18.Dezember 2014

Research-Comment

SMC Research

Small and Mid Cap Research

Fair Value REIT-AG

Umbau der Aktionärsstruktur schafft neue Wachstumsphantasie

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **6,19 Euro** | Kursziel: **8,00 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!

Neuer Großaktionär

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	3
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE000A0MW975
Kurs:	6,19 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	9,41 Mio. Stück
Market Cap:	58,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	256,5 Mio. Euro
Free-Float:	63,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	6,25 / 4,70 Euro
Ø Umsatz (12 M):	75,6 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014e	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	29,6	24,0	24,4
EBIT (Mio. Euro)	5,01	14,93	15,61
Jahresüberschuss	-5,23	4,96	5,73
EpS	-0,56	0,53	0,61
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,28
Umsatzwachstum	-5,9%	-19,0%	1,5%
Gewinnwachstum	-	-	15,6%
KUV	1,96	2,43	2,39
KGV	-	11,7	10,2
KCF	42,94	5,85	4,47
EV / EBIT	51,2	17,2	16,4
Dividendenrendite	4,0%	4,0%	4,5%

Aktuelle Entwicklung

Wie das Unternehmen gemeldet hat, haben sich die von WealthCap verwalteten H.F.S. Zweitmarktfonds von Fair Value-Aktien in Höhe von 29,5 Prozent des Aktenkapitals getrennt. Die Käufer und damit neue Großaktionäre von Fair Value sind drei von der Obotritia Capital KGaA i.G. kontrollierte Zweckgesellschaften. Zusammen mit dem Ausstieg der IC Gruppe, die seit dem Sommer ihr Anteilpaket, welches sich noch zum Jahreswechsel 2013/2014 auf 17,1 Prozent belief, inzwischen nahezu vollständig über die Börse veräußert hat, ist es Fair Value damit gelungen, in kurzer Zeit fast die Hälfte des Aktienbesitzes umzuschichten. Da damit diejenigen Aktionäre ausgeschieden sind, die aufgrund von unternehmensindividuellen Erwägungen Kapitalmaßnahmen nicht mittragen wollten oder konnten, wurde damit nun auch die größte Hürde ausgeräumt, um endlich frisches Kapital einzusammeln und damit in den Wachstumsmodus zu schalten. Beachtenswert ist in diesem Zusammenhang, dass es sich bei Obotritia Capital um eine Neugründung von Rolf Elgeti handelt, dem früheren Vorstandsvorsitzenden der TAG Immobilien AG.

Fazit

Damit ist es dem Fair Value-Management gelungen, einen immobilienaffinen und kapitalmarktorientierten Investor zu gewinnen. Welche Erwartungen die Börsianer mit dem Namen des neuen Großaktionärs verbinden, zeigt nicht zuletzt der heftige Kursanstieg in Reaktion auf die Meldung. Doch trotz dieser starken Performance wird die Fair Value-Aktie immer noch mit einem im Branchendurchschnitt ungewöhnlich hohen Discount zum NAV (derzeit: 29,6 Prozent) gehandelt. Auch unser Kursziel nach dem DCF-Modell, das noch so gut wie kein Wachstum des Portfolios unterstellt, signalisiert für die Fair Value-Aktie weiteres Potenzial bis 8,00 Euro.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	24,0	24,4	24,7	25,1	25,5	25,9	26,2	26,6
Umsatzwachstum		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT-Marge	62,2%	64,1%	66,0%	65,5%	65,1%	64,7%	64,3%	63,6%
EBIT	**14,9**	**15,6**	**16,3**	**16,4**	**16,6**	**16,7**	**16,9**	**16,9**
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	**14,9**	**15,6**	**16,3**	**16,4**	**16,6**	**16,7**	**16,9**	**16,9**
+ 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	-1,5	-2,5	-2,9	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2
Operativer Brutto Cashflow	13,4	13,1	13,5	13,8	14,1	14,4	14,6	14,7
- Zunahme Net Working Capital	1,5	4,0	4,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	19,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Free Cashflow	**34,7**	**16,5**	**16,8**	**17,1**	**13,4**	**13,7**	**13,9**	**14,1**

SMC Schätzmodell

Anhang II: 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	272,7	273,4	274,1	274,8	275,5	276,2	276,9	277,5
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	272,5	273,2	273,9	274,6	275,3	276,0	276,6	277,3
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	54,5	50,7	47,0	47,1	47,9	48,7	49,4	50,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	80,7	83,3	86,6	90,5	94,5	98,3	102,1	105,7	109,3
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	185,3	181,0	176,2	175,7	175,5	175,3	175,2	175,1
2. Kurzfristiges FK	70,5	58,2	56,0	53,9	51,3	49,2	47,1	45,1	43,1
BILANZSUMME	**345,9**	**327,2**	**324,1**	**321,1**	**321,9**	**323,4**	**324,9**	**326,4**	**327,9**

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	24,0	24,4	24,7	25,1	25,5	25,9	26,2	26,6
Umsatzerlöse	36,4	29,6	30,0	30,4	30,9	31,4	31,8	32,3	32,8
Nettovermietungsergebnis	23,1	17,7	18,1	18,8	19,0	19,3	19,5	19,8	19,9
Bewertungsergebnis	-14,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,0	14,9	15,6	16,3	16,4	16,6	16,7	16,9	16,9
Beteiligungs- und Finanzergebnis	-11,2	-5,0	-4,2	-4,4	-4,8	-5,0	-5,3	-5,7	-6,1
EBT	-6,2	9,9	11,5	11,9	11,7	11,6	11,4	11,2	10,9
JÜ vor Anteilen Dritter	-6,2	9,9	11,5	11,9	11,7	11,6	11,4	11,2	10,9
JÜ	-5,2	5,0	5,7	6,5	6,7	6,8	6,8	6,7	6,6
EPS	-0,56	0,53	0,61	0,69	0,71	0,73	0,73	0,71	0,70

Anhang III: 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	10,0	13,0	13,0	13,0	9,1	9,0	8,9	8,7
CF aus Investition	29,1	19,8	-5,7	-5,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
CF Finanzierung	-27,3	-27,4	-7,3	-7,4	-8,5	-7,9	-7,8	-7,7	-7,5
Liquidität Jahresanfa.	14,2	17,4	19,7	19,7	19,7	23,6	24,1	24,7	25,2
Liquidität Jahresende	17,4	19,7	19,7	19,7	23,6	24,1	24,7	25,2	25,7

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	-1,1%	-18,8%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Marge Nettovermie-tung	77,9%	73,7%	74,1%	76,1%	75,9%	75,7%	75,5%	75,3%	74,9%
EBIT-Marge	16,9%	62,2%	64,1%	66,0%	65,5%	65,1%	64,7%	64,3%	63,6%
EBT-Marge	-20,8%	41,3%	47,0%	48,0%	46,5%	45,4%	44,0%	42,6%	40,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-17,6%	20,6%	23,5%	26,4%	26,5%	26,8%	26,4%	25,5%	24,8%

Impressum & Disclaimer

Impressum

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

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
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.tai-pan.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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des letzten 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
17.11.2014	Buy	8,00 Euro	1), 3), 4)
08.08.2014	Buy	8,30 Euro	1), 3)
14.05.2014	Buy	8,20 Euro	1), 3)
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)

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

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.