Equity Research

WestLB

26. Juni 2008

# Fair Value REIT-AG

**Ein neuer Zugang**

**Pan European Equity**
**Deutschland**

Financials
Real Estate

**Analysten**
Georg Kanders
Thomas Effler

WestLB

26. Juni 2008

# Fair Value REIT-AG

**KAUFEN**

| | |
|---|---|
| Aktueller Kurs | 6,0 € |
| Kursziel | 9,0 € |

Pan European Equity
Deutschland
**Financials**
**Property and Investment**

Mid & Small Cap

AUFNAHME DER COVERAGE

## Ein neuer Zugang

**Die Fair Value REIT-AG ist der kleinere der beiden REITs in Deutschland. Durch Umwandlung von Beteiligungen an geschlossenen Fonds in Aktien des Unternehmens entstand ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio mit hohem Ausschüttungspotenzial. Darüber hinaus hat das Unternehmen weitere Immobilien auch unter Ausnutzung des steuerlichen Ankaufsvorteils erworben. Der volle REIT-Status mit vergleichsweise hohem Streubesitz macht das Unternehmen zu einem idealen Fusionspartner für Unternehmen, die als Vor-REIT Immobilien erworben haben und im derzeitigen Marktumfeld nur unter extrem hohen Abschlägen ein IPO durchführen könnten. Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung, Kursziel 9,0 € auf.**

| GJ Ende Dez | Mieteinnahmen (Mio €) | EBITDA (Mio €) | EPS (€) | KGV (x) | Kurs/NAV (%) | Dividendenrendite (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2007E | 4,3 | -1,1 | 0,19 | 33,3 | 59,6 | 0 |
| 2008E | 12,4 | 6,7 | 0,16 | 37,5 | 58,7 | 5,0 |
| 2009E | 14,8 | 10,5 | 0,55 | 10,9 | 57,3 | 7,5 |
| 2010E | 15 | 10,6 | 0,61 | 9,8 | 56,4 | 8,3 |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research Schätzungen

- **Ergiebige Quelle:** Die Gesellschaft schätzt das Investitionsvolumen, das in über zehn Jahre alte geschlossene Gewerbeimmobilienfonds geflossen ist, auf rund 66 Mrd €. Als erstes Unternehmen, das erfolgreich den Umtausch von Fondsanteilen in Aktien durchgeführt hat, dürfte Fair Value über Wettbewerbsvorteile bei weiteren Umtauschaktionen verfügen.
- **Diversifiziertes Portfolio:** Das Unternehmen verfügt über ein breit diversifiziertes Gewerbeimmobilienportfolio mit hoher Vermietungsquote und einer beträchtlichen laufenden Rendite.
- **Der NAV des Unternehmens lag zum 31.3.2008 bei 10,10 € je Aktie** und damit signifikant über dem aktuellen Börsenkurs.
- **Als REIT bedarf das Unternehmen des Zuflusses externer Eigenmittel.** Das Unternehmen könnte aber auch eigene Aktien als Währung im Ankauf von Einzelimmobilien oder Portfolien einsetzen. Wir sehen das Unternehmen aufgrund des hohen Streubesitzes auch als exzellenten Kandidaten für eine Fusion mit anderen Immobilienunternehmen, denen Börsennotiz und/oder Streubesitz fehlen.

### Eckdaten

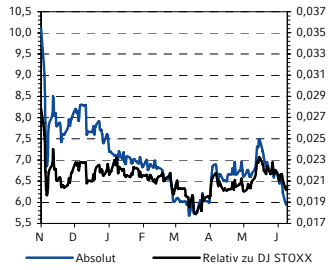
| in % | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| Absolut | -9,9 | -0,3 | n/a |
| Relativ | -1,8 | 1,1 | n/a |

| | |
|---|---|
| 12 Monate Kursspanne | 10,10 € - 5,69 € |
| Nettoliquidität je Aktie | -9,4 € |
| NAV je Aktie | 10,2 € |
| Anzahl Aktien | 9,4 Mio |
| Streubesitz | 43,0% |
| Marktkap. | 56 Mio € |
| Nächster Event | Q2 Result |
| Datum | 20.08.2008 |
| Reuters-Symbol | FVIG.DE |
| Bloomberg-Symbol | FVI GR |
| DJ STOXX | 292,54 |

Preisangaben basierend auf den Schlusskursen des Handelstages vom 24. Juni 2008.

| SRI Rating | | N/A |
|---|---|---|
| Environment | n/a Stakeholder | n/a |
| Governance | n/a Controversy | n/a |

### Absolute & relative Performance




**Quelle** JCF, WestLB Research (SRI Daten)


**Research Analyst**
**Dr. Georg Kanders** +49(0)211 826 5912
georg.kanders@westlb.de
**Thomas Effler** +49(0)211 826 71966
thomas.effler@westlb.de

**Sector Sales**
**Rene Kantehm** +49(0)211 826 4370
rene.kantehm@WestLB.de




Mögliche Interessenkonflikte sind auf der letzten Seite aufgelistet.

# Inhalt

**Executive Summary** **3**

**SWOT-Analyse** **5**
Stärken und Chancen ....5
Schwächen und Risiken ....5

**Bewertung** **6**
Orientierung am NAV ....6
Markt zahlt Prämie für höhere Wertgenerierung ....7

**Equity Story** **9**
Erster Upstream-REIT ....9
Das Umtauschkonzept ....10
Ausschüttungsorientiertes Portfolio ....13

**Marktumfeld** **19**
Büromieten: Talsohle durchschritten ....19
Zweiteilung bei den Einzelhandelsimmobilien ....23
Der Markt für Logistikimmobilien ....25

**G-REITs** **28**
Das „G-REIT"-Gesetz ....28
Gesetzliche Anforderungen an G-REITs ....28

**Unternehmensstruktur** **33**
Unternehmenshistorie ....33
Aktionäre ....33
Erfahrenes Management-Team ....34

**Finanzen** **36**
Rumpfgeschäftsjahr 2007 ....36
Start nach Plan im Jahr 2008 ....37
Schätzung 2008 ....38
Erwartungen für 2009/10 ....38
Bilanz ....39
Cash-Flow ....41

# Executive Summary

**REIT mit hohem Streubesitz**

Die Fair Value REIT-AG ist der kleinere von zwei bislang bestehenden deutschen REITs. Das Unternehmen entstand weitgehend aus der Umwandlung von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds in Aktien. Mit diesen Aktien haben einerseits die ehemaligen Fondseigner Zugang zu Liquidität erhalten, und das Unternehmen hat sich damit andererseits einen neuen Zugang zu Immobilienbeständen geschaffen. Darüber hinaus hat das Unternehmen weitere Immobilien zugekauft. Hervorzuheben ist der hohe Streubesitz von über 40%.

**Wettbewerbsvorteile beim Umtausch von Fondsanteilen**

Die Gesellschaft ist die erste, die einen solchen Umtauschprozess erfolgreich in Deutschland abgewickelt hat. Sie dürfte daher nach dem Listing über Wettbewerbsvorteile beim Erwerb weiterer Anteile an geschlossenen Immobilienfonds verfügen.

**Moderat positiv für deutsche Gewerbeimmobilien**

Das Marktumfeld für deutsche Gewerbeimmobilien schätzen wir moderat positiv ein, nachdem der Immobilienmarkt erst im Jahr 2006 die Trendwende markiert hat. So rechnen wir aufgrund der geringen Neubautätigkeit in den vergangenen Jahren mit reduzierten Leerständen und steigenden Mieten. Allerdings dürften sich die Anfangsrenditen im Zuge erschwerter Finanzierungskonditionen im laufenden Jahr erhöhen.

**Hochrentierliches diversifiziertes Portfolio**

Die Fair Value REIT-AG ist an einem breit diversifizierten und überdurchschnittlich rentierlichen deutschen Immobilienportfolio beteiligt. Der Schwerpunkt liegt bei Einzelhandelsobjekten, und die neuen Bundesländer sind überdurchschnittlich vertreten. Zukäufe dürften sich daher auf Büro- und Logistikimmobilien in den westlichen Bundesländern konzentrieren.

**NAV bei rund 10 €**

Der Marktwert des Immobilienportfolios belief sich per 31. März 2008 auf anteilig 286,4 Mio €, und der NAV lag bei 10,10 € je Aktie. Mit dem REIT-Status verbunden ist eine konservative Finanzierung, da das REIT-Gesetz eine Eigenkapitalquote von 45% verlangt.

**Vorteile durch Börsennotiz und Streubesitz**

Um als REIT zu wachsen, ist das Unternehmen auf Kapitalerhöhungen angewiesen. Im aktuellen Kapitalmarktumfeld sind die Möglichkeiten dafür als extrem eingeschränkt zu werten. Im Unterschied zu anderen REIT-Aspiranten verfügt das Unternehmen aber bereits über eine Börsennotiz und einen vergleichsweise komfortablen Streubesitz, sodass die Aktie als Währung im Ankaufs- oder Mergerprozess eingesetzt werden kann.

**Potenzial durch weitere Umtauschaktionen**

Langfristige Wachstumsperspektiven besitzt das Unternehmen auch dadurch, dass bei entsprechend positiver Wertentwicklung der Aktie auch neue Umtauschaktionen für Anteilseigner geschlossener Fonds durchgeführt werden könnten. Neben den Immobilien brächte dies auch weiteres Eigenkapital mit sich. Der Fondspool, aus dem die Immobilienbestände gefischt werden könnten, beläuft sich nach Schätzungen des Unternehmens auf der Grundlage von Daten des Fondsspezialisten Loipfinger auf ein ursprüngliches Investitionsvolumen in Höhe von 66 Mrd €.

**Verdopplung des Immobilienbesitzes angestrebt**

Bei entsprechend positivem Kapitalmarktumfeld strebt das Unternehmen eine Verdopplung des Immobilienbestandes (einschl. Beteiligungen) bis Ende 2009 an. Auch der Anteil der Direktinvestionen soll dann von 25 auf 50% gesteigert werden. Der Fokus soll auf Büro- und Logistikimmobilien an regionalen Standorten in den westdeutschen Bundesländern liegen.

### Zusammenarbeit mit IC Immobilien

Die Fair Value REIT-AG ist schlank aufgestellt und konzentriert sich auf das strategische Asset und Property Management. Die operativen Tätigkeiten werden durch Unternehmen der IC Immobilien Gruppe zu marktgerechten Konditionen durchgeführt. Angesichts der derzeitigen Größe und Struktur des Portfoliobestandes halten wir die Auslagerung der operativen Tätigkeiten auch unter Kostengesichtspunkten für sinnvoll.

### Probleme im BBV 06

Im Tochterunternehmen BBV 06 sind einige Mietverträge ausgelaufen, sodass sich zwischenzeitlich ein erhöhter Leerstand ergeben hat. Damit verbunden sind auch Liquiditätsprobleme. Jüngst konnte das Unternehmen jedoch einige Wiedervermietungen erreichen. Man ist zuversichtlich, auch diese Probleme kurzfristig zu lösen.

### Dividende avisiert

Wir erwarten gegenüber 2007 aufgrund von Bewertungsverlusten einen leichten Rückgang des Nettoergebnisses. Die operativen Verbesserungen und avisierte Veräußerungsgewinne im HGB-Ergebnis sollten die vom Unternehmen avisierte Dividende von 0,30 € bis 0,35 € ermöglichen. Wir erwarten für 2008 eine leicht positive Entwicklung im NAV, da in diesem Jahr keine Dividende ausgeschüttet wird. Das IFRS-Ergebnis des kommenden Jahres sollte dann über der 2009 ausgeschütteten Dividende liegen.

### Kursziel bei 9 €

Wir sehen das Kursziel bei 9 € je Aktie. Fair Value ist ein eher kleines Immobilienunternehmen und kann mit dem aktuellen Portfolio auch nicht stärker wachsen oder höhere Dividenden ausschütten als andere von uns beobachtete Unternehmen. Aus diesem Grund wäre ein überdurchschnittlicher Abschlag zum NAV angebracht. Andererseits ist Fair Value einer der beiden einzigen REITs in Deutschland mit entsprechend konservativer Finanzierungsstruktur. Den REIT-Status zusammen mit dem vergleichsweise hohen Streubesitz sehen wir als wertvolles Asset in einem möglichen Konsolidierungsprozess unter deutschen Immobilienunternehmen, insbesondere für Unternehmen die als Vor-REIT bereits Immobilienkäufe unter Ausnutzung des Steuerprivilegs getätigt haben.

# SWOT-Analyse

## Stärken und Chancen

- Meist anziehende Mieten in allen Segmenten des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes
- REIT-Status und hoher Streubesitz
- Erstes deutsches Unternehmen, das erfolgreich einen Umtausch von Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds in Aktien durchgeführt hat
- Wachstumschancen bereits durch weitere Erhöhung der Beteiligungen an geschlossenen Fonds
- Mit einem Volumen von rund 66 Mrd € besteht bei über zehn Jahre alten geschlossenen Immobilienfonds ein gutes Zukaufspotenzial
- Erfahrenes Management
- Diversifizierung über drei Immobiliensegmente und eine Vielzahl von Standorten in Deutschland
- Gewisser Inflationsschutz durch Teilindexierung
- Durch Fokussierung auf regionale Zentren relativ hohe Mietrenditen
- Erfolgreiche Vermietung des im Entwicklungsstadium erworbenen Airport Centers in Düsseldorf

## Schwächen und Risiken

- Als Bestandshalter von den Wertentwicklungen am deutschen Immobilienmarkt abhängig
- Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Bonität der Mieter
- Wertverluste im Immobilienvermögen möglich
- Nach Ablauf von Mietverträgen können Weitervermietungsprobleme auftreten
- Im Immobilienportfolio sind ostdeutsche Standorte relativ stark vertreten
- Aktuelle Mieten liegen bei einigen Objekten über den derzeit erzielbaren Marktmieten
- Bei einigen Mietverhältnissen mit kurzer Restlaufzeit (Einzelhandel, Logistik) steht Anschlussvermietung noch aus
- Es bestehen Liquiditätsengpässe und Weitervermietungsprobleme im Tochterunternehmen BBV 06, deren Lösung noch aussteht.

# Bewertung

**Die Aktie von Fair Value notiert deutlich unter NAV, ist einer der beiden einzigen Unternehmen mit REIT-Status und hinreichendem Free Float und weist daher eine vergleichsweise niedrige Verschuldung auf. Auf der anderen Seite besteht mit dem aktuellen Portfolio und den Beschränkungen des REIT-Gesetzes auch nur begrenztes Wachstumspotenzial. Aus diesem Grund halten wir einen gewissen Abschlag zum NAV für gerechtfertigt und sehen ein Kursziel von 9 €. Bei einem Potenzial von mehr als 20% stufen wir die Aktie als Kauf ein.**

## Orientierung am NAV

Peer-Group aus deutschen Immobilienbestandhaltern

Vergleichsunternehmen für die Fair Value REIT AG sind Bestandshalter in deutschen Gewerbeimmobilien. Dazu gehören die von uns gecoverten Unternehmen Deutsche EuroShop, DIC Asset und IVG sowie Alstria Office und Polis Immobilien.

### Grundlagen der Bewertung

| | Reuterskürzel | Schlusskurs vom 24.06.2008 | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **NAV je Aktie (€)** | | | | | | |
| DIC Asset | DAZG.DE | 16,99 | 21,34 | 23,04 | 22,5 | 23,58 |
| Dt. EuroShop | DEQGn.DE | 23,39 | 25,53 | 26,9 | 28,5 | 30,06 |
| IVG | IVGG.DE | 13,09 | 23,56 | 29,03 | 28,21 | 31,56 |
| Alstria Office REIT | AOXG.DE | 10,01 | 10,40 | 15,70 | 15,50 | 15,90 |
| Polis Immobilien | PQLG.DE | 9,20 | 11,80 | 14,40 | 14,70 | 14,90 |
| Fair Value REIT | FVIG.DE | 6,00 | | 10,06 | 10,22 | 10,46 |
| **Dividende je Aktie (€)** | | | | | | |
| DIC Asset | DAZG.DE | 16,99 | 0,75 | 1,65 | 1,80 | 2,00 |
| Dt. EuroShop | DEQGn.DE | 23,39 | 1,05 | 1,05 | 1,10 | 1,10 |
| IVG | IVGG.DE | 13,09 | 0,50 | 0,70 | 0,70 | 0,80 |
| Alstria Office REIT | AOXG.DE | 10,01 | 0,00 | 0,51 | 0,63 | 0,65 |
| Polis Immobilien | PQLG.DE | 9,20 | 0,00 | 0,00 | 0,40 | 0,45 |
| Fair Value REIT | FVIG.DE | 6,00 | | 0,00 | 0,30 | 0,45 |

**Quelle** Unternehmen, JCF, WestLB Research Schätzungen

Erwarteter NAV 2008 als Bewertungsbasis

Grundlage der Bewertung von Bestandshaltern ist unseres Erachtens der erwartete NAV; aktuell dürften die Marktteilnehmer noch den erwarteten Wert für 2008 heranziehen. Prämien bzw. Discounts zu diesem Wert werden u.E. von der unternehmensspezifischen Wertgenerierung bestimmt. Diese ergibt sich aus dem Wachstum des NAV sowie den erwarteten Dividendenzahlungen, da diese den NAV mindern.

Bei Polis und Alstria Office sind die hohen Werte für die erwartete Wertgenerierung 2007 auf die Erzielung von Prämien auf den NAV im Rahmen beider Börsengänge im April 2007 zurückzuführen.

### Erwartete Wertgenerierung

| % | 2007A | 2008E | 2009E | Durchschnitt 2006-08E | Durchschnitt 2007-09E |
|---|---|---|---|---|---|
| DIC Asset | 15,7 | 5,5 | 13,7 | 26,4 | 11,6 |
| Dt. EuroShop | 9,5 | 10,0 | 9,3 | 11,5 | 9,6 |
| IVG | 26,2 | -0,4 | 14,7 | 19,8 | 13,5 |
| Alstria Office REIT | 55,9 | 2,7 | 6,8 | n.a. | 21,8 |
| Polis Immobilien | 22,0 | 4,9 | 4,4 | n.a. | 10,4 |
| **Durchschnitt** | **25,9** | **4,5** | **9,8** | **19,2** | **13,4** |
| **Fair Value REIT** | | **4,5** | **6,8** | | |

**Quelle** Unternehmen, JCF, WestLB Research Schätzungen

## Markt zahlt Prämie für höhere Wertgenerierung

Die folgende Tabelle zeigt deutlich, dass Unternehmen mit höherer erwarteter Wertgenerierung auch eine höhere Bewertung in Relation zum NAV erzielen.

### Aktuelle Prämien auf den erwarteten NAV

| € | Schlusskurs am 24.06.2008 | Reuters | Kurs/NAV (x) 2008E | Kurs/NAV (x) 2009E |
|---|---|---|---|---|
| DIC Asset (DIC) | 16,99 | DAZG.DE | 0,76 | 0,72 |
| Dt. EuroShop (DES) | 23,39 | DEQGn.DE | 0,82 | 0,78 |
| IVG | 13,09 | IVGG.DE | 0,46 | 0,41 |
| Alstria Office | 10,01 | AOXG.DE | 0,65 | 0,63 |
| Polis Immobilien | 9,20 | PQLG.DE | 0,63 | 0,62 |
| **Durchschnitt (x)** | | | 0,66 | 0,63 |
| **Fair Value REIT** | **6,00** | | 0,59 | 0,57 |

**Quelle** Bloomberg, JCF, WestLB Research Schätzungen

Wertgenerierung leicht unter Durchschnitt

Die erwartete jährliche Wertgenerierung für die Jahre 2008E und 2009E liegt bei der Fair Value REIT-AG nach unseren Schätzungen mit 4,5 und 6,8% etwas unterhalb dem Niveau der durchschnittlichen Wertgenerierung der Vergleichsgruppe. Aus diesem Grund wären eher höhere Abschläge auf den NAV 2008 gerechtfertigt.

Fungibilität und Eigenkapitalausstattung

Da es sich bei den Vergleichsunternehmen um Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung handelt, sollte der Kurs auch gewisse Liquiditätsabschläge beinhalten. Derzeit spielt auch die Eigenkapitalausstattung eine bedeutende Rolle: Hier ist Fair Value REIT-AG aufgrund der Beschränkungen des REIT-Gesetzes wiederum im Vorteil.

Abschlag von 15-25% auf den erwarteten NAV 2008 (ex Mittel aus Kapitalerhöhungen) marktgerecht

Die hohen Abschläge auf den Substanzwert halten wir angesichts der Tatsache, dass die Mieten in Deutschland keinesfalls den Rückwärtsgang eingelegt haben für deutlich übertrieben. Allgemein liegen daher unsere Kursziele deutlich über dem aktuellen Kursniveau, und unsere Ratings für die drei von uns gecoverten Bestandshalter fallen positiv aus.

In Relation zu den Kurszielen der anderen von uns gecoverten Bestandshalter in Gewerbeimmobilien ergibt sich die für Fair Value REIT-AG ein Kursziel von 9 €. Aufgrund der geringeren Wertgenerierung und unter Berücksichtigung der Größe des Unternehmens halten wir einen um rund 15% höheren Abschlag auf den NAV für angemessen. Zudem wirkt sich negativ aus, dass nur eine Dividende in die Kurszielbemessung einfließt.

## Ableitung der Kursziele

| Kursziele | IVG | DES | DIC | Fair Value |
|---|---|---|---|---|
| NAV 2008E | 28,21 | 28,5 | 22,5 | 10,22 |
| Prämie | -2% | -3% | -2% | -16% |
| Prämie € | -0,70 | -0,84 | -0,34 | -1,66 |
| Dividenden | 1,40 | 2,15 | 3,45 | 0,30 |
| Sonstiges | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Steuerfreiheit der Dividenden | 0,00 | 0,54 | 0,00 | 0,00 |
| Kursziel | 28,91 | 30,35 | 25,61 | 8,86 |
| Kursziel gerundet | 29 | 30 | 26 | 9 |
| Kurs (per 24.06.2008) | 13,09 | 23,39 | 16,99 | 6,0 |
| Potenzial zum Kursziel (%) | 120,9 | 29,7 | 50,7 | 47,6 |

**Quelle** WestLB Research Schätzungen

Angesichts eines Kurspotenzials von weit über 20% stufen wir die Aktie als kaufenswert ein. Dabei spielt auch das Asset REIT-Status im Zusammenhang mit dem vergleichsweise hohen Streubesitz von 43% eine Rolle. Während für neue REITs ein Free Float von mindestens 25% verlangt wird, darf der Streubesitz für bereits gelistete REITs auf 15% absinken. Fair Value kann daher in einem möglichen Konsolidierungsprozess ein bedeutendes Asset in die Waagschaale werfen.

# Equity Story

**Die Fair Value REIT-AG ist eines von zwei deutschen Unternehmen mit REIT-Status. Das Unternehmen verfügt über ein breit diversifiziertes Portfolio mit Beteiligungen an über 80 Einzelimmobilien mit einem anteiligen Marktwert von über 285 Mio €. Das Unternehmen hat das Portfolio durch den Kauf einer in Bau befindlichen Immobilie erweitert, die zur erwarteten Fertigstellung im Juli voll vermietet sein dürfte. Dank des komfortablen Streubesitzes besteht für das Unternehmen eine gute Chance, eigene Aktien zur Erweiterung des Portfolios oder in einem Mergerprozess einzusetzen. Der Leerstand beläuft sich auf rund 4%. Auf Stand-alone Basis erwarten wir eine leicht positive Entwicklung des NAV und eine klare Aufwärtstendenz bei der Dividende.**

## Erster Upstream-REIT

Erster Umtausch von Fondsbeteiligungen im Nominalwert von 242 Mio € in Aktien

Das aktuelle Portfolio im Wert von über 285 Mio € (anteiliges Immobilienvermögen) wurde weitgehend im August 2007 durch den Umtausch von Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds in Aktien der Fair Value REIT-AG sowie zu einem kleineren Teil durch deren Barankauf geschaffen. Der Net Asset Value des Unternehmens belief sich zum 31. Dezember 2007 auf 94,67 Mio €.

Solch ein Umtausch wurde erstmals erfolgreich durchgeführt und belief sich mit einem umgetauschten Nominalwert der Fondsanteile von 242 Mio € auf mehr als das Doppelte des von der „Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG" gemeldeten Rekordumsatz (100 Mio €, davon 90 Mio € in Immobilienfonds) im ersten Halbjahr 2007.

Wettbewerbsvorteil beim Erwerb von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds

Die erfolgreiche Tauschaktion von praktisch illiquiden Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds in Aktien der Fair Value REIT-AG war die erste dieser Art in Deutschland. Damit hat sich das Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil beim Erwerb von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds geschaffen. Kern des Wachstumskonzeptes der Gesellschaft ist die Ausweitung von Immobilienbestand und Eigenkapital durch Anwendung des erfolgreichen Umtauschkonzeptes bei anderen geschlossenen Immobilienfonds sowie die Erhöhung der Beteiligungsquoten im aktuellen Portfolio (zwischen 24,9% und 75,2%).

Ergiebige Quelle (66 Mrd € ursprüngliche Investitionen)

Mit einer Börsennotiz werden die Argumente für den Umtausch noch schlagkräftiger. Schließlich dürfte es nicht einfach gewesen sein, Anteilseigner von geschlossenen Immobilienfonds zum Tausch in noch nicht notierte Aktien zu bewegen. Der Teich, in dem das Unternehmen fischen kann – nämlich gewerbliche Immobilienfonds, die vor mehr als zehn Jahren aufgelegt wurden – beläuft sich nach Schätzungen der Gesellschaft auf ein ursprüngliches Investmentvolumen in Höhe von mindestens 66 Mrd €.

Angebot für Besitzer von Fondsanteilen attraktiv

Für die Besitzer von geschlossenen Immobilienfonds ist selbst die Annahme eines Barangebots mit einem Abschlag von 15% auf den inneren Wert in der Regel meist deutlich attraktiver als Barangebote am Zweitmarkt. Diejenigen, die den Umtausch in Aktien akzeptieren, erhalten eine täglich handelbare Aktie mit einem breiter diversifizierten Immobilienportfolio und hoher Transparenz (externe Bewertung). Zudem kann der Aktionär am Wachstum des Unternehmens partizipieren.

Das aus Fondsumtausch generierte Portfolio besteht zu einem großen Anteil aus Einzelhandelsimmobilien. Durch den Ankauf eines Portfolios von Bankgebäuden im Hamburger Speckgürtel wurde das Bürosegment kräftig gestärkt. Zu Jahresbeginn 2008 wurde zudem ein Büroneubau am Düsseldorfer Flughafen erworben, der zur Jahresmitte 2008 bezogen werden kann.

Zweiter deutscher REIT

Die Fair Value REIT-AG erhielt nach dem Börsengang im November den REIT-Status und hat bereits beim Erwerb des Sparkassenportfolios eine Transaktion durchgeführt, bei der die Verkäufer von der Exit-Steuer im Rahmen der REIT-Gesetzgebung profitieren. Im Unterschied zu den zahlreichen Transaktionen mit Vor-REIT-Gesellschaften besteht in diesem Fall auch für den Verkäufer keine Unsicherheit bezüglich der steuerlichen Vorteile, da Fair Value den REIT-Status erreicht hat.

Verdopplung des Immobilienvermögens bis 2009 angestrebt

Das Unternehmen strebt an, den Immobilienbestand bis 2009 in etwa zu verdoppeln. Allerdings ist das Unternehmen aufgrund der Ausschüttungsbestimmungen und Fremdfinanzierungsrestriktionen des REIT-Gesetzes auf eine Ausweitung des Eigenkapitals angewiesen. Eine gewisse Verbesserung des aktuellen Kapitalmarktumfeldes ist dazu sicherlich notwendig, auch wenn das Unternehmen im Unterschied zu der Vielzahl von Vor-REITs auch auf Sachkapitalerhöhungen gegen Aktien zurückgreifen und dabei eine Reduzierung des Streubesitzes hinnehmen kann.

Fair Value ist bestrebt, den Anteil an Einzelhandelsimmobilien durch Abverkäufe zu reduzieren und die Erlöse vorzugsweise in Büro- und Logistikobjekte in Westdeutschland zu investieren. Die avisierte Größenordnung der Einzelinvestments soll dabei zwischen 10 und 50 Mio € liegen. Angesichts des derzeit großen Anteils an Einzelhandelsimmobilien liegt der Fokus auf Büro- und Logistikimmobilien in Regionalstandorten, wo sich höhere Mietrenditen erzielen lassen.

Wettbewerbsfähige Dividende

Ziel ist die Zahlung einer angemessenen und wettbewerbsfähigen Dividende an die Aktionäre. Wir erwarten für 2008 die Zahlung einer Dividende von 0,30 € je Aktie und gehen für 2009 von einer Dividende in Höhe von 0,45 € je Aktie aus.

## Das Umtauschkonzept

Erster Umtausch von Fondsbeteiligungen im Nominalwert von 240 Mio € in Aktien

Mit der ersten erfolgreichen Umtauschaktion von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds in Immobilienaktien hat Fair Value Maßstäbe gesetzt. Zunächst einmal hat das Unternehmen aus den von der IC Immobilien Gruppe verwalteten geschlossenen Immobilienfonds geeignete Fonds ausgewählt. Dabei spielen vor allem die Immobilienqualität sowie steuerliche Aspekte der Anteilseigner (beispielsweise eine Mindesthaltefrist von zehn Jahren zur Vermeidung der Spekulationssteuer) eine Rolle.

Fair Value hat den Fondsinvestoren angeboten, die Anteile gegen Aktien des Unternehmens oder (mit einem Abschlag von 15% auf den inneren Wert per 31. Dezember 2006) gegen bar zu tauschen. Ziel war es, bei den ausgewählten Fonds eine Mehrheit zu erreichen. Angesichts der normalerweise geringen Präsenz bei Gesellschafterversammlungen reicht dafür oft auch ein Anteil von weniger als 50%.

Rund 10.300 Eignern von insgesamt 15 Fonds wurde ein Angebot unterbreitet. Nur bei einem Fonds, der zudem auch eine nicht REIT-fähige Immobilie enthält, wurde kein hinreichend starker Anteil erreicht. Bei sieben Fonds wurden Anteile von über 50% und bei weiteren sieben Fonds Anteile zwischen 24,9% und 45,02% erreicht.

Nur 20,5% der Anteilseigner bevorzugten dabei das Barangebot, was aufgrund des Abschlags für das Unternehmen in Bezug auf den inneren Wert zum Jahresende 2006 einen Wertzuwachs von 2,8 Mio € mit sich brachte. Anteilseigner, die nicht tauschen oder verkaufen wollten, bleiben weiterhin an ihrem Fonds beteiligt.

## Die Umtauschaktion*

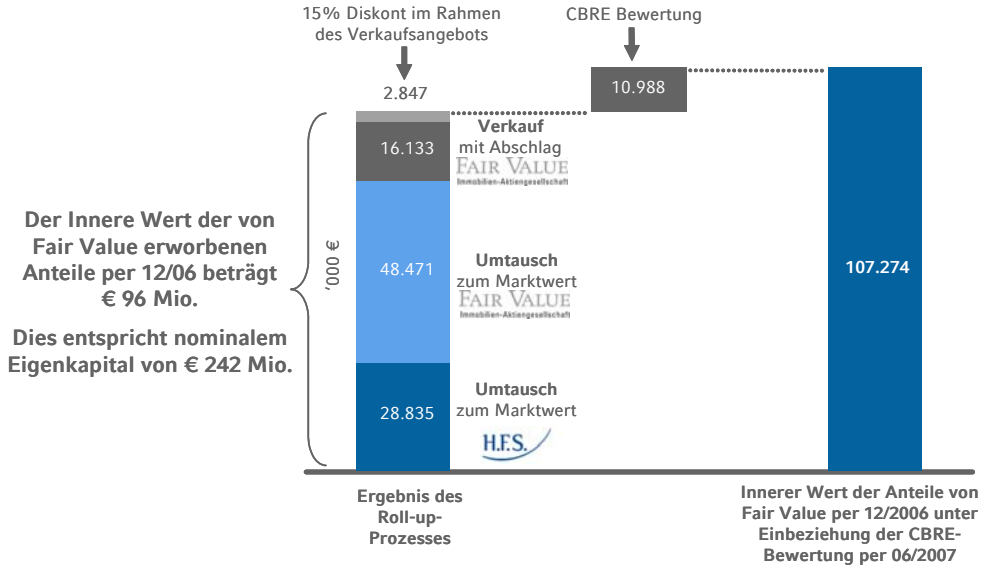
| | Fonds | | | Umtausch (Nominalwert des Eigenkapitals) | | | Fair Value | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Name | Nominalwert des Eigenkapitals (Tsd €) | Innerer Wert in % des Nominalwertes | Innerer Wert des Fonds (Tsd €) | Umtausch-volumen in Aktien (Tsd €) | Barumtausch (Tsd €) | Gesamt-volumen (Tsd €) | Anteil der Fair Value (%) | Innerer Wert per 12/2006 (Tsd €) | Davon Barabschlag (Tsd €) |
| IC01 | 6.442 | 42,59 | 2.744 | 3.569 | 26 | 3.594 | **55,79** | 1.531 | 2 |
| IC03 | 9.842 | 52,03 | 5.121 | 6.662 | 383 | 7.046 | **71,58** | 3.666 | 30 |
| IC07 | 23.519 | 54,87 | 12.905 | 17.522 | 174 | 17.696 | **75,24** | 9.710 | 14 |
| IC10 | 11.990 | 2,55 | 306 | 0 | 3.134 | 3.134 | 26,14 | 80 | 12 |
| IC12 | 21.014 | 32,42 | 6.813 | 6.596 | 1.774 | 8.370 | 39,83 | 2.714 | 86 |
| IC13 | 29.144 | 18,85 | 5.494 | 13.659 | 1.256 | 14.914 | **51,18** | 2.811 | 36 |
| IC15 | 37.544 | 47,53 | 17.845 | 12.006 | 2.366 | 14.372 | 38,28 | 6.831 | 169 |
| BBV02 | 5.169 | 8,75 | 452 | 813 | 1.104 | 1.917 | 37,09 | 168 | 14 |
| BBV03 | 15.550 | 85,36 | 13.273 | 6.360 | 1.975 | 8.335 | **53,60** | 7.115 | 253 |
| BBV06 | 48.040 | 32,96 | 15.834 | 20.455 | 5.273 | 25.728 | **53,55** | 8.480 | 261 |
| BBV08 | 48.255 | 41,03 | 19.799 | 19.062 | 5.420 | 24.483 | **50,74** | 10.045 | 334 |
| BBV09 | 101.605 | 48,96 | 49.746 | 18.908 | 6.423 | 25.330 | 24,93 | 12.402 | 472 |
| BBV10 | 94.795 | 50,07 | 47.464 | 25.368 | 10.763 | 36.130 | 38,11 | 18.090 | 808 |
| BBV14 | 113.290 | 24,79 | 28.085 | 41.405 | 9.600 | 51.005 | 45,02 | 12.644 | 357 |
| **Gesamt/ Durchschnitt** | **566.199** | **39,89** | **225.880** | **192.383** | **49.670** | **242.054** | **42,75** | **96.286** | **2.847** |

* Bewertung zum 31.12.2006

**Quelle** Fair Value REIT-AG

Dabei ist zu konstatieren, dass der Zweitmarktfonds H.F.S 2 ein unbedingtes Umtauschangebot (ohne die Voraussetzung, dass bestimmte Mindestbeteiligungsquoten erreicht werden) unterbreitete und die erworbenen Anteile vollständig gegen Aktien eintauschte. H.F.S. 2 wurde auf diese Weise größter Aktionär der Fair Value REIT-AG.

### Wertgenerierung durch Umtausch der Fondsanteile




**Quelle** Fair Value REIT-AG

Erfreulich ist, dass die zum Stichtag 30.6.2007 erfolgte Bewertung von CB Richard Ellis (CBRE) vom 20.9.2007 dem Portfolio einen um 11 Mio € höheren Wert zubilligte als die Wertgutachten (TÜV Süd/Jagel), die den Umtauschwerten zugrunde lagen.

Beim Erwerb von Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds steht Fair Value in Konkurrenz zu Zweitmarktfonds und verschiedenen Einzelinvestoren. Im Einzelfall, wie bei der Umtauschaktion der Fair Value REIT AG, können die Interessen von Zweitmarktfonds und des Unternehmens durchaus gleichgerichtet sein.

Mit rund 66 Mrd € (ursprüngliches Investitionsvolumen basierend auf Daten von Loipfinger) steht für eine Gesellschaft wie Fair Value ein riesiger Investmentpool zur Verfügung, der aufgrund der relativ geringen Durchschnittsgröße der Investments für Großinvestoren nicht attraktiv ist.

Für die Besitzer von geschlossenen Immobilienfonds ist die Annahme eines Barangebots mit einem Abschlag von 15% auf den inneren Wert der Beteiligungen in der Regel meist deutlich attraktiver als Barangebote am Zweitmarkt.

Derjenige, der das Aktienangebot angenommen hat, hat eine täglich handelbare Aktie mit einem breiter diversifizierten Immobilienportfolio und hoher Transparenz erworben. Zudem kann der Aktionär am Wachstum des Unternehmens partizipieren.

### Der Prozess

Phase 1: Research

Zukünftig gilt es für Fair Value, durch Ausnutzen der Kontakte mit allen relevanten Marktteilnehmern geeignete Fonds zu identifizieren, wobei es sich insbesondere um Fonds mit Liquiditätsbedarf, schlecht gemanagten Immobilienbeständen oder sonstigem vielversprechendem Potenzial handeln dürfte.

Phase 2: Due Diligence und Verhandlungen

In einer zweiten Phase wird eine Due Diligence durchgeführt, bei der die IC Immobilien Gruppe als Dienstleister zur Verfügung steht. Es ist eine Bewertung vorzunehmen, und es muss eine technische, juristische wie auch steuerliche Due Diligence durchgeführt werden. Dann werden Verhandlungen mit den Fondsinvestoren (institutionelle oder private) und Zweitmarktplattformen oder -investoren sowie den Fondsgesellschaften als Zulieferer von Investitionsobjekten geführt.

Entscheidung über Angebot

Basierend auf den Ergebnissen der Due Diligence und dem Gutachten eines unabhängigen Bewerters sowie in Abhängigkeit von Volumen und Komplexität der Transaktion muss eine Entscheidung getroffen werden, ob ein Angebot unterbreitet wird.

Phase 3: Transaktion

Den Eignern der Fonds muss ein (öffentliches oder privates) Angebot unterbreitet werden. Fair Value ist in der Lage, sowohl ein Barangebot als auch ein Umtauschangebot vorzulegen und besitzt damit einen Wettbewerbsvorteil.

Phase 4: Abwicklung

Die Abwicklung erfolgt über eine Sachkapitalerhöhung gegen die Fondsanteile, oder die Fondsanteile werden gegen Barzahlung auf Fair Value übertragen.

## Ausschüttungsorientiertes Portfolio

Beteiligung an 13 geschlossenen Immobilienfonds

Fair Value ist an derzeit 13 von der IC Immobilien Gruppe und BBV aufgelegten Immobilienfonds mit insgesamt 49 Objekten beteiligt, deren Gesamtmarktwert sich auf 558 Mio € beläuft. An fünf Fonds wird ein Mehrheitsanteil gehalten, sodass diese Fonds voll konsolidiert werden und entsprechende Minderheitsanteile in der Bilanz ausgewiesen werden. Die Beteiligungen an den anderen acht Fonds werden at Equity erfasst.

Der Gesamtmarktwert der Immobilien des Fondsportfolios, gemessen an den Besitzquoten, belief sich zum 31. Dezember 2007 auf 226 Mio €.

**Portfolio nach Segmenten (einschl. Airport Center*)**

| | Einzelhandel | Büro | Logistik | Hotel | Gesamt |
|---|---|---|---|---|---|
| Anzahl Immobilien | 29 | 46 | 4 | 2 | 81 |
| Mietfläche (qm) | 222,739 | 159,191 | 57,392 | 31,014 | 470,336 |
| Marktwert (Tsd €) | 325.540 | 228.002 | 32.700 | 32.500 | 618.742 |
| Anteil Fair Value | 120.370 | 131.866 | 18.737 | 15.416 | 286.391 |
| Jährliche Mieteinnahmen (Tsd €) | 25.017 | 18.806 | 2.334 | 2.705 | 48.862 |
| Anteil Fair Value | 9.376 | 10.434 | 1.306 | 1.274 | 22.390 |
| Durchschnittsrendite (%) | 7,8 | 7,9 | 7,0 | 8,3 | 7,8 |
| Wirtschaftliche Leerstandsrate (%) | 0,8 | 4,4 | 25,3 | 0,0 | 4,0 |
| Durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge (Jahre) | 7,1 | 7,9 | 5,2 | 7,2 | 7,4 |

*) erfasst mit Potenzialmiete und zu Anschaffungskosten

**Quelle** Fair Value REIT-AG

## Portfolioübersicht der Fair Value REIT-AG

| Name Beteiligung | Beteiligung (%) | Gesamt-mietfläche ($m^2$) | Markt-wert (Tsd €) | Vermie-tungs-stand (%) | Restlaufzeit der Mietver-träge (Jahre) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Direktbesitz** | | | | | |
| "Sparkassen-Portfolio" | 100,00 | 43.108 | 49.960 | 95,3 | 13,9 |
| Summe Direktbesitz | | 43.108 | 49.960 | 95,3 | 13,9 |
| **Tochterunternehmen** | | | | | |
| IC Fonds & Co. Büropark Teltow KG | 75,65 | 13.382 | 25.200 | 100,0 | 7,3 |
| IC Fonds & Co. Forum Neuss KG | 71,58 | 12.064 | 8.600 | 85,7 | 1,3 |
| IC Fonds & Co. München-Karlsfeld KG | 55,81 | 3.375 | 4.700 | 98,4 | 7,5 |
| BBV Immobilien-Fonds Nr. 6 GmbH& Co. KG | 54,64 | 74.616 | 57.510 | 83,6 | 5,0 |
| BBV Immobilien-Fonds Nr. 3 GmbH& Co. KG | 53,64 | 14.802 | 9.900 | 95,8 | 2,8 |
| Summe Tochterunternehmen | 60,99 | 118.239 | 105.910 | 90,7 | 5,5 |
| **Assoziierte Unternehmen** | | | | | |
| IC Fonds & Co. Gewerbeportfolio Deutschland 13. KG | 49,68 | 22.034 | 25.300 | 91,2 | 6,6 |
| BBV Immobilien-Fonds Nr. 14 GmbH & Co. KG | 45,02 | 38.522 | 87.000 | 96,3 | 5,2 |
| IC Fonds & Co. SchmidtBank-Passage KG | 40,22 | 8.315 | 8.300 | 96,4 | 3,1 |
| IC Fonds & Co. Gewerbeportfolio Deutschland 15. KG | 38,31 | 35.412 | 44.100 | 98,0 | 5,2 |
| BBV Immobilien-Fonds Nr. 10 GmbH & Co. KG | 38,30 | 96.567 | 133.230 | 96,0 | 6,1 |
| BBV Immobilien-Fonds Erlangen GbR | 38,28 | 2.770 | 1.800 | 100,0 | 4,3 |
| IC Fonds & Co. Rabensteincenter KG | 26,14 | 9.969 | 9.800 | 93,5 | 2,5 |
| BBV Immobilien-Fonds Nr. 9 GmbH & Co. KG | 24,93 | 90.728 | 142.900 | 100,0 | 9,8 |
| Summe Assoziierte Unternehmen | 37,39 | 304.317 | 452.430 | 96,7 | 6,6 |
| Anteil an den Marktwerten der assozierten Unternehmen | | | 161.410 | | |
| **Im Bau befindliche Immobilien** | | | | | |
| Airport Office II, Düsseldorf | 100,00 | 4.671 | 10.442 | 41,7 | n/a |
| Summe im Bau befindliche Immobilien | | 4.671 | 10.442 | 41,7 | n/a |
| **Gesamtsumme** | | **470.335** | **618.742** | | |

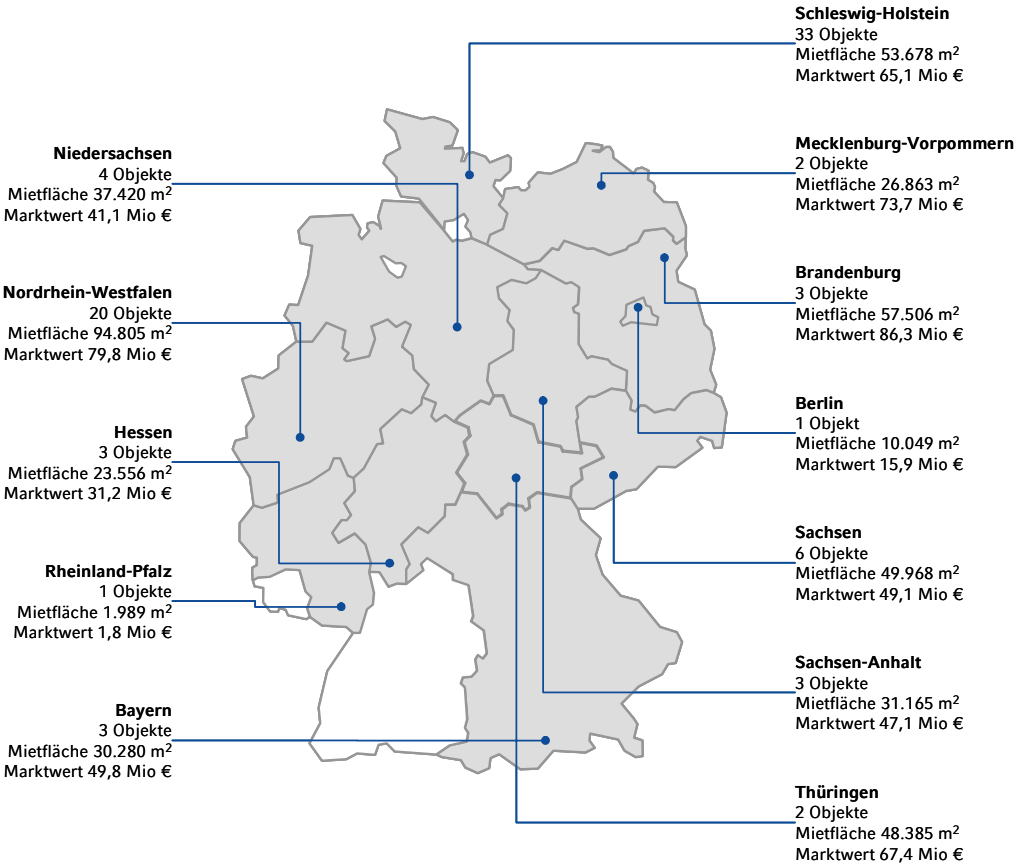
**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research

## Regionale Verteilung

48% des anteiligen Marktwertes befindet sich in den neuen Bundesländern

Geografisch befindet sich das komplette Portfolio von Fair Value in Deutschland. Der Schwerpunkt des Portfolios liegt aktuell mit 48% des anteiligen Marktwertes in den neuen Bundesländern. Dies ist auf die ursprünglich von starken steuerlichen Aspekten getriebene Motivation bei geschlossenen Fonds in den frühen 90er Jahren zurückzuführen.

### Geografische Verteilung der Immobilienobjekte (nicht anteilig, ohne Airport Center)




**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research

### Verteilung nach Segmenten

Angestrebter Mix von Büro zu Einzelhandel zu Logistik von ca. 50:25:25

Basierend auf den anteiligen Mieteinnahmen besteht das Portfolio etwa zu jeweils gut 40% aus Büro und Einzelhandelsimmobilien. Logistikimmobilien machen aktuell 9% des Portfolios aus, und der Rest in Höhe von 5% wird von zwei Hotels gestellt. Hier ist ebenfalls mittelfristig eine Umschichtung im Sinne einer besseren Diversifikation geplant. Der Anteil des Einzelhandels soll laut Management insbesondere zugunsten von Logistikimmobilien reduziert werden. Langfristig strebt das Management einen Mix von Büro zu Einzelhandel zu Logistik von ca. 50:25:25 an.

**Segmentverteilung (anteilig) auf Basis der Potenzialmieten (ohne Airport Center)**

| | |
|---|---|
| Einzelhandel | 44% |
| Büro | 42% |
| Logistik | 9% |
| Sonstiges | 5% |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research

Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge des Gesamtportfolios beläuft sich auf rund sieben Jahre. Dabei unterscheiden sich die einzelnen Segmente relativ stark. Während die durchschnittliche Restmietzeit bei Einzelhandelsobjekten bei 7,1 Jahren liegt, beträgt sie bei den Logistikimmobilien nur 5,2 Jahre. Bedingt durch das direkt gehaltene Sparkassenportfolio (über 13 Jahre Restmietlaufzeit) ergibt sich für das Bürosegment eine relativ hohe Restlaufzeit von 7,9 Jahren.

Überdurchschnittlich geringe Leerstandsrate des Portfolios

Mit rund 4% der Fläche wies zum 31.12.2007 das Immobilienportfolio eine für Gewerbeimmobilien niedrige Leerstandsquote auf. Gemessen an der Potenzialmiete war der Leerstand mit 2,8% sogar noch geringer. Die höchste Leerstandsrate im Portfolio zeigte das Segment der Büroimmobilien mit 3,9%. Im Einzelhandel waren 3,1% und im Logistikbereich 1,8% der potenziellen Mieterlöse nicht vermietet. Besonders hervorzuheben sind die beiden Hotels in der Kategorie „Andere", welche beide voll vermietet sind. Insgesamt sind von den 81 Objekten 56 voll vermietet.

Mit Auslaufen des Mietvertrags zu Jahresbeginn ist der Leerstand im Logistikbereich allerdings um 22.000 qm angestiegen. Bis Ende Mai konnte davon ein Drittel wiedervermietet werden. Zudem gelang im Einzelhandelssegment die Vermietung des Leerstands in Meschede. Auch der Mietvertrag für das Objekt in Emmerich konnte mittlerweile verlängert werden.

Die zehn wichtigsten Mieter stellen 57% der Mieteinnahmen

Per Ende 2007 stehen die zehn wichtigsten Mieter von Fair Value für insgesamt 57% der Mieteinnahmen. Unter den Hauptmietern finden sich viele namhafte Unternehmen mit hoher Bonität. Allerdings fungieren sowohl die IDLG Immobiliendienstleistungen, eine Tochter der Bankgesellschaft Berlin, als auch die BBV Holding AG als Generalmieter. Das Engagement mit Toys´R´Us Deutschland GmbH im Logistikobjekt in Köln ist ausgelaufen. Toys´R´Us hat den Mietvertrag nur für einen Teil der Flächen (Büro) verlängert und dürfte damit im Jahr 2008 aus der Top-Ten-Liste herausfallen.

**Die zehn größten Mieter zum Jahresende 2007 (gewichtet nach Anteil von Fair Value)**

| Mieter | Segment | Einnahmen (in % der kontrahierten Jahresmieten) |
|---|---|---|
| Sparkasse Südholstein | Büro | 12,4 |
| IDLG Immobiliendienstleistungen | Büro | 9,7 |
| Metro AG | Einzelhandel | 8,2 |
| BBV Holding AG | Büro | 5,0 |
| Kaufland Stiftung & Co. KG | Einzelhandel | 4,6 |
| Schweizerhof Hotel GmbH & Co. KG | Andere | 4,1 |
| Marktkauf Handelsgesellschaft | Einzelhandel | 4,0 |
| Toys´R´Us Deutschland GmbH | Logistik | 3,5 |
| HPI Hotelbesitz GmbH | Einzelhandel | 2,7 |
| ABB Grundbesitz GmbH | Logistik | 2,6 |
| **Gesamt** | | **56,7** |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research

## Strategie und Zusammenarbeit mit der IC-Gruppe

Management verfolgt hauptsächlich strategische Aufgaben

Die Fair Value REIT-AG selbst ist hauptsächlich strategisch tätig und profitiert somit vor allem vom Erfahrungsschatz der beiden Vorstände. Die operativen Tätigkeiten sind weitestgehend an Tochterunternehmen der IC Immobilien Gruppe ausgegliedert.

Die schlank aufgestellte Fair Value REIT-AG sieht sich als aktiver Portfoliomanager, der Gewichtungsanpassungen entsprechend der Entwicklungszyklen der Immobilienklassen vornimmt, Investmentvorgaben definiert und überwacht. Ebenfalls zu den Aufgaben des Fair-Value-Managements gehören die Risikoüberwachung sowie die Auswahl und die Qualitätskontrolle der externen Dienstleister.

Auch auf Objektebene fällt das Management der Fair Value REIT-AG alle strategischen Entscheidungen. Dies beginnt bei der Entscheidung über einen Ankauf. Zudem wird das Jahresbudget auf Objektebene festgelegt und gegebenenfalls geändert. Es werden Entscheidungen über Refurbishments und Mieterstruktur getroffen. Ausdrücklich zum Geschäftsmodell gehört auch der Verkauf von Immobilien. Das Management entscheidet dabei auch, ob vor dem geplanten Verkauf gegebenenfalls Renovierungsmaßnahmen und Vermietungen vorgenommen werden.

Die wesentlichen operativen Leistungen werden von der IC Immobilien Gruppe erbracht. Dazu gehören unter anderem das Reporting, aber auch die Due Diligence und die Marktumfeldbeobachtung potenzieller Investitionsobjekte. Der Vorstand trifft auf Basis der Vorleistungen alle strategischen und unternehmenspolitischen Entscheidungen.

Enge Verflechtung mit der IC Immobilien Gruppe

Da die Fair Value eng mit der IC Immobilien Gruppe – sowohl durch ihre Herkunft als Beteiligungsgesellschaft der IC als auch durch den bisherigen Karriereweg des Managements und die Nutzung von Räumlichkeiten der IC Gruppe bis Oktober 2007 – verwoben ist, sollte der Marktkonformität der Vertragsbedingungen für die Serviceverträge ein besonderes Augenmerk gelten. Wir halten die Bedingungen und die Fee-Struktur für marktgemäß.

Folgende Leistungsverträge wurden mit der IC Immobilien Gruppe vereinbart:

### A) Entwicklung und Konzeption eines REIT (mit IC Fonds GmbH 2007/08)

Machbarkeitsstudien, Business Plan

Für die Konzeption und Entwicklung des REIT wurde eine Einmalgebühr auf den gesamten Marktwert sämtlicher Objekte (anteilig) zum 31. Dezember 2007 gezahlt.

**Kostenstaffelung für REIT-Konzeption**

| Berechnungsgrundlage: Marktwert in Mio € | Pauschalgebühr |
|---|---|
| Für den Teil bis 250 | 1,25% |
| Für den Teil 250 – 500 | 1,00% |
| Für den Teil 500 – 750 | 0,75% |
| mehr als 750 | 0,25% |

**Quelle** Fair Value REIT-AG

Die Kosten haben das HGB-Ergebnis belastet und sind u.E. der Grund dafür, dass für 2007 keine Dividende gezahlt wurde.

### B) Asset Management und Unternehmensdienstleistungsvertrag (mit IC Fonds GmbH Jul/07-Jul/11)

Asset Management und buchhalterische Betreuung

Dieser Vertrag umfasst das operative Asset Management und die buchhalterische Betreuung aller Immobilien der Fair Value, die Kontrolle und Überwachung der lokalen Immobilienverwalter, die Identifikation von potenziellen Investitionsobjekten und Überwachung der Due Diligence sowie die Aufstellung aller Quartals-, Halbjahres- und Jahresabschlüsse (auf IFRS-Basis).

Der Vertrag über das Asset Management und den Corporate Service kennt zwei Arten von Gebühren: Jährlich fällige Servicegebühren und einmal fällige Erfolgsprämien.

Als Serviceprovision ist für das Jahr 2007 eine Einmalzahlung von 850.000 € vereinbart, ab 2008 erfolgt eine Berechnung der Fee auf Grundlage der auszuzahlenden Dividende (90% des Ertrages müssen lt. REIT-Gesetz ausgeschüttet werden).

Insgesamt 20% der Dividende (iterative Rechnung nach Abzug der Servicegebühr) werden als Servicegebühr für die hier erbrachten Leistungen in Rechnung gestellt (Reporting, Buchhaltung, Marktanalysen). Sollten bereits vorab auf Ebene der Fondsgesellschaften Zahlungen an die IC Immobilien Gruppe für vergleichbare Leistungen erfolgt sein, werden diese bei der Servicegebühr angerechnet. Es erfolgt also keine Doppelbelastung.

Die Erfolgsprämie wird sowohl bei Investments als auch bei Veräußerungen fällig. Die Prämie beläuft sich auf 0,5% des Marktwertes zum Zeitpunkt der Abwicklung. Aufwendungen für externe Dienstleister wie z.B. Rechtsberater oder Wirtschaftsprüfer müssen zusätzlich von der Fair Value REIT-AG getragen werden. Diese Gebühr wird auch im Falle der Erhöhung von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds bis zu 18 Monate nach der ursprünglichen Transaktion fällig. Sollten Unternehmen der IC Immobilien Gruppe an der Durchführung der Transaktion als Makler oder Berater gegen Entgelt beteiligt gewesen sein, entfällt diese Fee.

### C) Immobilienverwaltungsvertrag (mit IC Immobilien Service GmbH Jul/07-Jul/11)

Gebäudeverwaltung, Mietkonzepte, Budgetierung

Der Immobilienverwaltungsvertrag umfasst die kaufmännische und technische Gebäudeverwaltung (Grundstücks-, Mieter- und Vertragsmanagement), die Entwicklung und Durchführung von Mietkonzepten entsprechend der strategischen Vorgaben von Fair Value sowie die jährliche Budgetierung auf Einzelobjektbasis. Zudem besteht eine Meldeverpflichtung bei Ertragsabweichungen von 5% und Aufwandsabweichungen von 10%.

Für die Bewirtschaftung der Immobilien erhält die IC Immobilien Service GmbH eine jährliche Rate von 3% der Jahres-Istmiete ohne Nebenkostenumlage. Zusätzlich wird für die Neuvermietung von Objekten eine Provision in Höhe von 5% der Gesamtmieteinnahmen über den kompletten Mietzeitraum an die IC fällig. Erfolgt eine Anschlussvermietung ist eine Provision in Höhe von 2% vereinbart. Für die Höhe der Vermietungsprovision wurde eine Obergrenze von drei Monatsmieten festgelegt.

Für außerordentliche Projekte, bauliche Maßnahmen sowie besondere Sanierungsfälle werden für die kaufmännische Betreuung zusätzliche Vergütungen an die IC Immobilien Service GmbH in Anlehnung an den in Rechnung gestellten Betrag fällig.

**Vergütung für die kaufmännische Betreuung technischer Leistungen**

| Rechnungsbetrag (€) | Provision |
|---|---|
| > 1.000.000 | 5% |
| > 100.000 | 10% |
| < 100.000 | 15% |

**Quelle** Fair Value REIT-AG

# Marktumfeld

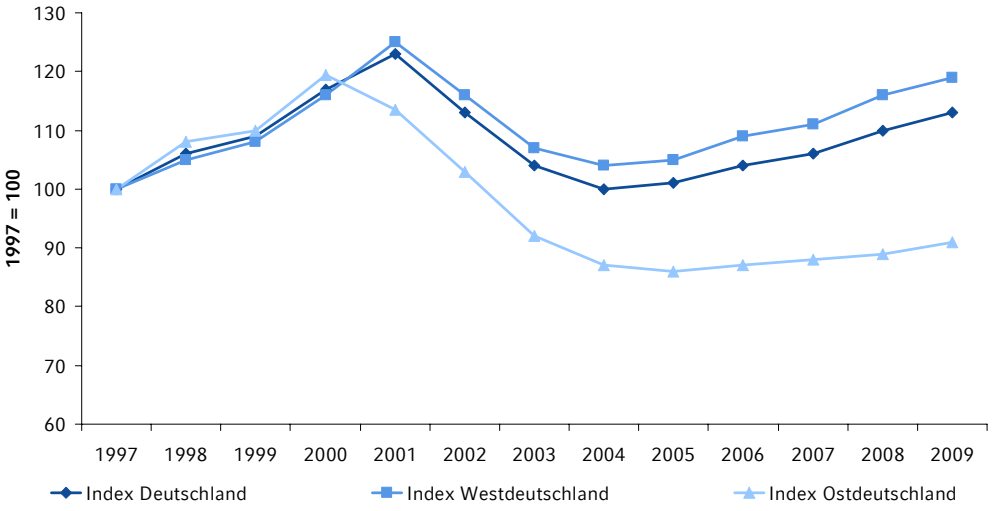
**Die deutschen Gewerbeimmobilienmärkte scheinen das Tal der Tränen durchschritten zu haben. Zumindest in Spitzenstandorten gehen die Leerstände zurück, die Mieten bewegen sich im Allgemeinen wieder aufwärts, und auch die Preise sind in den Jahren 2006 und 2007 gestiegen (was sich in den gesunkenen Mietrenditen widerspiegelte). Allerdings machen sich derzeit die Auswirkungen der Finanzmarktkrise bemerkbar, wodurch Immobilienfinanzierungen erschwert, verteuert und verzögert werden. Daher ist im laufenden Jahr mit höheren Anfangsrenditen bzw. niedrigeren Mietmultiplikatoren zu rechnen. Für die Mietentwicklung sind wir jedoch weiter zuversichtlich. Die nach wie vor relativ robuste inländische Wirtschaft sowie das geringe Neubauvolumen lässt weiter steigende Mieten sowie sinkende Leerstände erwarten. Per saldo ist wohl für 2008 mit leicht rückläufigen Immobilienpreisen zu rechnen.**

## Büromieten: Talsohle durchschritten

Seit 2005 erst Stabilisierung und nun erkennbarer Aufwärtstrend ab 2006

Ab 2001 gingen die Preise deutscher Büroimmobilien auf Talfahrt. Erst im Jahr 2005 zeichnete sich zuerst in einigen Märkten eine Stabilisierung ab, und im Jahr 2006 konnte zumindest an den fünf wichtigsten Standorten eine Aufwärtsbewegung festgestellt werden, die bis zur Jahresmitte 2007 anhielt. Seither sind die Anfangsrenditen wieder rückläufig. Die Mieten an den Spitzenstandorten bewegen sich allerdings weiter nach oben und die Leerstände gehen weiter zurück. Deutlicher fällt der Rückgang aus, wenn die Leerstände einschließlich der Untervermietungen betrachtet werden.

**Talsohle bei den Mieten durchschritten**




Index für die Standorte Berlin, Dresden, Düsseldorf, Frankfurt /Main, Hamburg, Köln, Leipzig, München, Stuttgart
Indexgewichtung der Standorte entsprechend dem mittleren 10-jährigen Flächenumsatz

**Quelle** Degi Research

## Entwicklung an den fünf wichtigsten Büroimmobilienstandorten in Deutschland

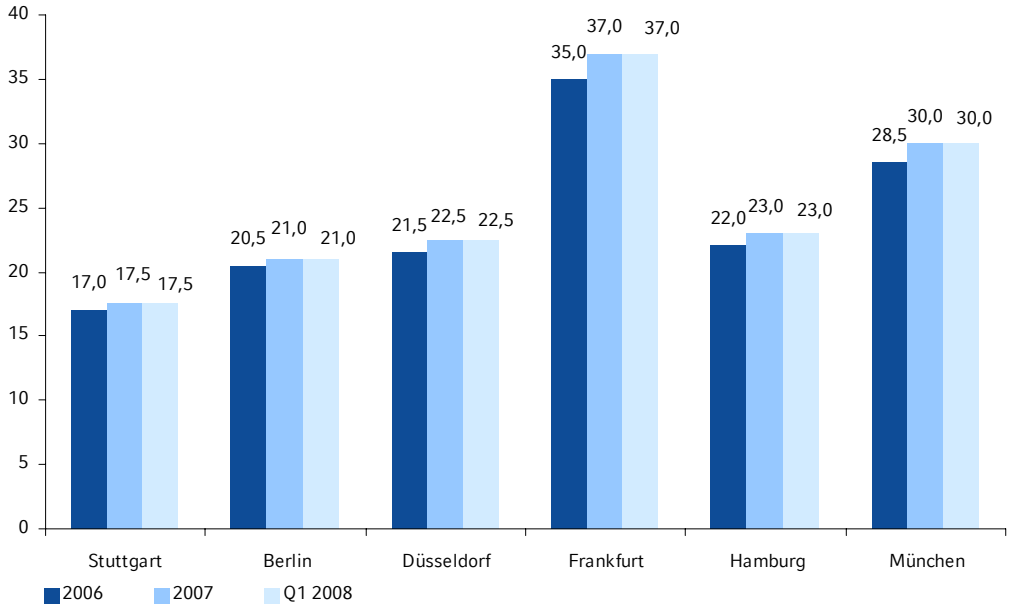
| Jahr | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Q1 2008 |
|---|---|---|---|---|---|
| Umsatz (kumulativ) (m²) | 1.898.100 | 2.231.300 | 2.650.500 | 2.973.200 | 638.700 |
| Bestand (Mio m²) | 67,06 | 67,81 | 68,29 | 69,63 | 69,67 |
| Leerstand exkl. Untermieterflächen (m²) | 6.508.900 | 6.947.300 | 6.743.600 | 6.318.600 | 6.198.500 |
| Leerstand exkl. Untermieterflächen (%) | 9,7 | 10,2 | 9,9 | 9,1 | 8,9 |
| Leerstand inkl. Untermieterflächen (m²) | 7.523.800 | 7.707.400 | 7.315.700 | 6.733.100 | 6.592.000 |
| Leerstand inkl. Untermieterflächen (%) | 11,2 | 11,4 | 10,7 | 9,7 | 9,5 |
| **gew. Durchschnittsmiete (€/m²/Monat)** | **12,80** | **12,67** | **13,77** | **13,90** | **14,00** |

**Quelle** Jones Lang LaSalle

Aufwärts geht es zuerst an den Spitzenstandorten: Hamburg und München Vorreiter

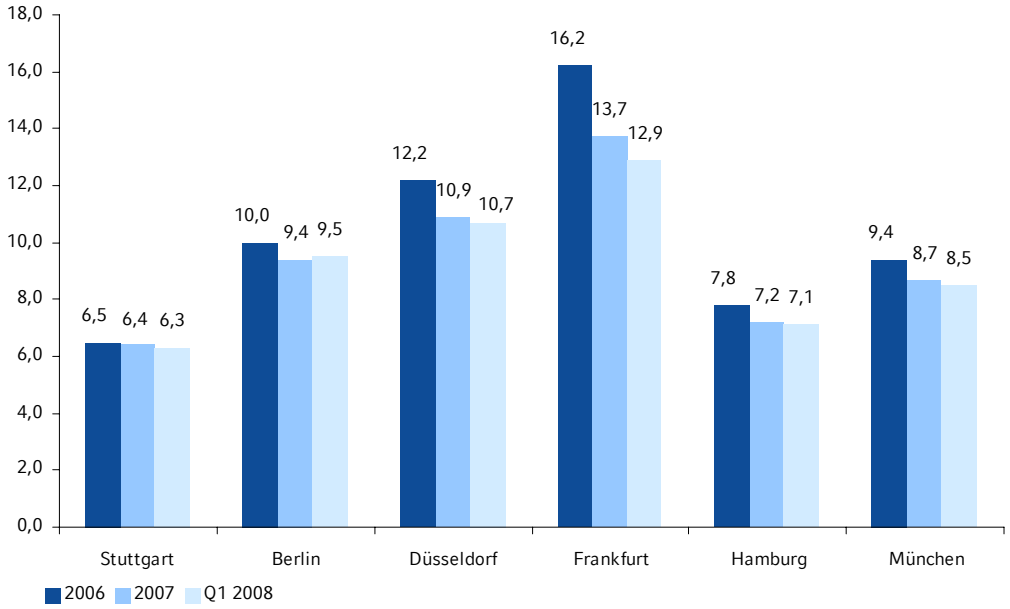
Im Vergleich der fünf großen inländischen Bürostandorte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München sind dennoch Unterschiede festzustellen. So zogen die Spitzenmieten in München und Hamburg bereits 2005 an (Märkte mit durchschnittlich niedrigeren Leerständen). Düsseldorf und Frankfurt folgten 2006 trotz weiterhin hoher Leerstände. Hinsichtlich der Bundeshauptstadt sind sich die Beobachter uneins: Nach Jones Lang LaSalle ergab sich eine Steigerung, während IVG Berlin nur eine Stagnation zugesteht. Im Jahr 2007 aber sind die Mieten an allen Spitzenstandorte gestiegen.

### Weiter gestiegene Mieten in 2007




**Quelle** Jones Lang LaSalle, April 2008

**Abbau der Leerstände**




**Quelle** Jones Lang LaSalle, April 2008

Gesamtmarkt bisher nur marginal verbessert

Dies gilt jedoch nur für die Spitzenstandorte. Eine differenziertere Betrachtung von Bulwien-Gesa auf Basis von 125 Städten kommt für ganz Deutschland auf eine marginale Steigerung der Spitzenmiete von 13,10 auf 13,20 € je qm. Bei den Durchschnittsmieten ergibt sich im Gegensatz zu den Spitzenstandorten insgesamt noch keine Steigerung. Für 2007 dürfte sich bei den Durchschnittsmieten nur ein leicht höheres Niveau ergeben haben.

Neubaupläne sprießen bereits wieder

Die Trendwende an den Spitzenstandorten hat auch die Neubauvorhaben wieder in Fahrt gebracht. Zwar dürfte das Jahr 2007 mit rund 650.000 qm das Jahr mit der niedrigsten Fertigstellung von Büroflächen seit der Jahrtausendwende geworden sein, doch hat Jones Lang LaSalle für das Jahr 2008 bereits knapp 900.000 qm identifiziert, die an den Markt kommen sollen, davon allerdings weniger als die Hälfte spekulative Fertigstellungen. Für 2009 werden fast 1,2 Mio qm erwartet, mit einem Anteil von spekulativen Fertigstellungen von weniger als 60%. Relativ zum Gesamtbestand sind dies 1,7%.

**Prognostizierte Fertigstellungen (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München)**

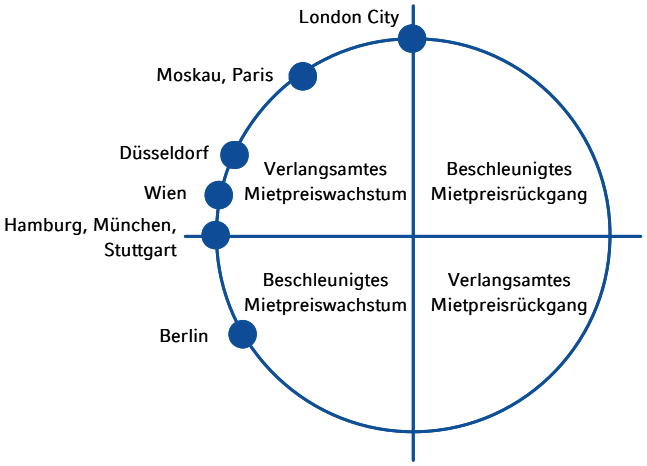
| Jahr | Fertigstellungen, spekulativ (m²) | Fertigstellungen, vorvermietet (m²) | Fertigstellungen, Eigennutzer (m²) | Summe | Fertigstellung/ Leerstand exkl. Untermieterfläche 2007 | Fertigstellung/ Leerstand inkl. Untermieterfläche 2007 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2008 | 378.700 | 208.600 | 288.200 | 875.500 | 13,86% | 13,00% |
| 2009 | 655.100 | 401.400 | 99.400 | 1.155.900 | 18,29% | 17,17% |
| 2010 | 575.900 | 175.400 | 205.000 | 956.300 | 15,13% | 14,20% |

**Quelle** Jones Lang LaSalle, WestLB Research

Immobilienuhr tickt in die richtige Richtung

Auch die berühmte Immobilienuhr von Jones Lang LaSalle weist darauf hin, dass die Büromietenentwicklung an den deutschen Büroimmobilienmärkten weiter aufwärts gerichtet ist. Auch Berlin hat den Tiefpunkt bei den Mieten hinter sich gelassen.

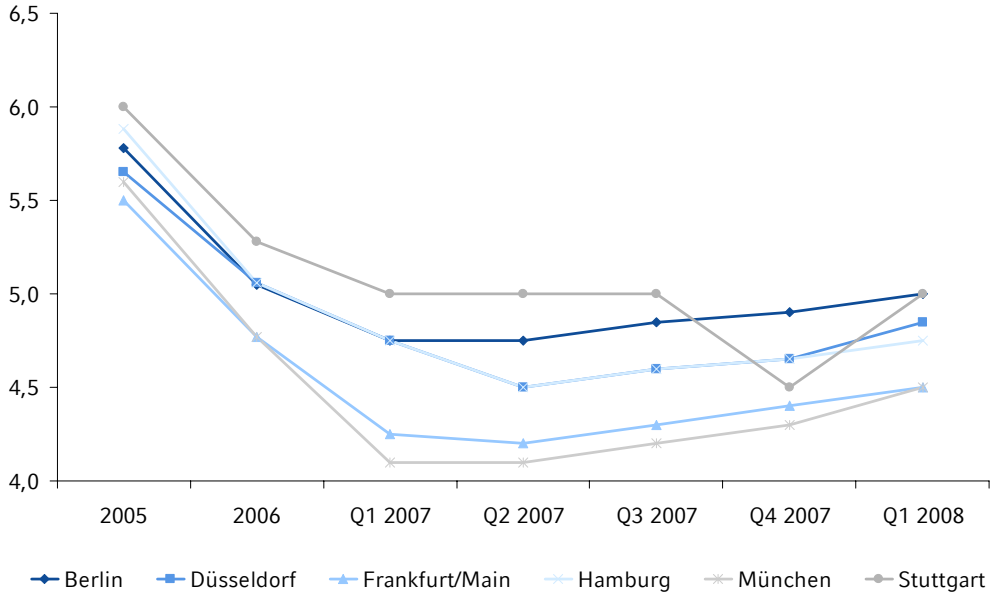
### Weiter steigende Büromieten in Deutschland




**Quelle** Jones Lang LaSalle, April 2008

Hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Anfangsrenditen sind wir angesichts des Anhaltens der Finanzkrise für das laufende Jahr noch negativ gestimmt. Da wir allerdings den Höhepunkt der Krise für überwunden halten, sollte sich 2009 kein weiterer Anstieg ergeben.

### Jüngste Entwicklung der Spitzenrenditen (%)




**Quelle** Jones Lang LaSalle

Regionalmarkt im Aufwärtstrend

Der Büroimmobilienmarkt in den Regionalstandorten zeichnet sich gegenüber den großen Zentren durch höhere Anfangsrenditen, niedrigere Leerstände (besonders ausgeprägt bei der Betrachtung allein der Standorte in den alten Bundesländern) und eine geringere Volatilität bei den Leerständen aus.

Angesichts der im Vergleich zum Bestand sogar niedrigeren Neubautätigkeit gibt es auch in den Regionalzentren bei guter Objektqualität Mietsteigerungspotenzial. Da sich die großen internationalen Investoren auf die Topstandorte fokussieren, dürften im Regionalmarkt deutlich höhere Mietrenditen erzielt werden.

# Zweiteilung bei den Einzelhandelsimmobilien

Zweiteilung des Marktes

Im Bereich der Retail-Immobilien beobachten wir eine Zweiteilung des Marktes. Von den viel beklagten Umsatzeinbußen im Einzelhandel blieb nämlich der Markt für Einkaufszentren vollkommen verschont. Dafür sieht es in den Fußgängerzonen – insbesondere der kleineren und mittelgroßen Städte sowie verschiedenster Stadtteilzentren – häufig immer trister aus. Diese Entwicklung ist naturgemäß verstärkt in Städten oder Gemeinden mit schwacher demografischer Entwicklung zu beobachten.

Konsumklima

Eine grundlegende Besserung sehen wir für die betroffenen Innenstädte selbst bei einer Erholung des Konsumklimas nicht. Entgegen vielfacher Befürchtungen hat sich die Mehrwertsteuererhöhung, abgesehen von einer leichten Delle im ersten Halbjahr 2007, nicht nachhaltig auf die Einzelhandelsumsätze ausgewirkt. Die verbesserten konjunkturellen Aussichten in Deutschland haben dem deutlich entgegengewirkt. Allerdings dürften die jüngst gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise das Konsumklima belasten.

Spitzenlagen in Metropolen bieten langfristig solide Perspektiven, …

Die Spitzenlagen einiger Großstädte weisen seit 2004 oftmals steigende Mieten auf und bieten wohl auch langfristig solide Perspektiven im Retail-Segment außerhalb etablierter Shoppingcenter. Je nach Lage und Ausgestaltung der Mietverträge dürften zudem Fachmarktzentren gute Renditen abwerfen.

… was dazu führt, dass dort auch niedrigere Anfangsrenditen akzeptiert werden

Allerdings spiegeln sich die guten Perspektiven für Spitzenlagen in Großstädten in deutlich niedrigeren Anfangsrenditen wider, während in weniger begehrten Lagen auch höhere Renditen winken. In den sieben deutschen Metropolen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart bewegen sich die Mietrenditen im Durchschnitt nach Angaben von AtisReal um 5,0%. Dabei wurden in München auch teilweise Renditen von 4,3% akzeptiert. Die Renditen in Düsseldorf und Köln dagegen lagen leicht über 5%.

Anders sieht es im Osten oder im Ruhrgebiet aus

In den übrigen deutschen Großstädten werden deutlich höhere Anfangsrenditen erzielt. Dabei werden in den ostdeutschen Metropolen Leipzig und Dresden ca. 6,5% akzeptiert. Auch in den Zentren der Problemstädte des Ruhrgebiets kommen die Mietrenditen der 10%-Marke sehr nahe.

Spitzenrenditen im Einzelhandel unter 5%

Im Jahr 2007 sind die Spitzenrenditen für deutsche Einzelhandelsimmobilien relativ stabil geblieben. Bei Fachmarktzentren ergab sich erstmals seit 2003 in der zweiten Jahreshälfte eine leichte Steigerung um 0,25 %. Bei Shoppingcentern verharrte das Niveau auch im zweiten Halbjahr bei 4,5%. Geschäftshäuser in erstklassigen Einzelhandelslagen wurden mit Renditen um durchschnittlich 4,7% gehandelt.

Teils kräftige Steigerungen in 2007

Die Spitzenmieten zogen 2007 an den meisten Standorten deutlich an. Mit Zuwächsen von 8,3% und 7,9% lagen Berlin und München hier an der Spitze, während die anderen Topstandorte Düsseldorf, Hamburg und Frankfurt „nur“ mit Mietsteigerungen zwischen 4,5 und 5,3% aufwarten konnten.

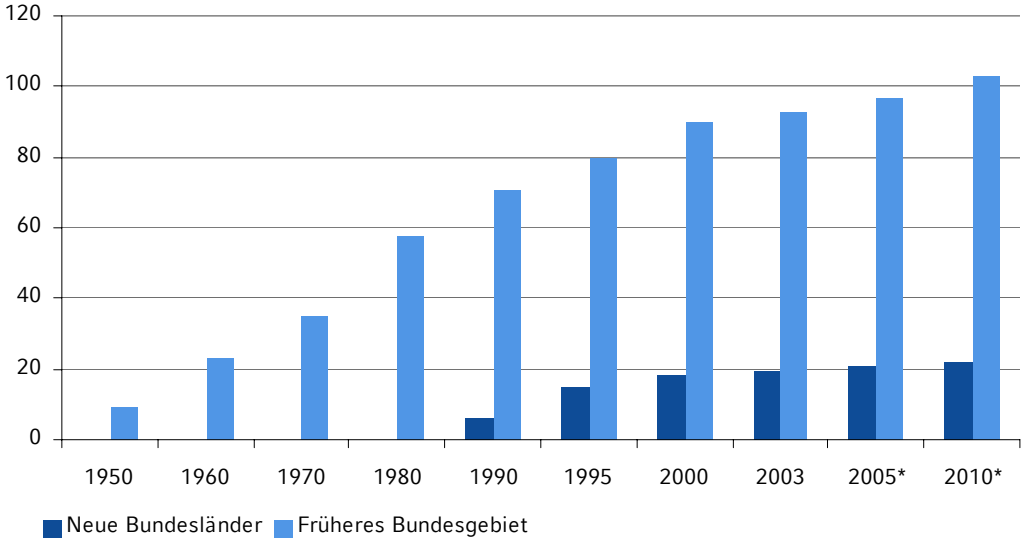
Leicht höhere Renditen erwartet

Für 2008 erwarten wir wie im Bürobereich höhere Anfangsrenditen aber eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung der Mieten an Topstandorten.

Deutsche Einzelhandelsfläche beträgt ca. 118 Mio qm

Deutschland verfügt über eine Einzelhandelsfläche von insgesamt 118 Millionen qm (2005). Dies entspricht einer Einzelhandelsfläche pro Kopf von 1,4 qm, was im europäischen Vergleich einen überdurchschnittlichen Wert darstellt. Von der gesamten Einzelhandelsfläche entfielen rund 97 Millionen qm auf die alten und ca. 21 Millionen qm auf die neuen Bundesländer.

**Flächenentwicklung im Einzelhandel (Mio qm)**




* Prognose

**Quelle** BulwienGesa AG

Steigende Pro-Kopf-Versorgung

Hinsichtlich der Flächenentwicklung hat der deutsche Einzelhandel seit 1990 einen Anstieg von rund 50% zu verzeichnen. Auch künftig erwarten wir, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Bis 2010 rechnet der Hauptverband des Deutschen Einzelhandels (HDE) mit rund 125 Millionen qm Einzelhandelsfläche. Einhergehend mit der prognostizierten Bevölkerungsentwicklung dürfte die Einzelhandelsfläche pro Kopf aber nur leicht auf 1,5 qm ansteigen und erst im Zuge des einsetzenden Bevölkerungsrückgangs ab 2010 deutlich zunehmen.

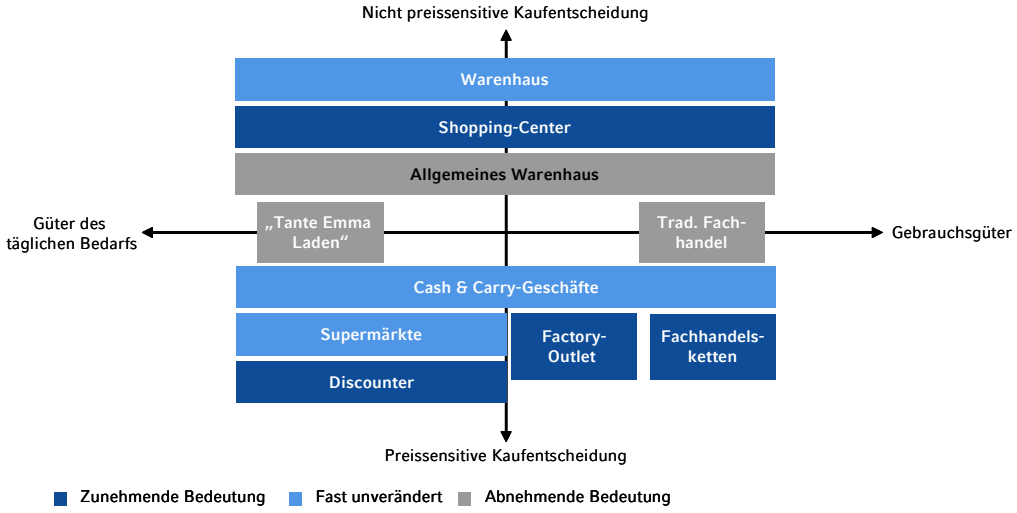
Einzelhandelsumsatz stagniert

Der Einzelhandelsumsatz im engeren Sinne (ohne Kfz-Handel, Kraft- und Brennstoffe sowie Apotheken) betrug 2006 in Deutschland etwa 393 Mrd €, entsprechend einem Anteil von rund 29% an den gesamten privaten Konsumausgaben. Jedoch ist dieser Anteil an den privaten Konsumausgaben bereits seit Beginn der 90er Jahre rückläufig. Dieser Trend wird sich u.E. auch mittel- bis langfristig weiter fortsetzen. Danach soll der Anteil des Einzelhandelsumsatzes an den privaten Konsumausgaben laut Jones Lang LaSalle auf weniger als 25% absinken.

Klassischer Fachhandel verliert Marktanteile, …

Im deutschen Einzelhandel verteilt sich die gesamte Verkaufsfläche auf sehr unterschiedliche Formate, die wiederum an sehr unterschiedliche Retail-Immobilien gebunden sind. Dabei verändert sich die Struktur bei den Marktanteilen in den letzten Jahren deutlich. Die traditionellen Fachgeschäfte spielen noch immer die größte Rolle im Einzelhandel, verlieren jedoch seit Jahren massiv Marktanteile. Ihr Marktanteil schrumpfte von 50% im Jahr 1980 auf rund 25% im Jahr 2005. Dieser Trend dürfte sich nach Branchenmeinung (Jones Lang LaSalle) auch zukünftig fortsetzen, sodass die traditionellen Fachgeschäfte den größten Verlierer des Strukturwandels darstellen.

**Polarisierung im deutschen Einzelhandel**




**Quelle** DB Research

… Discounter gewinnen dagegen

Auf der Gewinnerseite stehen dagegen die vertikalen Einzelhändler sowie die Lebensmitteldiscounter, die die Grundversorgung der Verbraucher in Zukunft dominieren und sichern werden. Bereits heute wird mehr als ein Drittel des Umsatzes im Lebensmitteleinzelhandel von Discountern generiert. Ebenfalls zu den Gewinnern zählen gut geführte Shopping-Center, die verschiedene Betriebsformen unter einem Dach vereinen.

# Der Markt für Logistikimmobilien

Der Investmentmarkt für Logistikimmobilien stellt mit einem im Jahr 2007 gehandelten Marktvolumen von 2,62 Mrd € (+11% ggü. 2006) ein relativ kleines und spezialisiertes Segment in der Anlageklasse Immobilien dar.

Weiterhin dynamisches Wachstum für den Logistikmarkt erwartet

Der Logistikmarkt in Deutschland ist laut Logistikimmobilien-Report 2008 von Jones Lang LaSalle in den vergangenen beiden Jahren um ca. 8% jährlich gewachsen. Die Aufwendungen der deutschen Wirtschaft für Logistik dürften 2006 schätzungsweise 189 Mrd € erreicht haben, und in der Branche werden in Deutschland ca. 2,5 Millionen Menschen beschäftigt. Getrieben durch Logistikexpansionen von Post und Bahn befindet sich die Branche in einem von Konsolidierungen geprägten Zustand, auf dem kleinere Logistikunternehmen, die keinem großen Lieferverbund angehören und keine besondere Spezialisierung aufweisen, zunehmend unter Druck geraten. Auf der anderen Seite wachsen die großen Logistikanbieter, und die Nachfrage nach speziellen, den Kundenanforderungen entsprechenden Immobilien wird nach Jones Lang LaSalle deutlich ansteigen.

### Angebot

Nachfrage nach Logistikimmobilien hat stark angezogen

In den sechs wichtigsten Ballungsräumen standen Ende 2007 Flächen in Höhe von etwa 13,2 Mio qm zur Verfügung, die sich auf ca. 670 Logistikimmobilien verteilten. Berücksichtigt sind dabei nur Objekte, deren Spezifikationen der aktuellen Nachfragesituation in Größe (>8.000 qm, Lagerhöhe >6,5m, Baustandard nach 1985) noch entsprechen. Ende 2007 befanden sich in den „Big 5“-Ballungsräumen mit noch 0,35 Millionen qm insgesamt im Bau, wovon ca. 75% für Eigennutzer oder bereits feststehende Mieter errichtet wurden. Außerhalb dieser Regionen befanden sich zum Jahresende 2007 noch etwa 1,2 Mio qm im Bau.

## Lagen

Deutschland rückt durch die EU-Osterweiterung in den Mittelpunkt

Die Bundesrepublik Deutschland bietet aufgrund ihrer zentralen Lage seit der EU-Osterweiterung und durch die relativ geringen Mietpreise eine gute Investitionsbasis auch für ausländische Logistikanbieter. Somit werden Logistikimmobilien zunehmend nicht mehr nur von deutschen, sondern auch von ausländischen Logistikanbietern nachgefragt.

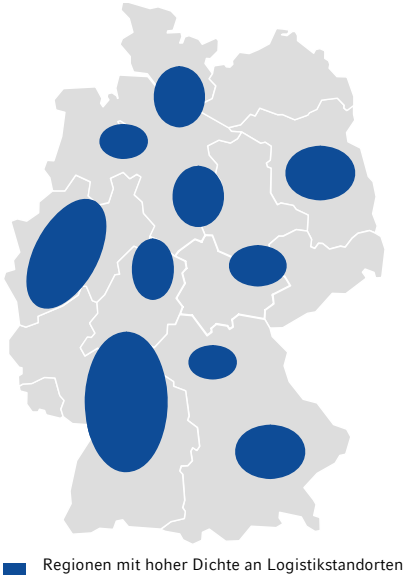
Ballungsgebiete …

Die Hauptzentren der Logistikimmobilien bilden die Ballungsräume um Hamburg, Frankfurt, Berlin, München und Düsseldorf (sog. „Big 5") sowie das Ruhrgebiet. Sie zeichnen sich durch einen großen zu versorgenden Bereich im direkten Umkreis, eine gute Verkehrnetzanbindung sowie teilweisen Zugang zu Häfen oder Flughäfen aus.

… oder spezielle Regionen mit guten Eigenschaften für die Logistikbranche

Des Weiteren heben sich spezielle Regionen durch die Ansiedlung von logistikintensiven Unternehmen ab. Ein Beispiel hierfür ist der Großraum Leipzig mit seiner Automobilindustrie. Auch eine besonders zentrale Lage, wie Kassel/Bad Hersfeld, oder die Nähe zu Autobahnkreuzen machen Regionen für die Logistikbranche interessant.

### Logistikregionen in Deutschland



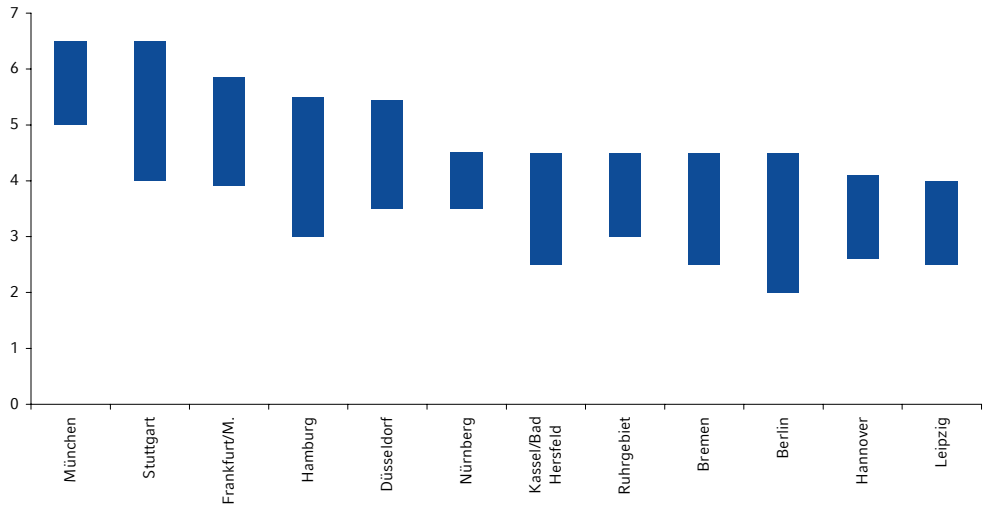

**Quelle** Jones Lang LaSalle

## Miete

Deutliche regionale Mietunterschiede

Die Mietentwicklung für Logistikimmobilien hat sich in den vergangenen Jahren stabilisiert, nachdem bis 2002 durch den erhöhten Wettbewerb der Investoren und Projektentwickler die Mieten deutlich gefallen waren. Allerdings variieren die Mietpreise deutlich zwischen den Regionen und den einzelnen Ballungsräumen.

**Mietpreisspanne (€ je qm)**

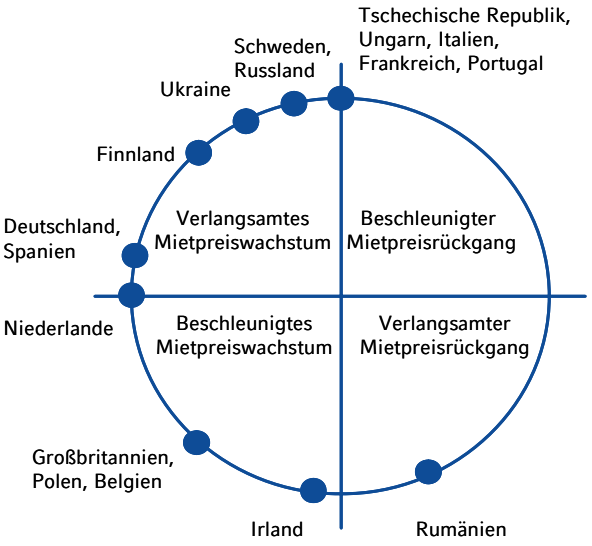



**Quelle** Jones Lang LaSalle

Konjunktur und Angebot bietet Spielraum für Mietsteigerungen

Aufgrund der besser als erwartet verlaufenden Konjunktur und der geringen Leerstände ist nach Jones Lang LaSalle 2008 ein Anstieg der Mieten wahrscheinlich. Die Spitzenrenditen für Logistikimmobilien lagen von 1998 bis 2004 in den fünf Topregionen zwischen 7 und 8%. In den Jahren 2005 und 2006 zogen die Preise an und die Renditen ermäßigten deutlich in die Region zwischen 6 und 7% ein. Seit Herbst 2007 sind infolge der Finanzkrise die Renditen leicht angezogen und lagen am Jahresende 2007 für die Spitzenregionen zwischen 6,15 und 6,75%.

**Immobilienuhr von Jones Lang LaSalle für Logstikimmobilien**




**Quelle** Jones Lang LaSalle

# G-REITs

Startschuss ist gefallen

Ende März 2007 wurde vom Bundestag und Bundesrat nach langer Debatte endlich das Gesetz über die Einführung von REITs in Deutschland beschlossen. Wir geben einen Überblick über die Eckpunkte:

## Das „G-REIT"-Gesetz

Eine neue Asset-Klasse im Immobilienbereich

Rückwirkend zum 1. Januar 2007 wurde die Einführung steuerbegünstigter Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland („G-REITs") verabschiedet. Der G-REIT wird, wie in vielen anderen Ländern auch, eine neue Asset-Klasse im Immobilienbereich bilden, die aufgrund ihrer rechtlichen Rahmenbedingungen besonderen Gesetzmäßigkeiten folgt.

**Unternehmen bietet sich Potenzial**

Trennung vom Immobilienvermögen wird erleichert

Die Unternehmen profitieren durch die Einführung von REITs. Durch die steuerliche Vergünstigung (Exit-Tax) bei der Aufdeckung stiller Reserven im Rahmen eines Verkaufs inländischer Immobilien an einen G-REIT können sie ihre Immobilienquote in der Bilanz gezielt reduzieren. Durch die Möglichkeit von Sale-and-Lease-back-Transaktionen mit einem G-REIT ist diese Option auch für das betriebsnotwendige Immobilienvermögen interessant. Insbesondere für Konzerne mit umfangreichen bilanziellen Immobilienvermögen erscheint eine kritische Prüfung der G-REIT-Potenziale sinnvoll. Aber auch für andere Immobilieneigentümer kann der G-REIT ein Exit-Vehikel sein.

**Der Weg zum G-REIT:**

- Strukturoptimierung im Vor-REIT
- Verkauf, Einbringung oder Ausgliederung von Immobilien
- Registrierung der AG als Vor-REIT
- Strukturierung der Aktiva gemäß REIT-Gesetz

Vor-REIT …

Konsequenz: Exit-Tax für Immobilienverkäufer bereits anwendbar

- Erlangung des „vollen" G-REIT-Status nach spätestens drei Jahren
- Listing, Aktienstreuung und Höchstbeteiligung
- Handelsregistereintragung als REIT-AG

… und REIT-AG

Konsequenz: Volle Steuertransparenz der REIT-AG

## Gesetzliche Anforderungen an G-REITs

**Rechtsform und Börse**

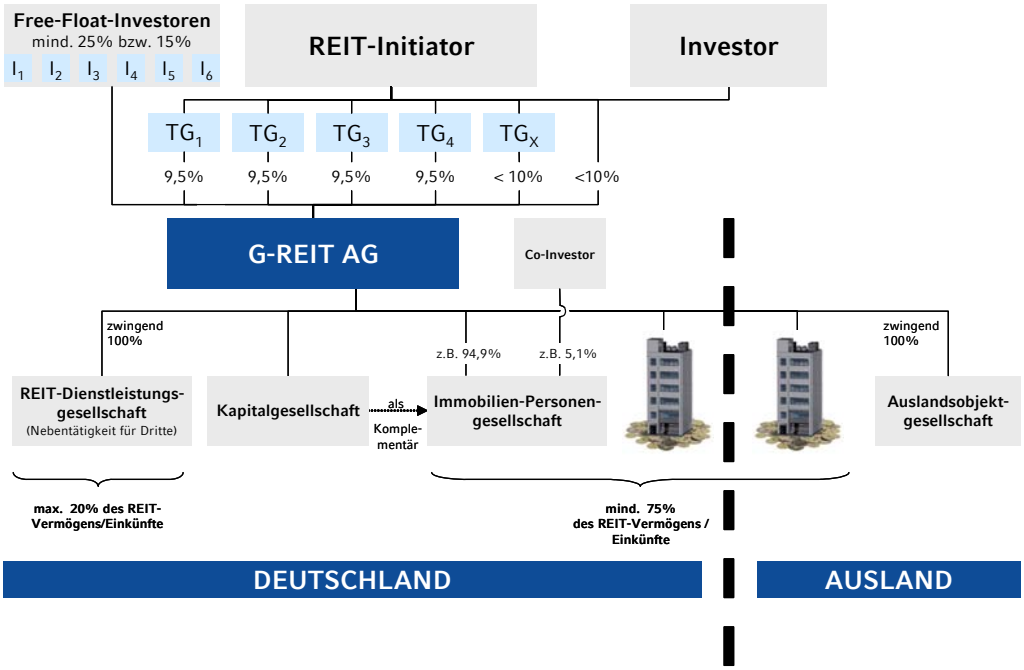
- Erforderlich ist eine rechtliche Ausgestaltung als Aktiengesellschaft (AG) gemäß Aktiengesetz mit spezifischen Regelungen (mind. 15 Mio € Grundkapital).
- Firmensitz und Geschäftsleitung müssen sich in Deutschland befinden.
- Die Firma muss die Bezeichnung „REIT" enthalten; diese ist gesetzlich geschützt.
- Die REIT-AG muss intern besetzte Organe laut Aktiengesetz aufweisen, alle operativen Tätigkeiten können von Dritten erbracht werden.

- Obligatorische Börsennotierung in einem organisierten Markt der EU, spätestens binnen drei Jahren nach Gründung der Vor-REIT-AG.
- Private REITs werden nicht anerkannt.
- Im Zulassungsprospekt sind Wertgutachten zum Vermögen des Emittenten aufzunehmen (lt. CESR-Richtlinie).
- Ausschließlich stimmberechtigte Stückaktien gleicher Gattung erlaubt (Inhaber-, Namens- oder vinkulierte Namensaktien).

**Streubesitzregelungen**

- Mind. 15% der REIT-Aktien (Stimmrechte) müssen dauerhaft von Aktionären gehalten werden (zum Zeitpunkt der Börsenzulassung mind. 25%), die jeweils weniger als 3% der REIT-Aktien halten.
- Der REIT muss der BaFin den Streubesitz auf Basis der Aktionärsmeldungen jährlich nachweisen.
- Kein Aktionär darf 10% oder mehr der REIT-Aktien direkt halten. Andernfalls werden ausländische Aktionäre mit Blick auf die Doppelbesteuerungsabkommen so behandelt, als ob sie mit weniger als 10% beteiligt sind („treaty override").
- Über Tochtergesellschaften ist eine indirekte Beteiligung bis zu 85% möglich.

**Strukturvoraussetzung des G-REITs**




**Quelle** Westdeutsche ImmobilienBank

### Tätigkeiten

- Die REIT-AG ist beschränkt auf den Erwerb und die Verwaltung von in- und ausländischen Immobilien zum Zwecke der Vermietung, Verpachtung oder des Leasings („sale and lease back"). Ausnahme: „Inländische Bestandsmietwohnimmobilien", d.h. Errichtung vor 1. Januar 2007 mit überwiegend wohnwirtschaftlicher Nutzung (Flächenanteil > 50 %).
- 75% der Aktiva müssen aus unbeweglichen, d.h. unmittelbarem Vermögen oder Immobilienpersonengesellschaften stammen.
- 75% der Bruttoerlöse müssen aus Vermietung, Leasing, Verpachtung oder Veräußerung von unbeweglichem Vermögen resultieren.
- Vor-REITs müssen die Vemögens-/Ertragsanforderungen zum Ablauf des Folgejahres erfüllen.

### Hilfstätigkeiten

- Hilfstätigkeiten werden wie Haupttätigkeiten behandelt, sofern sie zur Unterstützung dieser dienen (z.B. Bestands- und Mietverwaltung, Makelei, Projektsteuerung- und -entwicklung). Ebenso zählt die konservative Kapitalanlage des sonstigen Vermögens dazu.

### Nebentätigkeiten

- Nebentätigkeiten, die für Dritte erbracht werden (z.B. Projektentwicklung), müssen in Dienstleistungsgesellschaften (nur als Kapitalgesellschaft und zu 100% im Besitz) ausgelagert werden und sind begrenzt auf max. 20% des Vermögens und max. 20% der Bruttoerträge des REITs.

### Bestandshalter

- Nicht mehr als 50% des durchschnittlichen Immobilienbestandes der letzten fünf Jahre dürfen veräußert werden.

### Steuern und Ausschüttung

Die steuerliche Situation des Veräußerers …

Die steuerliche Situation des Veräußerers ist wie folgt:

- Es gilt bis 2009 befristet eine hälftige Steuer auf stille Reserven (Exit-Tax), wenn die vor dem 1. Januar 2002 zum inländischen Betriebsvermögen gehörenden Immobilien in einen REIT oder Vor-REIT eingebracht werden.
- Die Exit-Tax entfällt rückwirkend, wenn der REIT binnen vier Jahren diese Immobilie veräußert oder den REIT-Status nicht erlangt.
- Die Exit-Tax wird nicht gewährt, wenn der Veräußerer nach zwei Jahren mittelbar zu mehr als 50% beteiligt ist.

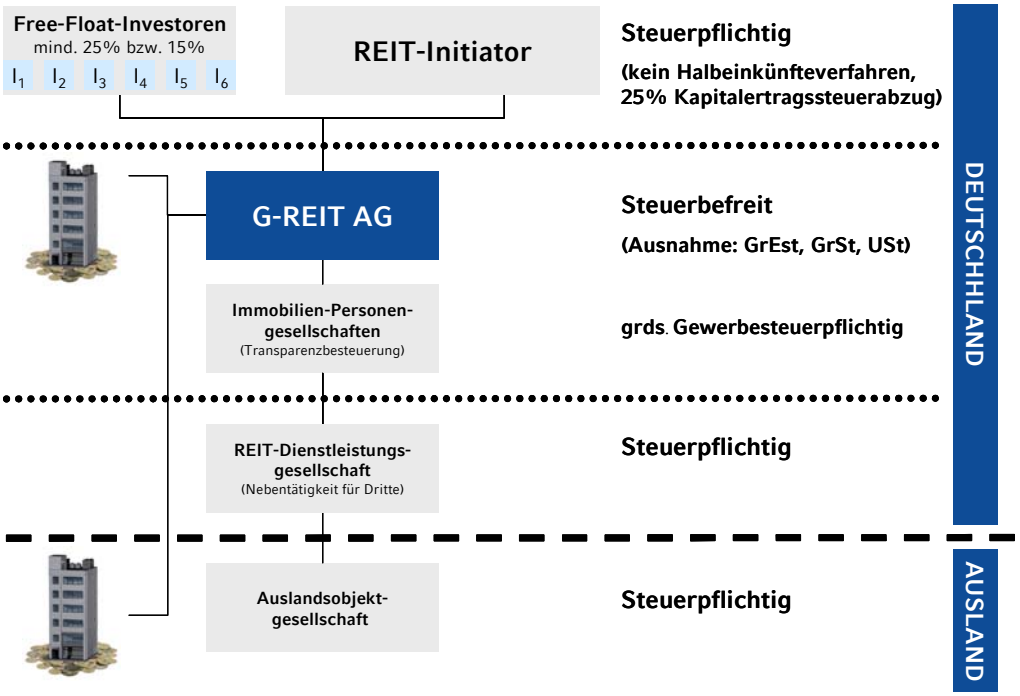
… und der REIT-AG

Die steuerliche Situation der REIT-AG ist wie folgt:

- Bei Umwandlung einer bestehenden Immobiliengesellschaft in eine REIT-AG sind zur Erlangung der Steuerfreiheit die Wertansätze in der Steuerbilanz auf „Fair Value" umzustellen. Hieraus resultierende Zuschreibungen sind steuerpflichtig. Objekte, die vor dem 1. Januar 2005 zugegangen sind, unterliegen dem Exit-Tax-Privileg.
- Der REIT haftet bei rückwirkendem Wegfall der Exit-Tax für die Steuerschuld des Verkäufers.
- Die REIT-AG ist nach Börsennotierung und Handelsregistereintragung körperschafts- und gewerbesteuerbefreit.

- Ausschüttungen sind Einkünfte aus Kapitalvermögen; Erhebung einer Quellensteuer in Höhe von 25% + 5,5% Solidarbeitrag.
- Doppelbesteuerungsabkommen können die Quellensteuer auf höchstens 15% reduzieren, weitergehende Einschränkungen sind aufgrund der Höchstbeteiligungsgrenze nicht möglich („treaty override"), da (1) das DBA-Schachtelprivileg nicht greift (reduzierte Besteuerung bei Beteiligungen von ≥ 10%) und (2) die EU-Mutter-Tochter-Richtlinie (keine Quellensteuer bei Beteiligungen von ≥ 10%) keine Anwendung findet.
- Mind. 90 % des handelsrechtlichen Jahresüberschusses sind jährlich auszuschütten (nur lineare AfA zulässig, 50% der Veräußerungsgewinne können längstens für zwei Jahre als Reinvestitionsrücklage eingestellt werden).
- Die geplante Unternehmenssteuerreform im Jahr 2008 wird die steuerliche Situation des Veräußerers und der REIT-AG beeinflussen.

### Steuerliche Situation der G-REIT-AG




**Quelle** Westdeutsche ImmobilienBank

### Verlust der Steuerbefreiung

- Bei Verlust der Börsenzulassung sowie bei Immobilienhandel entfällt die Steuerbefreiung sofort.
- Nach drei Jahren entfällt die Steuerbefreiung bei wiederholtem Verstoß gegen Streubesitzregelungen, Höchstbeteiligungsgrenze, Fremdfinanzierungsquote, „75%-Grenzen" oder Mindestausschüttung.

### Mindesteigenkapital

- Die Mindesteigenkapitalquote ist auf 45% EK des unbeweglichen Vermögens festgelegt.

**Bilanzierung**

- Rechnungslegungsstandard für den G-REIT ist IFRS. Zur Ermittlung des ausschüttungsfähigen Jahresüberschusses muss darüber hinaus ein HGB-Einzelabschluss erstellt werden.
- Vorgeschriebene Vermögensentwicklungen sind anhand des IFRS-Abschlusses vorzunehmen. Unbewegliches Vermögen ist grundsätzlich nach IAS 40 mit dem beizulegenden Zeitwert anzusetzen – „Fair-Value-Prinzip".
- Bereits zum Einbringungsstichtag in den G-REIT sind die Immobilien von unabhängigen Dritten nach IFRS-Bewertungsstandards zu bewerten.
- Jährlich erforderlich ist ein besonderer Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers über die Einhaltung von Streuungsregeln, Vermögensgrenzen, Ausschüttungspflicht, Handelsbeschränkung und Kreditgrenzen sowie Satzungsbestimmungen. Dieser Bestätigungsvermerk ist zu veröffentlichen und dem Finanzamt einzureichen.

# Unternehmensstruktur

## Unternehmenshistorie

Ursprünglich Beteiligungsgesellschaft der IC Immobilien Gruppe

Die Fair Value REIT-AG ist ursprünglich von der IC Immobilien Gruppe unter dem Namen IC Grundbesitz Gesellschaft mbH & Co. Beteiligungs KG im Januar 2004 gegründet worden. Ab Mitte 2005 operierte Fair Value als Zweitmarkt-Fondsgesellschaft für die IC Immobilien Gruppe.

Es folgten mehrere Umfirmierungen bis zum Rechtsformwechsel in die Fair Value Immobilien Aktiengesellschaft im Mai 2007. Zusätzlich zum Rechtsformwechsel wurde eine Kapitalerhöhung von 1 Mio € vorgenommen.

Mit Wirkung zum 16. Juli 2007 erfolgte die Erteilung des Vor-REIT-Status. Im August 2007 schuf Fair Value durch den Umtausch von Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds in Aktien der Fair Value REIT-AG (siehe „Das Umtauschkonzept") wesentliche Teile des aktuellen Portfolios und des Eigenkapitals.

Zweiter REIT in Deutschland

Nach dem Listing (16.11.2007) erhielt das Unternehmen am 6. Dezember 2007 als zweites Unternehmen in Deutschland den REIT-Status und firmiert seither als Fair Value REIT-AG.

Am Jahresende 2007 besaß Fair Value Anteile an 13 Immobilienfonds. In fünf Fonds hält sie die Mehrheit und in sieben die Sperrminorität (und in einem Fonds knapp unter 25%). Außerdem wurde von der Sparkasse Südholstein ein Portfolio von Bankgebäuden erworben und ein Kaufvertrag für ein Bürogebäude in Düsseldorf (bezugsfertig voraussichtlich im Juli) abgeschlossen.

Dienstleistungen von der IC Immobilien Gruppe

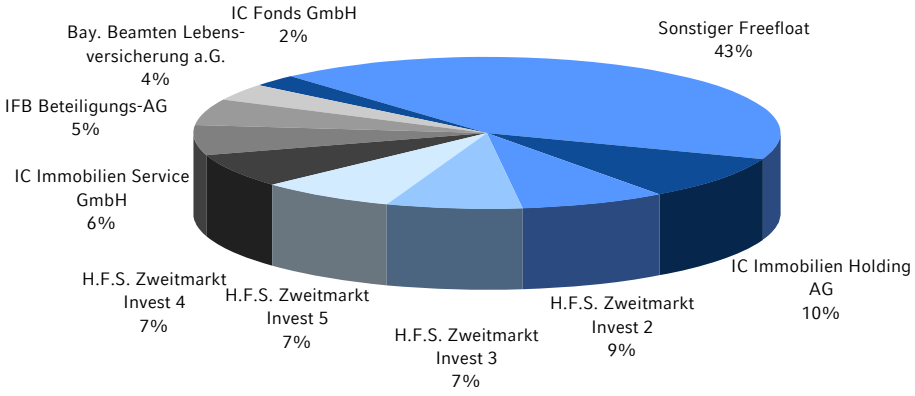
Die IC Immobilien Gruppe ist seit 1988 als Initiator und Verwalter von geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland tätig. Seit 2003 werden auch die BBV Fonds von der IC Immobilien Gruppe verwaltet. Im Juli wurde mit der Fair Value REIT-AG ein Vertrag über Asset Management, Unternehmensdienstleistungen und Immobilienverwaltung abgeschlossen. Zudem wechselte Herr Frank Schaich nach Abschluss der Umtauschaktion von der Geschäftsführung der IC Immobilien Gruppe als CEO/CFO zur Fair Value REIT-AG, ebenso Herr Janpeter Lassen (33), der die Funktion des Leiters Portfolio- und Asset-Management übernahm.

## Aktionäre

Listing im Prime Standard

Die Fair Value REIT-AG ist im Prime Standard der Frankfurter Börse gelistet. Das Unternehmen hat mehr als 2.000 Aktionäre und einen Streubesitz von 42,28%. Im Rahmen des Umtauschangebots ist die HFS Zweitmarktfonds Deutschland 2 GmbH & Co. KG über vier Gesellschaften mit 30,5% der größte Aktionär der Gesellschaft geworden. Unternehmen der IC Immobiliengruppe folgen mit 18,1%.

### Aktuelle Aktionärsstruktur




**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research

Zur Gewährleistung des REIT-Status haben die beiden Großaktionäre ihre Beteiligungen in einzelne Gesellschaften mit einem Anteil von jeweils unter 10%aufgeteilt.

## Erfahrenes Management-Team

**Vorstand der Fair Value REIT-AG**

**Frank Schaich (48), CEO/CFO**

- Verantwortlich für Finanzen, Rechnungslegung, Risikomanagement, Controlling, Unternehmensplanung, Investor und Public Relations sowie Marketing
- 25 Jahre Erfahrung im internationalen Immobiliengeschäft (Deutschland, Kanada, USA, Polen und Niederlande)
- 19 Jahre in der IC Immobilien Gruppe tätig mit Verantwortung für Syndizierung und Refinanzierung; zusätzlich Geschäftsführer in mehreren Komplementär-GmbHs der BBV Immobilienfonds
- 2002 – 2007 Vorstandsmitglied der IC Immobilien Holding AG
- 1988 – 2007 in verschiedenen Managementpositionen bei der seit 2006 börsennotierten IC Immobilien Gruppe
- Vorher Vice-President beim New Yorker Consulting Unternehmen International Capital Partners
- Assistent der Geschäftsführung bei BVT (Beratungs-, Verwaltungs- und Treuhandgesellschaft mbH)
- Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank AG

**Manfred Heiler (63), CIO**

- Verantwortlich für das strategische Asset und Portfolio Management sowie für den Ankauf von Immobilien und Beteiligungen an geschlossenen Fonds
- Volljurist
- 33 Jahre Erfahrung im internationalen Immobiliengeschäft (Deutschland, Frankreich, Luxemburg, Polen, Österreich, Kanada und USA)
- 1994 – 2007 Geschäftsführer bei der Commerz Immobilien GmbH
- Geschäftsführer bei Dr. Höcherl GmbH & Co. Gewerbebau KG, 1991 – 1994
- Leiter der Thurn und Taxis Gesamtverwaltung, 1990 – 1991
- Mitglied der zentralen Geschäftsführung bei Thurn und Taxis, 1987 – 1990
- Leiter der Immobilienabteilung bei Thurn und Taxis, 1974 – 1987

# Finanzen

**Unsere Gewinnschätzungen für 2008 basieren auf dem aktuellen Portfolio sowie dem Düsseldorfer Airport Objekt, das im Juli 2008 fertig gestellt sein dürfte. Für 2008 erwarten wir aufgrund von Bewertungsverlusten ein mit 1,4 Mio € leicht niedrigeres Ergebnis als im Jahr 2007. Für 2009/10 sehen wir auch nach IFRS Nettoergebnisse oberhalb der Marke von 5 Mio €, was Dividendenzahlungen von mehr als 0,40 € ermöglichen sollte.**

## Rumpfgeschäftsjahr 2007

Fair Value de facto erst seit August 2007 existent

Die Fair Value REIT-AG existiert de facto erst seit der Annahme des Umtauschangebotes der Eigner von zunächst 14 geschlossenen Fonds. Das Geschäftsjahr 2007 besteht daher nur aus vier Monaten und ist zudem von der Kosten der Umtauschaktion verzerrt.

In diesen vier Monaten der Geschäftstätigkeit wurden Mieten in Höhe von 4,3 Mio € vereinnahmt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass einerseits Mieteinnahmen aus dem Sparkassenportfolio nur für die letzten zehn Tage im Dezember verbucht werden konnten, andererseits zwischenzeitlich auch Mieten für die Objekte des zum 1.12.2007 veräußerten Fonds BBV 08 geflossen sind. Nach Abzug der immobilienbezogenen Aufwendungen ergab sich ein Nettovermietergebnis von 2,5 Mio €.

Hohe Kosten durch Umtauschaktion und Erlangung des REIT-Status

Auf der Kostenseite ist das Rumpfgeschäftsjahr von den Kosten der Umtauschaktion und den Aufwendungen zur Erlangung des REIT Status geprägt, auf die 40% der gesamten Verwaltungskosten entfielen. Zusätzlich fielen im Finanzergebnis noch Kosten in Höhe von 1,8 Mio € für den Börsengang an. Bei den konsolidierten Immobilien ergaben sich per saldo Wertminderungen in Höhe von 0,7 Mio €.

Die wesentliche positive Ergebniskomponente im Jahr 2007 war das Ergebnis aus den assoziierten Unternehmen in Höhe von 7,2 Mio €. Dies ist hauptsächlich auf den ertragswirksam verbuchten Unterschiedsbetrag von 14,8 Mio € bei Erwerb der Fondsbeteiligungen zurückzuführen. Dieser Bewertungsgewinn wurde allerdings um 7,6 Mio € gemindert, da fondsspezifische Kosten berücksichtigt wurden, die bei der Einzelbewertung der Immobilien nicht berücksichtigt werden konnten. Der operative Ergebnisbeitrag der Beteiligungen war mit 1,5 Mio € positiv. Diesem stand jedoch ein gleich hoher Bewertungsverlust im vierten Quartal gegenüber.

Abgesehen von dem Beteiligungsergebnis fiel ein übriges Beteiligungsergebnis aus den Transaktionen mit dem Fonds BBV 08 und dem Teilverkauf von IC 13 in Höhe von 0,4 Mio € an. Diese Transaktionen wurden im Zusammenhang mit den Restriktionen des REIT-Gesetzes (Minderheiten zählen zum Fremdkapital, Nicht-REITfähigkeit eines Objekts (Pflegeheim = Wohnimmobilie!) im Fonds BBV 08 ) durchgeführt.

Konzernüberschuss in Höhe von 1,7 Mio €

Der Nettozinsaufwand belief sich auf 1,5 Mio € und die Minderheitenanteile betrugen knapp 0,8 Mio €. Insgesamt ergab sich ein Konzernüberschuss in Höhe von 1,7 Mio €.

# Start nach Plan im Jahr 2008

0,3 Mio € in Q1

Fair Value erzielte im ersten Quartal 2008 einen Konzernüberschuss von 348.000 €. Das Nettovermietergebnis belief sich auf 2,75 Mio € und konnte dank der für das gesamte Quartal fließenden Mieteinnahmen aus dem Sparkassenportfolio gegenüber Q4 gesteigert werden. Auf der anderen Seite waren damit aber auch höhere Finanzierungskosten verbunden. Die verbuchten Wertminderungen im Portfolio beziehen sich auf Objekte mit derzeitigen Mieten über Marktniveau und entsprechen anteilig den für 2008 anvisierten Wertminderungen auf diese Objekte. Die Erträge aus „at Equity" bewerteten Beteiligungen fallen geringer aus als die anteiligen Ergebnisse von 2007, da keine Bewertungsgewinne verbucht werden konnten

## Ergebnisprognose

| Tsd € | 2007 | Q1 2008 | 2008E | 2009E | 2010E |
|---|---|---|---|---|---|
| Gesamterträge (ohne Finanzerträge) | 9.090 | 3.341 | 13.671 | 29.958 | 30.372 |
| Gesamtaufwendungen (ohne Finanzaufwendungen) | (10.900) | (1.478) | (8.133) | (19.028) | (19.210) |
| **Mieterträge** | **4.326** | **2.947** | **12.431** | **14.840** | **14.989** |
| Erbbauzinsen | (57) | (57) | (231) | (235) | (240) |
| Erträge aus Betriebs- und Nebenkosten | 321 | 380 | 1.200 | 1.280 | 1.300 |
| Immobilienbezogene betriebliche Aufwendungen | (2.038) | (510) | -4.380 | -3.000 | -.3030 |
| Nettovermietungserträge | 2.552 | 2.760 | 9.020 | 12.885 | 13.019 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | (3.502) | -614 | -2.222 | -2.333 | -2.379 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 143 | 14 | 40 | 80 | 80 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | (278) | (2) | (100) | (160) | (160) |
| Saldo sonstiger betrieblicher Erträge und Aufwendungen | (135) | 12 | (60) | (80) | (80) |
| **EBITDA** | **(1.085)** | **2.158** | **6.738** | **10.472** | **10.559** |
| Nettoerlös aus dem Verkauf von Finanzimmobilien | 0 | 0 | 0 | 12.000 | 12.000 |
| Restbuchwert der verkauften Finanzimmobilien | 0 | 0 | 0 | -12.000 | -12.000 |
| Gewinn aus dem Verkauf von Finanzimmobilien | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bewertungsgewinne | 4.300 | 0 | 0 | 1757 | 2003 |
| Bewertungsverluste | (5.025) | (295) | (1.200) | (1.300) | (1.400) |
| Bewertungsergebnis | (725) | (295) | (1.200) | 458 | 603 |
| Betriebsergebnis | (1.810) | 1.863 | 5.538 | 10.930 | 11.162 |
| **Erträge aus At-Equity bewerteten Beteiligungen** | **7.225** | **419** | **3.640** | **2.694** | **3.000** |
| Übriges Beteiligungsergebnis | 413 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern | (768) | -250 | -740 | -1.620 | -1.680 |
| Kosten des Börsengangs | (1.825) | | | | |
| **Nettozinsaufwand** | **(1.491)** | **(1.684)** | **(6.956)** | **(6.830)** | **(6.730)** |
| Finanzergebnis | 3.554 | (1.515) | (4.056) | (5.756) | (5.410) |
| Ertragsteuern | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Wirtschaftliches Ergebnis / Konzernüberschuss** | **1.744** | **348** | **1.482** | **5.174** | **5.752** |
| Aktien Ende der Periode (Mio) | 9,4 | | 9,4 | 9,4 | 9,4 |
| Aktien durchschnittlich ausstehend (Mio) | 2,4 | | 9,4 | 9,4 | 9,4 |
| Gewinn je Aktie durchschnittlich ausstehend (€) | 0,74 | | 0,16 | 0,55 | 0,61 |
| Gewinn je Aktie voll verwässert (€) | 0,19 | | 0,16 | 0,55 | 0,61 |
| Dividende je Aktie (€) | 0 | | 0,30 | 0,45 | 0,5 |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research Schätzungen

## Schätzung 2008

Aktuelles Portfolio als Basis

Basis unserer Schätzungen 2008 ist das aktuelle Immobilienportfolio. Zur Gewährleistung einer Dividendenzahlung wird das Unternehmen Verkäufe vornehmen müssen, doch wir gehen davon aus, dass entsprechende Beträge wieder in das Portfolio investiert werden.

Für 2008 hat das Unternehmen einen Konzernüberschuss zwischen 1,3 und 1,5 Mio € avisiert. Darin sind anteilige negative Bewertungseffekte von 2,2 Mio € enthalten, die sich aufgrund von Mieten über Marktniveau bei einigen Immobilien ergeben. Ansonsten hat das Unternehmen keine Marktwertänderungen prognostiziert.

Wir erwarten für das laufende Jahr Mieteinnahmen in Höhe von 12,4 Mio €. Die gegenüber Q1 erwartete Steigerung im Jahresverlauf ergibt sich aus der zu erwartenden Vermietung des Objektes am Düsseldorfer Flughafen (Vorvermietung zum 19.6.2007 bereits 83%) sowie der zwischenzeitlichen Vermietung von Leerständen (unter anderem 1/3 der Logistikflächen in Köln). Wir erwarten allerdings Aufwendungen im Zusammenhang mit Vermietungsbemühungen für die vollständige Vermietung des Kölner Objektes. Daher sehen wir das Nettovermietungsergebnis bei knapp über 9 Mio € und damit unter dem Vierfachen des Ergebnisses von Q1.

Aus der Erstbewertung des Büroobjektes am Düsseldorfer Flughafen erwarten wir zwar Bewertungsgewinne, doch dürften diese durch Bewertungsverluste aufgrund der allgemein leicht angezogenen Anfangsrenditen bei anderen Objekten kompensiert werden. Insgesamt verbleiben damit die bereits avisierten Wertkorrekturen bei den Objekten mit Mieten oberhalb der aktuellen Marktmieten in Höhe von 2,2 Mio €, die das Ergebnis belasten. Diese fallen zum Teil bei den konsolidierten Beteiligungen an und spiegeln sich zum anderen Teil in einer Minderung des Beteiligungsergebnisses wider.

Ergebnis von 1,5 Mio € und Dividende von 0,30 € für 2008 erwartet

Insgesamt erwarten wir für 2008 ein Ergebnis von knapp 1,5 Mio €. Fair Value hat eine Dividende zwischen 0,3 und 0,35 € für das laufende Jahr avisiert. Das Unternehmen beabsichtigt, dazu Immobilien oder Fondsbeteiligungen zu verkaufen. Da die Werte in der HGB-Bilanz des Einzelabschlusses niedriger angesetzt sind, würden positive Ergebnisbeiträge anfallen wenn die Aktiva zu IFRS-Buchwerten verkauft werden. Wir erwarten, dass Fair Value eine Dividende in Höhe von 0,30 € für 2008 zahlt.

## Erwartungen für 2009/10

Leichte Ausweitung des Immobilienvermögens

Für 2009 haben wir eine Ausweitung des direkten Immobilienbestandes um 20 Mio € angesetzt. Dafür haben wir den Ansatz der Beteiligungen um 15 Mio € reduziert. Dies kann entweder durch Verkauf einer Fondsbeteiligung oder Erhöhung der Beteiligungsquote bei einem Fonds auf mehr als 50% zustande kommen. Aus dem erhöhten Ansatz der Minderheiten wird ersichtlich, dass wir eine Erhöhung bei Fondsbeteiligungen erwarten, die eine volle Konsolidierung des Fonds zur Folge haben.

Auf die Mieteinnahmen übt dies einen entsprechend positiven Einfluss aus. Zudem erwarten wir eine Steigerung der Mieten im Portfolio um ein Prozent. Teilindexierte Mieten und Verminderungen im Leerstand sollten diese Entwicklung ermöglichen. Für 2009 erwarten wir wieder ein leicht positives Bewertungsergebnis. Vor dem Einfluss der bereits avisierten Bewertungsanpassungen die sich bei den über Marktniveau vermieteten Immobilien ergeben, erwarten wir Bewertungsgewinne von 1,2% aufgrund erhöhter Mieten (Teilindexierung). Bei den Finanzierungskosten sollten sich Entlastungen ergeben, da alte Finanzierungen in den Fonds mit relativ hohen Zinssätzen auslaufen, und im Einzelfall Entlastungen von mehr als 20% mit sich bringen.

Zudem dürften sich Entlastungen aus der Umfinanzierung der kurzfristig gewährten Finanzierung der Anteilskäufe ergeben. Wir erwarten nur eine leichte Steigerung der verzinslichen Verbindlichkeiten.

Ergebnis 2009 in Höhe von 5 Mio € erwartet,

Entsprechend der Umschichtung im Anlagevermögen erwarten wir niedrigere Erträge aus at-Equity-Beteiligungen und höhere Ergebnisanteile bei den Minderheiten. Das Ergebnis 2009 sollte dann die Marke von 5 Mio € erreichen und auch die für 2009 erwartete Dividendenzahlung übertreffen.

Erwartete Dividende von 0,50 € für 2010

Für 2010 erwarten wir bei unverändertem Portfolio Mietsteigerungen um 1%, leicht höhere Bewertungsgewinne und eine weitere geringfügige Entlastung bei den Finanzierungskosten. Im Endeffekt sollte das den Aktionären zurechenbare Ergebnis leicht zweistellig zulegen können. Die Dividende sollte sich für das Jahr 2010 dann auf 0,50 € je Aktie belaufen

# Bilanz

Über 90% Immobilien auf der Aktivseite

Die Bilanz der Fair Value REIT-AG wird auf der Aktivseite durch den Immobilienbestand und die at-Equity bewerteten Beteiligungen (59,3 Mio €) dominiert. Damit macht das Immobilienvermögen mit fast 220 Mio € mehr als 90% der Aktivseite zum 31.3.2008 aus. Hinzuzurechnen wären noch die 5,7 Mio € aus der vorgesehenen Veräußerung langfristigen Vermögenswerte, bei denen es sich um zwei Einzelhandelsobjekte handelt, deren Veräußerung die Gesellschafterversammlungen (IC 01 und BBV 06) beschlossen haben. Der Kassenbestand in Höhe von rund 5 Mio € macht gut 2% der Bilanzsumme aus. Zudem bestand eine langfristige Forderung in Höhe von 2 Mio € gegen die IC Holding AG.

Eigenkapitalquote derzeit 41%

Die beiden größten Positionen auf der Passivseite – abgesehen vom Eigenkapital – sind die langfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 56 Mio € und die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 59 Mio €. Das Eigenkapital in Höhe von 95 Mio € machte 41% der Bilanzsumme aus. Daneben sind noch die Minderheiten im Umfang von rund 18 Mio € von Bedeutung. Diese Minderheiten an Personengesellschaften zählen nach IFRS zu den Verbindlichkeiten.

## Bilanzprognose

| In Tsd € | 2007A | Q1 2008A | 2008E | 2009E | 2010E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Aktiva** | | | | | |
| Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien | 150.070 | 150.070 | 146.460 | 166.918 | 167.521 |
| Im Bau befindliche Immobilien | 566 | 10.442 | 0 | | |
| At equity bewertete Beteiligungen | 58.909 | 59.338 | 60.949 | 46.843 | 48.043 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 5.038 | 2.180 | 33 | 33 | 33 |
| Langfristige Vermögenswerte Gesamt | 214.583 | 222.030 | 207.442 | 213.794 | 215.597 |
| Kurzfristige Vermögenswerte | | | | | |
| Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte | 5.700 | 5.700 | 0 | 0 | 0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 869 | 437 | 437 | 1.437 | 1.437 |
| Sonstige Forderungen | 3.826 | 938 | 938 | 1.938 | 1.938 |
| Liquide Mittel | 5.381 | 5.167 | 8.366 | 9.093 | 9.509 |
| Kurzfristige Vermögenswerte Gesamt | 15.776 | 12.242 | 9.741 | 12.468 | 12.884 |
| **Passiva** | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 47.034 | 47.034 | 47.034 | 47.034 | 47.034 |
| Kapitalrücklage | 46.167 | 46.167 | 46.167 | 46.167 | 46.167 |
| Gewinnrücklagen | 1.462 | 1.810 | 2.944 | 5.296 | 6.815 |
| Eigenkapital Gesamt | 94.663 | 95.011 | 96.145 | 98.497 | 100.016 |
| Anteile von Minderheitsgesellschaftern | 18.487 | 18.737 | 19.227 | 20.427 | 21.627 |
| Finanzverbindlichkeiten | 57.116 | 56.371 | 92.116 | 94.116 | 92.116 |
| Rückstellungen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 494 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| Langfristige Verbindlichkeiten gesamt | 76.097 | 75.724 | 111.959 | 115.159 | 114.359 |
| Finanzverbindlichkeiten | 55.018 | 59.279 | 4.498 | 7.025 | 7.525 |
| Derivative Finanzinstrumente | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 2.617 | 2.385 | 2.617 | 2.617 | 2.617 |
| Rückstellungen | 255 | 280 | 255 | 255 | 255 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 1.709 | 1.593 | 1.709 | 2.709 | 3.709 |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten gesamt | 59.599 | 63.537 | 9.079 | 12.606 | 14.106 |
| **Bilanzsumme** | **230.359** | **234.272** | **217.183** | **226.262** | **228.481** |
| **Kennzahlen** | | | | | |
| NAV je Aktie (€) | 10,06 | 10,10 | 10,22 | 10,47 | 10,63 |
| Eigenkapitalquote (%) | 41,0 | 40,6 | 44,3 | 43,5 | 43,8 |
| REIT Eigenkapitalquote | 44,0 | 43,2 | 46,4 | 46,1 | 46,4 |
| Wertgenerierung in % des NAV | | 0,3 | 1,6 | 5,4 | 5,8 |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research Schätzungen

### Nachbesserungsbedarf bei der Eigenkapitalquote gemäß G-REIT

Auch bei der Bestimmung der Eigenkapitalquote gemäß dem G-REIT-Gesetz zählen die Minderheiten unverständlicherweise zum Fremdkapital. Allerdings wird bei den at-Equity gehaltenen Beteiligungen auch nur der Beteiligungsbuchwert berücksichtigt. Die REIT-Eigenkapitalquote errechnet sich als Verhältnis von ausgewiesenem Immobilienvermögen zum Eigenkapital. Fair Value hat zum Jahresende 2007 mit 44% diese Anforderung noch nicht erfüllt. Damit wären allerdings erst Sanktionen verbunden wenn eine Verletzung in drei aufeinanderfolgenden Perioden erfolgen würde. Wir gehen davon aus, dass Fair Value durch Portfolioanpassungsmaßnahmen im laufenden Jahr diese REIT-Anforderung (mindestens 45%) erfüllt.

Es gibt allerdings Überlegungen, auch die Minderheitenanteile dem Eigenkapital zuzurechnen. Dies hätte eine sehr positive Wirkung auf die REIT-Eigenkapitalquote und würde dem Unternehmen mit der aktuellen Eigenkapitalausstattung eine deutliche Ausweitung des Immobilienvermögens erlauben.

Immobilien und Beteiligungen am Jahresende über 200 Mio €

Wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr per saldo keine starken Veränderungen im Portfolio. Der Erweiterung des Portfolios durch das Airport Center dürften in den weiteren Quartalen Veräußerungen entgegen wirken. Zudem wirken sich die erwarteten Wertminderungen negativ auf den Bilanzausweis aus. Wir gehen auch davon aus, dass die Veräußerung der beiden Immobilien im Umlaufvermögen gelingt. Bei dem at-Equity bewerteten Beteiligungen dürften sich höhere Bilanzansätze ergeben, da die Ergebnisbeiträge auch teilweise bei den Beteiligungen verbleiben.

Für 2009 haben wir eine Verringerung bei den Beteiligungen angesetzt. Die Erhöhung von Beteiligungsquoten könnte die Konsolidierung eines Fonds nach sich ziehen und damit den Immobilienbestand erhöhen.

# Cash-Flow

### Cash-Flow Prognose

| in Tsd € | 2007A | Q1 2008A | 2008E | 2009E | 2010E |
|---|---|---|---|---|---|
| Konzernüberschuss | 1.744 | 348 | 1.482 | 5.174 | 5.752 |
| Abschreibungen | 3 | 2 | 8 | 8 | 8 |
| Bewertungsergebnis | 725 | 295 | 1.200 | -458 | -603 |
| Ergebnis aus at equity bewerteten Beteiligungen | -7.225 | -419 | -3.640 | -2.694 | -3.000 |
| Entnahme aus at equity bewerteten Beteiligungen | 1.418 | 0 | 1.629 | 1.129 | 2.681 |
| Verluste aus der Veräußerung von Tochtergesellschaften | 3.080 | 0 | | | |
| Andere Veräußerungsergebnisse | -180 | 0 | | | |
| Ertrag aus günstigem Unternehmenserwerb | -3.155 | 0 | | | |
| Ergebnisanteile von Minderheitsgesellschaftern | 768 | 250 | 740 | 1.620 | 1.680 |
| Veränderungen im Working Capital | 69 | 3.119 | 14.254 | -1.000 | 1.000 |
| **Operativer Cash-Flow** | **-2.753** | **3.595** | **15.673** | **3.779** | **7.518** |
| Übernahme liquider Mittel erworbener Tochtergesellschaften | 7.259 | 0 | | 801 | 0 |
| Auszahlungen für den Kauf von Beteiligungen | -10.948 | 2.846 | -29 | 12.541 | 881 |
| Investitionen in Immobilien | -52.331 | -10.171 | 2.976 | -16.913 | 0 |
| Investitionen in Sachanlagen | -36 | 0 | | | |
| Sonstiges | 190 | 0 | 122 | 0 | |
| **Cash-Flow aus Investitionstätigkeit** | **-55.866** | **-7.325** | **3.069** | **-3.571** | **881** |
| Kapitaleinzahlungen | 15.718 | 0 | | | |
| Auszahlungen an Minderheitsgesellschafter | -1.371 | 0 | -237 | -1.186 | -2.250 |
| Dividenden | 0 | 0 | | -2.822 | -4.233 |
| Veränderungen der Bankschulden | 49.640 | 3.516 | -15.520 | 4.527 | -1.500 |
| **Cash-Flow aus Finanzierungstätigkeit** | **63.987** | **3.516** | **-15.757** | **519** | **-7.983** |
| Veränderung der liquiden Mittel | 5.368 | -214 | 2.985 | 727 | 416 |
| Liquide Mittel zu Beginn der Periode | 13 | 5.381 | 5.381 | 8.366 | 9.093 |
| Liquide Mittel am Ende der Periode | 5.381 | 5.167 | 8.366 | 9.093 | 9.509 |

**Quelle** Fair Value REIT-AG, WestLB Research Schätzungen

Das Cash-Flow-Statement aus dem Jahr 2007 ist geprägt vom Unternehmensaufbau und nur geringen operativen Erträgen. Daher war der operative Cash-Flow für 2007 mit 2,75 Mio € negativ, und der Ausbau des Portfolios erfolgte über externe Mittel von Banken und Eigenkapitalgebern.

Bereits im ersten Quartal ergab sich ein positiver operativer Cash-Flow. Hauptsächlich dafür verantwortlich war allerdings ein Abbau des Working Capitals. Allerdings sind Entnahmen aus den at-Equity bewerteten Beteiligungen auch wesentlicher Bestandteil des Cash-Flows. Wir erwarten hier Zuflüsse im Jahresverlauf, sodass sich ein operativer Cash-Flow vor Veränderungen des Working Capitals etwa in Höhe des Jahresüberschusses ergeben dürfte.

Die Reduzierung des Working Capitals und ein leichter Abbau des Immobilienportfolios dürfte vornehmlich zur Reduzierung der Bankverschuldung eingesetzt werden.

Für 2009 erwarten wir einen operativen Cash-Flow etwa im Umfang des Jahresüberschusses und damit oberhalb der Dividendenzahlung, die wir für 2008 erwarten. Die positive Entwicklung im operativen Cash-Flow dürfte sich 2010 fortsetzen.

## Objektübersicht

| Objekt und Fonds | | Anteil (%) | Hauptmieter | Baujahr | Vermietbare Fläche (qm) | Marktwert (Tsd €) | Vermietungs-grad (%) | Mietein-nahmen (Tsd €) | Rendite (%) | Verbleibende Mietrestlaufzeit (Jahre) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Direktbesitz** | | | | | | | | | | |
| Hauptstraße 56e/56d | Appen | 100 | Sparkasse Südholstein | 1975 | 212 | 250 | 100,00 | 19 | 7,6 | 9,8 |
| Bleeck 1 | Bad Bramstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1973 | 997 | 1.300 | 100,00 | 77 | 5,9 | 16,5 |
| Oldesloer Straße 24 | Bad Segeberg | 100 | Sparkasse Südholstein | 1982 | 9.233 | 9.700 | 90,53 | 588 | 6,2 | 14,9 |
| Königstr. 19-21 | Barmstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1911 | 1.264 | 1.520 | 100,00 | 92 | 6,0 | 15,6 |
| Bahnhofstraße 9 | Bönnigstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1992 | 211 | 260 | 100,00 | 19 | 7,3 | 9,8 |
| Bahnhofstraße 14 | Boostedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1989 | 114 | 140 | 100,00 | 10 | 7,3 | 9,8 |
| Am Alten Markt 9a | Bornhöved | 100 | Sparkasse Südholstein | 1991 | 664 | 710 | 100,00 | 51 | 7,2 | 8,8 |
| Berliner Damm 6 | Ellerau | 100 | Sparkasse Südholstein | 1990 | 369 | 430 | 100,00 | 31 | 7,2 | 9,8 |
| Pinneberger Straße 155 | Ellerbek | 100 | Sparkasse Südholstein | 1985 | 356 | 390 | 100,00 | 28 | 7,1 | 6,5 |
| Dorfstraße 29 | Geschendorf | 100 | Sparkasse Südholstein | 1985 | 316 | 260 | 100,00 | 20 | 7,7 | 7,4 |
| Haupstraße 33 | Halstenbek | 100 | Sparkasse Südholstein | 1969 | 791 | 910 | 100,00 | 64 | 7,0 | 9,8 |
| Seestraße 232 | Halstenbek | 100 | Sparkasse Südholstein | 1976 | 152 | 100 | 100,00 | 8 | 8,1 | 9,8 |
| Friesenstraße 59 | Helgoland | 100 | Sparkasse Südholstein | 1986 | 490 | 620 | 100,00 | 38 | 6,1 | 13,1 |
| Hamburger Straße 83 | Henstedt-Ulzburg | 100 | Sparkasse Südholstein | 1989 | 1.005 | 1.160 | 100,00 | 71 | 6,1 | 17,9 |
| Holstenstraße 32 | Kaltenkirchen | 100 | Sparkasse Südholstein | 1978 | 1.581 | 2.050 | 100,00 | 121 | 5,9 | 17,8 |
| Köllner Chaussee 27 | Kölln-Reisiek | 100 | Sparkasse Südholstein | 1990 | 168 | 200 | 100,00 | 15 | 7,6 | 9,8 |
| Hamburger Straße 40 | Leezen | 100 | Sparkasse Südholstein | 1989 | 174 | 200 | 100,00 | 16 | 7,8 | 9,8 |
| Segeberger Straße 21 | Nahe | 100 | Sparkasse Südholstein | 1971 | 734 | 750 | 100,00 | 59 | 7,8 | 9,8 |
| Ehndorfer Straße 153 | Neumünster | 100 | Sparkasse Südholstein | 1971 | 346 | 270 | 100,00 | 22 | 8,4 | 7,7 |
| Kuhberg 11-13 | Neumünster | 100 | Sparkasse Südholstein | 1956 | 11.808 | 16.300 | 99,14 | 939 | 5,8 | 17,3 |
| Röntgenstraße | Neumünster | 100 | Sparkasse Südholstein | 1972 | 534 | 310 | 100,00 | 28 | 9,1 | 8,8 |
| Ulzburger Straße 363d/e | Norderstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1994 | 1.340 | 1.570 | 96,78 | 102 | 6,6 | 14,8 |
| Ulzburger Straße 545 / 547 | Norderstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1960 | 1.076 | 520 | 42,64 | 16 | 13,6 | 4,1 |
| Damm 49 | Pinneberg | 100 | Sparkasse Südholstein | 1996 | 1.930 | 2.500 | 100,00 | 174 | 6,9 | 4,8 |
| Oetlingsallee 30 | Pinneberg | 100 | Sparkasse Südholstein | 1970 | 624 | 680 | 100,00 | 50 | 7,4 | 5,7 |
| Kieler Straße 100 | Quickborn | 100 | Sparkasse Südholstein | 1980 | 1.309 | 1.560 | 100,00 | 98 | 6,3 | 17,9 |
| Haupstraße 49 | Rellingen | 100 | Sparkasse Südholstein | 1983 | 524 | 600 | 100,00 | 42 | 6,9 | 9,8 |
| Rosenstraße 15 | Sparrieshoop | 100 | Sparkasse Südholstein | 1961 | 237 | 210 | 100,00 | 17 | 8,2 | 6,3 |
| Willy-Meyer-Straße 3-5 | Tornesch | 100 | Sparkasse Südholstein | 1977 | 657 | 620 | 100,00 | 55 | 8,9 | 5,8 |
| Am Markt 1 | Trappenkamp | 100 | Sparkasse Südholstein | 1985 | 787 | 690 | 86,59 | 47 | 8,3 | 8,9 |
| Wassermühlenstraße 5 | Uetersen | 100 | Sparkasse Südholstein | 2001 | 1.759 | 2.000 | 100,00 | 122 | 6,1 | 14,8 |
| Markt 1 | Wahlstedt | 100 | Sparkasse Südholstein | 1975 | 1.346 | 1.180 | 85,31 | 70 | 7,8 | 8,8 |
| Sparkassenportfolio | | | | | 43.108 | 49.960 | 95,50 | 3.109 | 6,4 | 13,9 |
| Airport Center | Düsseldorf | 100 | | 2008 | 4.671 | 10.442 | | 885 | | |

**Quelle** Fair Value REIT-AG

## Objektübersicht

| Objekt und Fonds | Anteil (%) | Hauptmieter | Baujahr | Vermietbare Fläche (qm) | Marktwert (Tsd €) | Vermietungsgrad (%) | Mieteinnahmen (Tsd €) | Rendite (%) | Verbleibende Mietrestlaufzeit (Jahre) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Einzelhandel** | | | | | | | | | |
| Ahaus BBV D 10 | 38,3 | Deutscher Supermarkt Handels GmbH | 1989 | 2054 | 2,6 | 94,6 | 0,229 | 8,8 | 1,7 |
| Ahaus -Wüllen BBV D 06 | 54,64 | Kaufland Stiftung & Co. KG | 1990 | 6395 | 6,1 | 100,0 | 0,581 | 9,5 | 1,9 |
| Altenberge BBV D 06 | 54,64 | K+K Klaas & Kock | 1986 | 1285 | 1,2 | 100,0 | 0,1 | 8,3 | 3,3 |
| Alzey ICD 01 | 55,81 | Arcangelo Strablone | 1990 | 2006 | 1,8 | 90,2 | 0,126 | 7,0 | 7,8 |
| Bad Salzungen BBV D 09 | 24,93 | Rheika-Delta Warenhandelsgesellschaft mbH | 1992 | 10985 | 15 | 100,0 | 1,262 | 8,4 | 4,3 |
| Celle BBV D 10 | 38,3 | Praktiker Baumärkte | 1992 | 10611 | 13,7 | 100,0 | 1,129 | 8,2 | 4,7 |
| Chemnitz Rabenstein-center IC D 10 | 26,14 | Plus Warenhandelsgesellschaft mbH | 1997 | 9953 | 9,8 | 94,8 | 0,682 | 7,0 | 2,5 |
| Eisenach BBV D 09 | 24,93 | Marktkauf Handelsgesellschaft mbH & Co. OHG | 1994 | 37400 | 52,4 | 100,0 | 3,483 | 6,6 | 16,5 |
| Eisenhüttenstadt BBV D 10 | 38,3 | Metro AG | 1993 | 40101 | 57,8 | 100,0 | 4,697 | 8,1 | 5,7 |
| Emmerich BBV D 06 | 54,64 | Plus Warenhandelsgesellschaft mbH | 1987 | 1415 | 1,2 | 97,8 | 0,12 | 10,0 | 0,6 |
| Erlangen BBV D 02 | 38,28 | Merkur Spielothek GmbH & Co. KG | 1984 | 2721 | 1,8 | 100,0 | 0,231 | 12,8 | 4,3 |
| Essen-Heidhausen IC D 01 | 55,81 | REWE Deutscher Supermarkt KGaA | 1990 | 1386 | 2,9 | 100,0 | 0,216 | 7,4 | 7,7 |
| Frechen BB D 06 | 54,64 | REWE Zentral AG | 1988 | 1225 | 1,3 | 100,0 | 0,144 | 11,1 | 0,6 |
| Genthin BBV D 10 01 | 38,3 | EDEKA-MIHA Immobilien Service GmbH | 1998 | 1275 | 0,73 | 79,9 | 0,065 | 8,9 | 1 |
| Hamm BBV D 06 | 54,64 | REWE Deutscher Supermarkt KGaA | 1990 | 1349 | 1,4 | 100,0 | 0,144 | 10,3 | 1,8 |
| Krefeld BBV D 06 | 54,64 | OBI Bau- und Heimwerkermärkte | 1990 | 4683 | 4,8 | 100,0 | 0,451 | 9,4 | 2,4 |
| Lippetal-Herzfeld BBV D 06 | 54,64 | AWA Handelsgesellschaft | 1990 | 1452 | 1,7 | 100,0 | 0,144 | 8,5 | 3,2 |
| Meschede BBV D 06 | 54,64 | - | 1989 | 1095 | 0,61 | 0,00 | 0 | 0,0 | 0,0 |
| Münster BBV D 10 | 38,3 | Marktkauf Holding GmbH | 1991 | 7353 | 9,6 | 100,0 | 0,674 | 7,0 | 11 |
| Naumburg BBV D 09 | 24,93 | Kaufland Stiftung & Co. KG | 1993 | 15180 | 21,6 | 100,0 | 1,743 | 8,1 | 10,5 |
| Osnabrück BBV D 10 | 38,3 | Hammer Fachmärkte für Heim-Ausstattung | 1989 | 4207 | 3,3 | 100,0 | 0,305 | 9,2 | 1,6 |
| Passau BBV D 06 | 54,64 | TeVi Markt Handels GmbH | 1982 | 8492 | 4,9 | 95,5 | 0,6 | 12,2 | 9,2 |
| Rheda Wiedenbrück BBV D 10 | 38,3 | Deutsche Woolworth GmbH & Co. OHG | 1991 | 2235 | 2,2 | 89,4 | 0,168 | 7,6 | 2,3 |
| Rostock BBV D 14 | 45,02 | HPI Hotelbesitz | 1995 | 19301 | 62,8 | 96,0 | 4,279 | 6,8 | 7 |
| Seligenstadt BBV D 06 | 54,64 | EDEKA Handelsgesellschaft Südwest | 1983 | 1390 | 1,9 | 100,0 | 0,166 | 8,7 | 5,6 |
| Waltrop BBV D 06 | 54,64 | EDEKA Handelsgesellschaft Rhein-Ruhr | 1989 | 2124 | 2,9 | 100,0 | 0,255 | 8,8 | 2,1 |

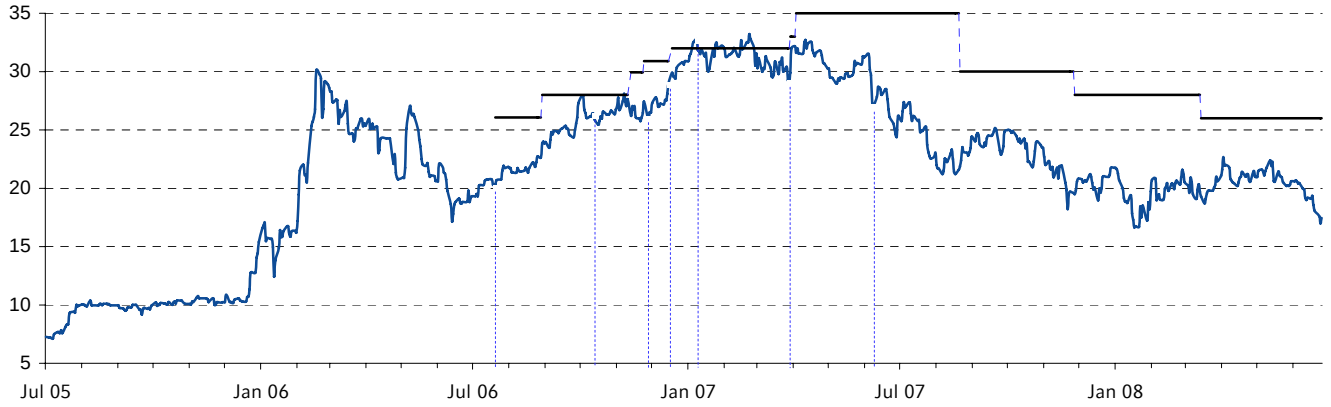
**Quelle** Fair Value REIT-AG,

## Objektübersicht

| Objekt und Fonds | Anteil (%) | Hauptmieter | Baujahr | Vermietbare Fläche (qm) | Marktwert (Tsd €) | Vermietungsgrad (%) | Mieteinnahmen (Tsd €) | Rendite (%) | Verbleibende Mietrestlaufzeit (Jahre) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Weilburg BBV D 09 | 24,93 | Rheika-Delta Warenhandelsgesellschaft mbH | 1994 | 8145 | 10,2 | 100,0 | 0,785 | 7,7 | 5,8 |
| Weyhe BBV D 03 | 53,64 | EDEKA-MIHA Immobilien Service GmbH | 1989 | 3141 | 2,1 | 100,0 | 0,377 | 18,0 | 2,0 |
| Wittenberg BBV D 10 | 38,3 | Kaufland Stiftung & Co. KG | 1994 | 14740 | 24,8 | 94,1 | 1,851 | 7,5 | 9,8 |
| Büroimmobilien | | | | | | | | | |
| Aachen BBV D 03 | 53,64 | Lidl Dienstleistung GmbH & Co. KG | 1990 | 2,021 | 2,3 | 78,2 | 0,192 | 8,3 | 2,1 |
| Berlin BBV D 14 | 45,02 | IAV GmbH | 1995 | 10,049 | 15,9 | 88,84 | 1,074 | 6,8 | 0,9 |
| Chemnitz AA II. BA IC D 15 | 38,31 | Bundesgentur für Arbeit | 1998 | 5,845 | 4,4 | 100,0 | 0,533 | 12,1 | 1,2 |
| Chemnitz Schmidtbank Passage IC D12 | 40,22 | Commerzbank AG | 1997 | 8,315 | 8,3 | 100,0 | 0,602 | 7,3 | 3,1 |
| Chemnitz SB II. BA IC D 15 | 36,07 | Gordon Verwaltung GmbH | 1997 | 5,118 | 6 | 80,5 | 0,353 | 5,9 | 6,7 |
| Dresden BBV D 14 | 35,59 | Bundesgentur für Arbeit | 1997 | 9,167 | 12,3 | 100,0 | 1,069 | 8,7 | 7,9 |
| Düsseldorf IC D 15 | 38,31 | Cayenne Werbeagentur | 1967 | 2,352 | 6,3 | 100,0 | 0,402 | 6,4 | 10,3 |
| Langen BBV D 10 | 38,3 | Unigraphics Solutions GmbH | 1994 | 14,021 | 18,5 | 74,9 | 1,154 | 6,2 | 3 |
| München-Neuperlach BBV D 09 | 24,93 | BBV Holding AG | 1986 | 19,018 | 43,1 | 100,0 | 4,391 | 10,2 | 5,8 |
| Neubrandenburg IC D 13 | 49,68 | Deutsche Bank AG | 1997 | 7,557 | 10,9 | 100,0 | 1,111 | 10,2 | 5,7 |
| Potsdam IC D 13 | 49,68 | RA Kanzlei Wutzke und Förster | 1995 | 4,024 | 3 | 53,0 | 0,156 | 5,2 | 2,5 |
| Quickborn IC D 15 | 38,31 | comdirekt Bank AG | 1997 | 10,57 | 15,1 | 100,0 | 1,264 | 8,4 | 4,1 |
| Teltow IC D 07 | 75,65 | IDLG Immobiliendienstleistungen GmbH | 1995 | 13,382 | 25,2 | 100,0 | 2,823 | 11,2 | 7,3 |
| Logistik | | | | | | | | | |
| Köln BBV D 03 | 53,64 | HB Holzwerkstoffe GmbH | 1990 | 9,64 | 3,7 | 100,0 | 0,33 | 8,9 | 4,1 |
| Köln BBV D 06 | 54,64 | Toys´R`Us Deutschland GmbH | 1972/ 1989 | 25,235 | 9,3 | 29,3 | 0,29 | 3,1 | 5,8 |
| Langenfeld IC D 13 | 49,68 | ABB Grundbesitz GmbH | 1996 | 10,432 | 11,1 | 100,0 | 1,17 | 10,5 | 8 |
| Neuss IC D 03 | 71,58 | HJC Deutschland GmbH | 1990 | 12,064 | 8,6 | 86,7 | 0,544 | 6,3 | 1,3 |
| Andere | | | | | | | | | |
| Dresden IC D 15 | 35,59 | Park Plaza Dresden | 1997 | 11,554 | 12,3 | 100,0 | 1,069 | 8,7 | 7,9 |
| Hannover BBV D 06 | 54,64 | Schweizerhof Hotel GmbH & Co. KG | 1991 | 19,46 | 20,2 | 100,0 | 1,636 | 8,1 | 6,8 |

**Quelle** Fair Value REIT-AG

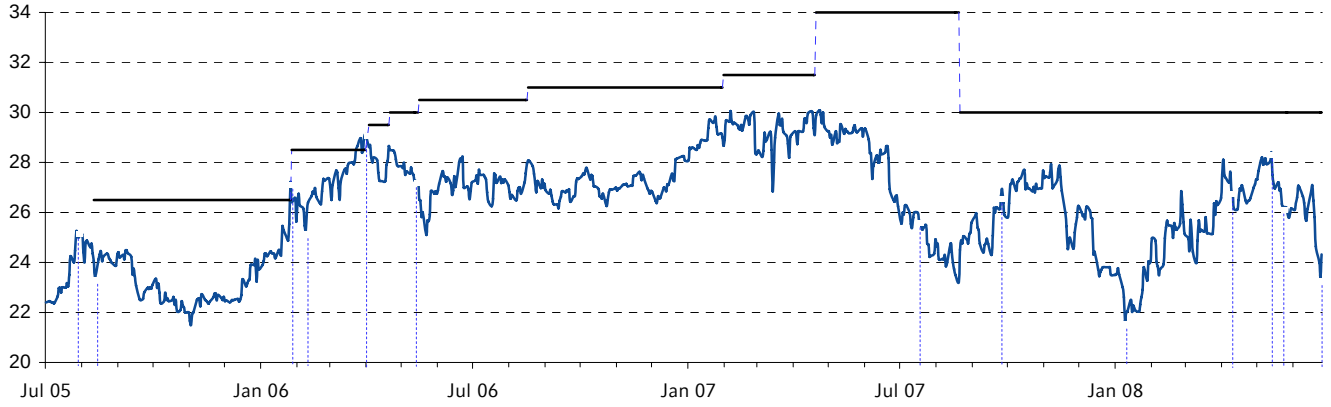
## DIC Asset AG DAZG.DE




| Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 11. Jun 07 | 27,84 | Kaufen | 18. Dez 06 | 29,90 | Akkumulieren | 20. Jul 06 | 20,33 | Kaufen |
| 29. Mrz 07 | 29,90 | Akkumulieren | 28. Nov 06 | 25,79 | Kaufen | | | |
| 09. Jan 07 | 31,85 | Halten | 13. Okt 06 | 25,84 | Akkumulieren | | | |

**Coverage-Historie** Kein Rating am 01.07.2005 **Quelle** FactSet/JCF, WestLB Research

## Deutsche EuroShop DEQGn.DE




| Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 25. Jun 08 | 24,32 | Kaufen | 26. Sep 07 | 26,94 | Akkumulieren | 27. Jan 06 | 26,42 | Halten |
| 26. Mai 08 | 26,19 | Akkumulieren | 18. Jul 07 | 25,60 | Kaufen | 15. Aug 05 | 24,13 | Akkumulieren |
| 14. Mai 08 | 27,50 | Halten | 15. Mai 06 | 27,20 | Akkumulieren | 28. Jul 05 | 25,05 | Halten |
| 10. Apr 08 | 26,76 | Akkumulieren | 03. Apr 06 | 28,61 | Halten | | | |
| 10. Jan 08 | 22,00 | Kaufen | 09. Feb 06 | 26,00 | Akkumulieren | | | |

**Coverage-Historie** Kein Rating am 01.07.2005 **Quelle** FactSet/JCF, WestLB Research

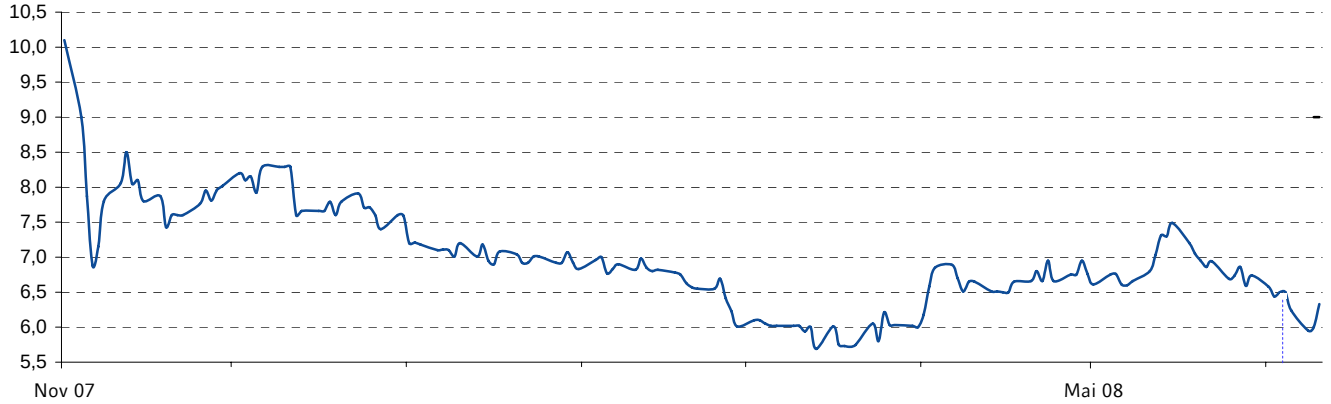
## IVG Immobilien IVGG.F

| Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 03. Aug 07 | 25,95 | Kaufen | 25. Okt 06 | 29,20 | Halten | 28. Apr 06 | 22,75 | Kaufen |
| 20. Jun 07 | 28,90 | Akkumulieren | 16. Aug 06 | 26,74 | Akkumulieren | 24. Feb 06 | 21,80 | Akkumulieren |
| 20. Apr 07 | 35,37 | Halten | 22. Mai 06 | 21,47 | Kaufen | 31. Jan 06 | 23,75 | Halten |
| 18. Dez 06 | 33,10 | Reduzieren | 12. Mai 06 | 26,62 | Akkumulieren | | | |

**Coverage-Historie** Rating am 01.07.2005 war Akkumulieren

**Quelle** FactSet/JCF, WestLB Research

## Fair Value REIT AG FVIG.DE




| Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... | Datum | Kurs | Verändert zu ... |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 26. Jun 08 | 6,50 | Kaufen | | | | | | |

**Coverage-Historie** Kein Rating am 16.11.2007

**Quelle** FactSet/JCF, WestLB Research

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt dieser Studie vorangegangenen Monats*:**

**Die WestLB erwartet oder strebt danach, in den nächsten drei Monaten Einnahmen aus Investment Banking-Dienstleistungen zu erhalten von Deutsche EuroShop und Fair Value REIT AG.**

**Die WestLB hat in den vergangenen zwölf Monaten Investment Banking Dienstleistungen erbracht oder vereinbart, solche zu erbringen, für die sie Einkünfte erhalten hat bzw. wird von Deutsche EuroShop und Fair Value REIT AG.**

**Die WestLB ist Market Maker für Aktien von Deutsche EuroShop und Fair Value REIT AG.**

**Die WestLB agiert als Designated Sponsor, Broker und/oder Berater für Deutsche EuroShop und Fair Value REIT AG.**

*** Die Aktualisierung der Angaben kann bis zu 10 Tage nach dem Monatsende dauern.**

**WestLB Equity Research: Verteilung der Ratings per 26. Juni 2008**

| Coverage Universum | Absolut | Relativ (%) | Investment Banking-Beziehungen* | Absolut | Relativ (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Kaufen/Akkumulieren | 163 | 70 | Kaufen/Akkumulieren | 39 | 75 |
| Halten | 52 | 22 | Halten | 10 | 19 |
| Verkaufen/Reduzieren | 19 | 8 | Verkaufen/Reduzieren | 3 | 6 |

* Unternehmen, von denen die WestLB AG, ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate Einnahmen aus Investment Banking-Dienstleistungen erhalten haben

**WestLB AG**
Herzogstraße 15
D-40217 Düsseldorf
Deutschland

T: +49 (0)211 826 71841
F: +49 (0)211 826 6154

**WestLB AG**
**London Branch**
Woolgate Exchange
25 Basinghall Street
London EC2V 5HA
Großbritannien

T: +44 (0)20 7020 2000
F: +44 (0)20 7020 4209

**Aufsichtsbehörde:** Die WestLB AG verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und unterliegt deren Aufsicht. Ihre Geschäftsaktivitäten im Vereinigten Königreich unterliegen derjenigen der Financial Services Authority.

**Die von den Aufsichtsbehörden geforderte Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB AG, ihrer Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen („WestLB") kann schriftlich vom Geschäftsbereich Group Compliance unter einer der genannten Adressen angefordert oder im Internet unter http://www.westlb.de/disclosures_eq_de eingesehen werden.**

**Diese Finanzanalyse wurde von der WestLB AG, einem mit der WestLB Securities Inc. ('WSI') verbundenen Unternehmen, oder einer sonstigen Person erstellt, welche nicht als Broker/Dealer in den USA registriert und zugelassen sein muss. Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen unterliegt nicht notwendigerweise den US Regelungen in Bezug auf die Erstellung von Research und der Unabhängigkeit von Research-Analysten. U.S.-Personen, die Geschäfte in einem der in dieser Publikation behandelten Finanzinstrumenten tätigen möchten, sollten sich schriftlich oder telefonisch an WSI, 1211 Avenue of the Americas, New York, NY 10036, Telefon (212) 403-3900, Fax (212) 403-3939 wenden.**

**Die auf der Titelseite dieser Publikation namentlich aufgeführten Research-Analysten geben die Versicherung ab, dass a) alle die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen ihre persönliche Einschätzung hinsichtlich der genannten Finanzinstrumente und Emittenten darstellen und b) ihre Vergütung weder direkt noch indirekt, auch nicht in Teilen, in irgendeinem Zusammenhang mit ihren Empfehlungen oder Einschätzungen stand oder steht.**

**Die Vergütung der Research-Analysten der WestLB ist nicht von bestimmten Investment-Banking-Transaktionen abhängig. Ein Teil der Vergütung ist an den von der WestLB erzielten Gesamtgewinn gebunden, der auch den Gewinn des Bereichs Investment-Banking umfasst.**

**Die von der WestLB herausgegebenen Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten, die sie im Rahmen ihrer Research-Aktivitäten beobachtet, werden laufend überprüft. Ein Datum für eine aktualisierte Ausgabe dieser Publikation kann daher nicht angegeben werden.**

**Mögliche Interessenkonflikte**

Diese Publikation wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der WestLB zum Umgang mit Interessenkonflikten im Research (die Research-Richtlinien) erstellt. Die Research-Richtlinien stehen im Internet unter http://www.westlb.de/research_policy_de zur Verfügung.

**Erläuterung von Bewertungsparametern, Risikoeinschätzung und Empfehlungen**

Sofern nichts anderes angegeben ist, werden die in dieser Publikation genannten Kursziele entweder mit Hilfe der Discounted Cash Flow-Methode, durch einen Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der Analyst als vergleichbar erachtet, oder anhand einer Kombination von beiden ermittelt. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht immer 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 Unternehmens. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen im Bereich Technologie, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, bei den Wechselkursen und in einigen Branchen auch der geltenden Vorschriften können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten, wie z.B. American Depositary Receipts, können mit höheren Risiken verbunden sein bedingt durch die Auswirkung von Wechselkursen, Devisenkontrollen, Besteuerung sowie von politischen und sozialen Gegebenheiten. Die vorliegende Erläuterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

In ihrer Einstufung der Aktien beurteilen die Research-Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung in den der Abgabe ihrer Einschätzung folgenden 12 Monaten. Dabei fließt das, wie zuvor beschrieben, festgelegte Kursziel und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunkturentwicklung in die Bewertung ein.

Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kaufen", dass der erwartete Gewinn der Aktie mehr als 20% beträgt. „Akkumulieren" bedeutet einen prognostizierten Gewinn zwischen 10% und 20%. „Halten" bedeutet einen erwarteten Gewinn zwischen 0% bis 10%. „Reduzieren" bedeutet einen prognostizierten Verlust zwischen 0% bis minus 10% und „Verkaufen" bedeutet einen erwarteten Verlust von mehr als minus 10%.

**Vertrieb und Verwendung dieser Publikation**

Diese Publikation wurde von einer Research-Abteilung der WestLB AG erstellt. Im Vereinigten Königreich erfolgt die Verteilung durch die WestLB AG London Branch. Dort steht diese Publikation gemäß den Bestimmungen der Financial Services Authority nur Geeigneten Gegenparteien und Professionellen Kunden, nicht jedoch Privatkunden zur Verfügung. Personen, die nicht über professionelle Kenntnisse im Anlagebereich verfügen, sollten sie nicht verwenden.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Angaben stammen aus Quellen, die von der WestLB AG als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch keine Garantie oder Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck übernommen. Alle Meinungsäußerungen, Schätzungen oder Prognosen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstruments.. Es besteht keine Gewähr, dass ein in dieser Publikation genanntes Portfolio oder eine Anlage eine positive Anlagerendite erzielt. Die Aussagen in dieser Publikation sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder irgendeiner anderen Handlung zu verstehen und sind nicht Grundlage oder Bestandteil eines Vertrages.

Weitere Informationen sind von Ihrem Ansprechpartner bei der WestLB AG erhältlich. Diese Publikation darf nicht, auch nicht in Kopie oder auszugsweise, ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis der WestLB AG an unberechtigte Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Art der Verteilung dieses Dokuments kann in einigen Ländern, so u.a. in den USA, gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich entsprechend zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Die WestLB AG Düsseldorf ist Mitglied der London Stock Exchange. Die WestLB AG London Branch ist Mitglied der International Capital Market Association.

Copyright: 2008 WestLB AG. Alle Rechte vorbehalten.