund 8 Prozent unter dem aktuellen EPRA-NAV. Wir lassen unser Kursziel weiterhin bei 8,20 Euro und sehen folglich gegenüber dem aktuellen Kurs ein Potenzial von knapp 50 Prozent.

Fazit

Fair Value hat im ersten Quartal den letztes Jahr eingeschlagenen Weg der Portfolioneuausrichtung fortgesetzt. Das Unternehmen trennt sich dabei sukzessive von kleineren und nicht-strategiekonformen Objekten und strebt gleichzeitig eine Erhöhung des Direktbesitzes an. Die Folgen dieser Strategie konnten im ersten Quartal beobachtet werden, in dem die Mieterträge im Vorjahresvergleich zwar rückläufig waren, die FFO aber deutlich gesteigert werden konnten. Positiv wirkt sich hierbei insbesondere die Verbesserung des Finanzergebnisses aus, die es auch im Hinblick auf das Gesamtjahr erlauben sollte, trotz der veräußerungsbedingt geringeren Mieterträge ein stabiles bereinigtes Ergebnis zu erwirtschaften.

Für uns lagen die Zahlen des ersten Quartals im Rahmen der Erwartungen, weswegen wir unser Schätzmodell unverändert gelassen haben. Wir sehen den fairen Wert weiterhin bei 8,20 Euro je Aktie, was sowohl durch unser DCF-Modell auch als durch die vergleichende NAV-Betrachtung unterstützt wird. 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 Nettovermie-tungsergebnis	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),

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
23.04.2014	Buy	8,20 Euro	1), 3), 4)
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:

Ein Update

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.