26. November 2012

Research Studie

REAL Research

Ihr Spezialist für Immobilienaktien

Fair Value REIT-AG

Stabil, mit Aufwärtspotenzial

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **4,45 Euro** | Kursziel: **9,13 Euro**

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

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Inhaltsverzeichnis

Snapshot 3

Executive Summary 4

SWOT-Analyse 5

Profil 6

Zahlen 9

Markt 12

Equity-Story 14

NAV-Bewertung 16

DCF-Modell 17

Fazit 20

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose 21

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen 22

Impressum & Disclaimer 23

Snapshot

Stammdaten

Sitz:	München
Branche:	Immobilien
Mitarbeiter:	3
ISIN:	DE000A0MW975
Kurs:	4,45 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	9,33 Mio. Stück
Market Cap:	41,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	127,5 Mio. Euro
Free-Float:	38,3 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	5,05 / 4,00 Euro
Ø Umsatz (12 M):	12,2 Tsd. Euro

Kurzportrait

Fair Value hat sich seit der Gründung im Jahr 2004 auf die Bestandshaltung von deutschen Gewerbeimmobilien spezialisiert. Als eine von nur wenigen deutschen Immobiliengesellschaften fungiert das Unternehmen seit 2007 als ein Real Estate Investment Trust (REIT), im selben Jahr erfolgte auch der Börsengang.

Die Geschäftsentwicklung ist seitdem durch eine hohe operative Stabilität gekennzeichnet, die vor allem durch eine risikoreduzierende Komposition des Portfolios ermöglicht wird. Dieses besteht aus direkt gehaltenen Assets sowie aus Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds und umfasst derzeit 69 Objekte mit einem kumulierten anteiligen Marktwert von knapp 220 Mio. Euro. Ingesamt weist das Portfolio einen hohen Vermietungsgrad sowie eine breite regionale und kundenseitige Diversifikation auf.

Aufbauend auf dieser stabilen Basis will Fair Value in Zukunft weiter expandieren und das Portfolio durch Zukäufe kräftig vergrößern, wofür das Unternehmen allerdings noch zusätzliches Kapital einwerben muss.

GJ-Ende: 31.12.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz (Mio. Euro)	10,5	12,1	10,8	11,2	11,3	28,5
EBIT (Mio. Euro)	-0,73	2,87	6,75	6,58	6,95	20,79
Jahresüberschuss	-2,91	2,23	4,59	6,02	3,28	15,80
EpS	-0,31	0,24	0,49	0,23	0,12	0,60
Dividende je Aktie	0,00	0,10	0,08	0,04	0,02	0,30
Umsatzwachstum	-15,6%	15,5%	-10,5%	4,0%	0,5%	152,5%
Gewinnwachstum	-78,2%	-176,7%	106,1%	31,0%	-45,5%	381,7%
KUV	3,97	3,43	3,84	10,41	10,36	4,10
KGV	-14,3	18,6	9,0	19,4	35,7	7,4
EV / Umsatz	12,19	10,55	11,80	19,11	19,02	7,53
EV / EBIT	-175,4	44,5	18,9	32,7	30,9	10,3
Dividendenrendite	0,0%	2,2%	1,8%	0,8%	0,4%	6,8%

ab 2012 voll verwässert. Details seihe DCF-Modell.

Executive Summary

- **Bestandhaltung von Gewerbeimmobilien:** Als ein REIT fokussiert sich Fair Value auf die Bestandhaltung von Gewerbeimmobilien in Deutschland. Derzeit umfasst das Portfolio 69 Objekte mit einem kumulierten anteiligen Marktwert von 220 Mio. Euro. Die Investments werden dabei sowohl direkt als auch indirekt, über Anteile an geschlossenen Immobilienfonds, gehalten.

- **Hohe Diversifikation:** Das Portfolio ist in mehrfacher Hinsicht breit diversifiziert. Sowohl, was die Anzahl und die Größe der Objekte angeht, als auch bezüglich der regionalen Verteilung bestehen keine gravierenden Klumpenrisiken. Auch hinsichtlich der Bedeutung der einzelnen Mieter sowie deren Branchenherkunft zeigt sich das Portfolio gut ausgewogen. Dies gilt auch für die Verteilung auf Büro- und Handelsimmobilien.

- **Stabile Kennzahlen:** Fair Value überzeugt durch solide bilanzielle und immobilienwirtschaftliche Kennzahlen. Die REIT-Eigenkapitalquote beträgt 52,8 Prozent, die Loan to Value Ratio 57 Prozent. Die Immobilien weisen im Durchschnitt einen Vermietungsgrad von über 95 Prozent auf, die vertraglich gesicherte Mietrendite vor Kosten liegt aktuell bei 8,4 Prozent. Auch die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge weist mit 5,5 Jahren einen soliden Wert auf.

- **Pause in der Marktbelebung möglich:** Beflügelt durch die niedrigen Zinsen und das robuste Wirtschaftswachstum hat der deutsche Immobilienmarkt in den vergangenen zwei Jahren einen spürbaren Aufschwung erlebt. Im gewerblichen Bereich stehen dabei vor allem die Einzelhandelsimmobilien im Fokus der Investoren, aber auch das Bürosegment befindet sich im Aufwärtstrend. Allerdings könnte die zuletzt spürbare konjunkturelle Abkühlung auch den Aufschwung auf dem Immobilienmarkt in den kommenden Monaten etwas ausbremsen.

- **Stabile operative Gewinnentwicklung:** Bis 2009 war die Ergebnisentwicklung von Fair Value von hohen Bewertungsverlusten geprägt, seit 2010 konnten aber wieder positive Ergebnisse ausgewiesen werden. Bereinigt um die nicht-liquiditätswirksamen Effekte war die Entwicklung jedoch deutlich stabiler, bei den Funds from Operations weist Fair Value stetig deutliche Überschüsse aus.

- **Jahr 2013 wird richtungweisend:** Durch die geplante Rückführung von Verbindlichkeiten sowie durch die Verlängerung von Darlehen zu günstigeren Konditionen will Fair Value in den kommenden Jahren deutliche Verbesserungen beim Ergebnis erzielen. Richtungweisend dürfte diesbezüglich das kommende Jahr werden, in dem ein hohes Kreditvolumen zur Verlängerung ansteht.

- **Wachstumsschub erfordert Kapitalaufnahme:** Die Wachstumsstrategie zielt vor allem auf die Erhöhung des eigenen Anteils an den geschlossenen Fonds aus dem Beteiligungsbereich ab. Doch um diesen relativ risiko- und transaktionskostenarmen Weg beschreiten und weitere größere Zukäufe tätigen zu können, benötigt Fair Value zusätzliches Kapital. Bisher wurde dieser Schritt durch einen zu niedrigen Aktienkurs behindert. Kann Fair Value diese Hürde nehmen, könnte relativ schnell ein großer Wachstumsschub realisiert werden.

SWOT-Analyse

Stärken

- Großes Immobilienportfolio mit Schwerpunkt auf stabilen und attraktiven Lagen.
- Breite regionale und kundenseitige Diversifikation reduziert die Abhängigkeit von einzelnen Standorten und Mietern.
- Rückgriff auf einen großen Dienstleister ermöglicht eine breite regionale Präsenz ohne eigene Personalkapazitäten.
- Hoher Vermietungsgrad und lange durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge.
- Geringe Verschuldung.
- Etablierter Zugangsweg zum Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds eröffnet attraktive Zukaufmöglichkeiten.
- REIT-Status gewährt Steuerfreiheit und ermöglicht hohe Nachsteuerrenditen.

Schwächen

- Breite regionale Streuung reduziert die Spezialisierungsvorteile im Hinblick auf die lokalen Immobilienmärkte.
- Indirekter Besitz bedingt eine zusätzliche Gebührenstufe und schränkt vor allem bei den Minderheitspositionen die Verfügungsgewalt über die Immobilien ein.
- Zahlreiche Portfolioimmobilen sind bereits älter als 20 Jahre, zukünftig dürfte sich hieraus ein erhöhter Modernisierungsaufwand ergeben.
- Relative Kleinteiligkeit des Portfolios erhöht den Bewirtschaftungsaufwand.
- REIT-Status grenzt die Potenziale der Innenfinanzierung ein und beschränkt somit das organische Wachstumspotenzial.
- Niedriger Börsekurs erschwert Kapitalaufnahme.

Chancen

- Sehr hoher Discount zum NAV bietet Aufholpotenzial.
- Niedriges Zinsniveau und hohes anstehendes Refinanzierungsvolumen sollten hohe Einsparungen im Finanzergebnis ermöglichen.
- Die fortgesetzte Verbesserung der FFO sollte helfen, den Aktienkurs über den rechnerischen Nennwert zu steigern und damit den Weg für eine Kapitalerhöhung zu öffnen.
- Der geplante Umbau des Portfolios zugunsten des Direkt- und Mehrheitsbesitzes kann helfen, den Intransparenz-Malus zu reduzieren.
- Eine erfolgreiche Kapitalerhöhung vorausgesetzt, könnte im bisherigen Beteiligungsbereich sehr rasch ein großer und hochsynergetischer Wachstumsschub erzielt werden.

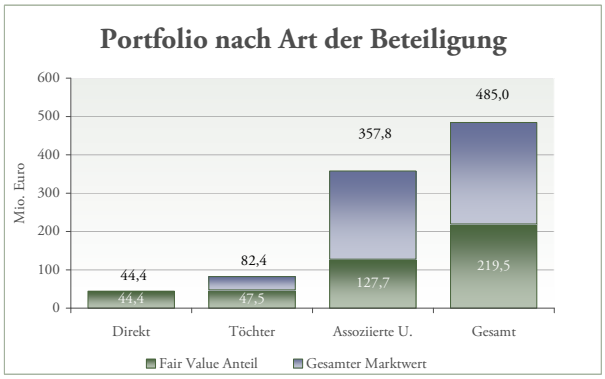
Risiken

- Abhängigkeit von einem zentralen Dienstleister.
- Abhängigkeit von wenigen Schlüsselpersonen.
- Der relativ hohe Anteil an kurzfristiger Finanzierung erhöht die Anfälligkeit für einen plötzlichen und deutlichen Zinsanstieg.
- Verzögerungen und Probleme bei der Verlängerung der im kommenden Jahr auslaufenden Mietverträge könnten die Geschäftsentwicklung über längere Zeit belasten.
- Eine erneute Eskalation der Bankenkrise könnte die Verlängerung des hohen im kommenden Jahr zur Refinanzierung anstehenden Kreditvolumens gefährden.

Profil

Immobilienbestandshaltung

Die Fair Value REIT-AG aus München wurde 2004 als eine Kommanditgesellschaft 2004 gegründet, drei Jahre später erfolgte die Umwandlung in eine AG und die Aufnahme der Börsennotiz. Seit Dezember 2007 fungiert die Gesellschaft schließlich als ein Real Estate Investment Trusts (REIT). Damit war sie einer der Pioniere dieser in Deutschland erst 2007 eingeführten Rechtsform, die bisher nur drei weitere Immobilienunternehmen für sich gewählt haben. In Übereinstimmung mit dem REIT-Status liegt der Geschäftszweck von Fair Value im Besitz und der Bewirtschaftung von Immobilien. Dabei investiert die Gesellschaft sowohl direkt in Immobilien als auch mittelbar, über den Erwerb von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds. Derzeit zählen zwölf Tochterunternehmen sowie sechs Minderheitsbeteiligungen (zwischen 25,17 und 45,12 Prozent) zum Konzern. Da die letztgenannten „at equity" bilanziert werden, fließen ihre Erträge über das Beteiligungsergebnis in die Konzern-GuV ein. Bei den Tochtergesellschaften handelt es sich in sechs Fällen um geschlossene Immobilienfonds im Mehrheitsbesitz und in sechs Fällen um Komplementärgesellschaften solcher Fonds bzw. um eine Geschäftsführungs-GmbH.



Quelle: Unternehmen

Von dem gesamten Immobilienvermögen des Unternehmens im Wert von 219,5 Mio. Euro entfallen 44,4 Mio. Euro auf Direktinvestments, 47,5 Mio. Euro auf Tochtergesellschaften und 127,7 Mio. Euro auf assoziierte Unternehmen. Der Gesamtwert des Portfolios (ohne Korrektur um Fremdanteile) belief sich Ende September auf 485 Mio. Euro. Obwohl sich davon nur 45 Prozent im direkten oder indirekten Besitz von Fair Value befinden, reicht der Einfluss des Münchener Unternehmens auf dieses Portfolio deutlich weiter. Denn durch den Besitz der Komplementärgesellschaften verfügt es über wesentlichen Einfluss auch auf einige der Fonds, bei denen es nur eine Minderheitsposition hält. Insgesamt erstreckt sich durch die Kombination von Besitzanteilen und Geschäftsführungsbefugnissen die gesetzliche Vertretungsmacht von Fair Value auf 92 Prozent des Portfolios.

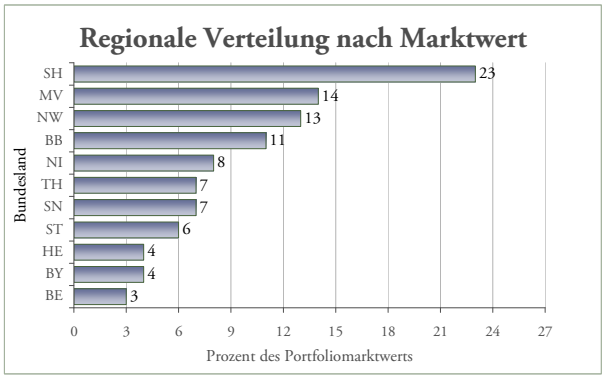
Schlanke Strukturen

Das Immobilienvermögen, das 69 Objekte mit einer vermietbaren Fläche von 429 Tsd. m^2 umfasst und sich auf zwölf Bundesländer verteilt, betreut Fair Value mit einem schlanken Mitarbeiterstamm von 3 Vollzeitkräften, inkl. des Alleinvorstands Frank Schaich. Dieser führt das Unternehmen seit September 2007, davor war fast 20 Jahre für die IC Immobilien Gruppe tätig, seit 1990 in leitender Funktion. Bei diesem Unternehmen handelt es sich um einen führenden Immobiliendienstleister mit mehr als 15.000 privaten und institutionellen Kunden. Unter anderem ist die IC Immobilien Gruppe auch für Fair Value aktiv, für die sie sowohl das komplette Rechnungs- und Personalwesen als auch das Property Management übernimmt. Im letzten Geschäftsjahr wurden auf diese Weise Leistungen im Wert von 1,1 Mio. Euro an die IC Immobilien Gruppe, aus der Fair Value ursprünglich hervorgegangen ist und die ihrerseits noch mit über 18 Prozent an Fair Value beteiligt ist, ausgelagert.

Breite regionale Diversifikation

Bei der Wahl der Standorte konzentriert sich Fair Value auf mittlere Städte und Regionalzentren. Ein Schwerpunkt liegt in Schleswig-Holstein, wo sich 29 Objekte und damit sämtliche Direktinvestments be-

finden. Da es bei diesen Immobilien überwiegend um kleinere Einheiten handelt, in denen in vielen Fällen Sparkassenfilialen untergebracht sind, fällt die wertmäßige regionale Verteilung des Portofolios allerdings wesentlich gleichmäßiger aus.

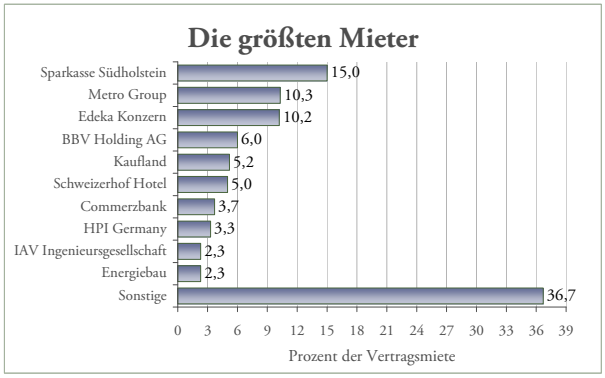


Quelle: Unternehmen

Gemessen am Immobilienwert, sind in Schleswig-Holstein rund 22 Prozent des Portfolios gelegen, gefolgt von Mecklenburg-Vorpommern (14 Prozent) und Nordrhein-Westfalen (13 Prozent). Bezogen auf die Gesamtheit der anteiligen Vertragsmieten in Höhe von 18,3 Mio. Euro liegt der Anteil Schleswig-Holsteins sogar nur bei rund 17 Prozent.

Ausdifferenzierte Kundenbasis

Auch hinsichtlich der Kundenkartei weist Fair Value eine breite Basis auf. Der größte Einzelkunde ist die Sparkasse Südholstein, auf die rund 15 Prozent der anteiligen Vertragsmieten entfallen.

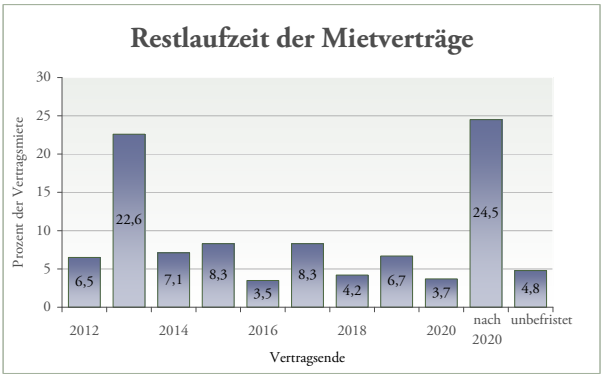


Quelle: Unternehmen

Auf den Plätzen zwei und drei folgen mit der Metro Group (10,3 Prozent) und Edeka (10,2 Prozent) zwei Einzelhandelskonzerne, insgesamt sind die größten 10 Mieter für rund 63 Prozent der Mieteinnahmen verantwortlich. Über sämtliche Objekte hinweg entfallen 42 Prozent des Portfolios (gemessen an der Potenzialmiete) auf Büro- und 44 Prozent auf Einzelhandelsimmobilien. Die restlichen 14 Prozent verteilen sich auf einzelne Logistik- und Gewerbeobjekte sowie auf zwei Hotels.

Gute Vermietungssituation

Die auf Risikoreduktion gerichtete Aufstellung macht sich bei den immobilienwirtschaftlichen Kennzahlen bemerkbar. Der Vermietungsstand lag im Durchschnitt der letzten fünf Jahre trotz der zwischenzeitlichen Wirtschaftskrise bei 95 Prozent, zuletzt bei 95,1 Prozent. Auch die vertraglich gesicherte Mietrendite vor Kosten, die aktuell bei 8,4 Prozent liegt, bewegt sich auf einem robusten Niveau.



Quelle: Unternehmen

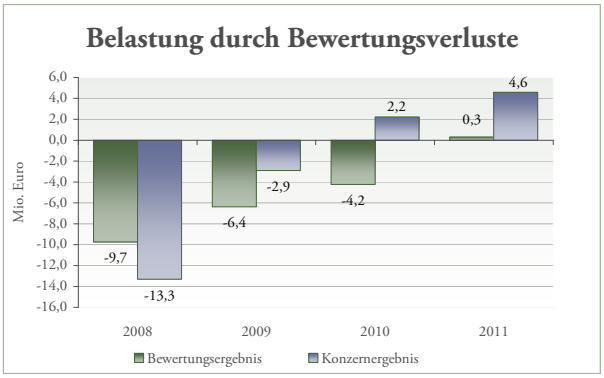
Schließlich weist auch die gewichtete durchschnittliche Restmietlaufzeit von 5,5 Jahren einen soliden Wert auf. Allerdings verdeckt die Durchschnittsbetrachtung, dass im kommenden Jahr mehr als ein Fünftel des Mietvolumens zur Verlängerung ansteht. Hiervon betreffen 46 Prozent einen Vertrag mit der Metro Group, die für ein Einkaufszentrum in Eisenhüttenstadt als Generalmieter fungiert und dieses an 62 Betriebe weitervermietet. Da der auslaufende Vertrag zudem noch Konditionen enthält, die über dem derzeit in Eisenhüttenstadt üblichen Niveau liegen, dürfte die Verlängerung hier mit einem spürbaren Mietnachlass verbunden sein. Weitere knapp 30 Prozent des 2013 zur Verlängerung anstehenden Mietvolumens entfallen auf zwei weitere Großverträge,

eine Logistikimmobilie in Köln und ein Bürogebäude in München, das derzeit noch eine deutlich über dem Marktniveau liegende Mietrendite abwirft. Das restliche Viertel des nächstes Jahr zur Verlängerung anstehenden Mietvolumens teilt sich hingegen breit auf 60 unterschiedliche Mietverträge auf.

Zahlen

Turnaround beim Bewertungsergebnis

Fair Value hat eine großen Teil des Portfolios im Jahr 2007 erworben und damit nur ein Jahr vor der Eskalation der Schuldenkrise. Dementsprechend waren die Abschlüsse der Jahre 2008 bis 2010 von hohen negativen Effekten geprägt, die sich in dieser Zeit allein im Konzern-Bewertungsergebnis (also ohne Berücksichtigung der Auswirkungen auf das Beteiligungsergebnis) auf über -20 Mio. Euro summierten. Eine Trendwende konnte erst 2011 erreicht werden, als der Saldo aus Bewertungsgewinnen und -verlusten mit 0,3 Mio. Euro erstmalig positiv wurde. Im laufenden Jahr dürfte zwar erneut ein Netto-Bewertungsverlust ausgewiesen werden, der allerdings durch die eingesparte Umbau- und Vermietungskosten bei der betreffenden Immobilie wirtschaftlich aufgewogen wurde. Der Verkauf von vier weiteren Objekten (allesamt aus dem Direktbesitz) konnte hingegen mit einem Gewinn von kumuliert rund 0,1 Mio. Euro durchgeführt werden.



Quelle: Unternehmen

Konzernüberschuss verdoppelt

Die Entwicklung der Immobilienwerte hat in den vergangenen Jahren deutliche Spuren beim Konzernergebnis hinterlassen. Dieses war in den Jahren 2008 und 2009 mit -13,3 und -2,9 Mio. Euro spürbar in den negativen Bereich gerutscht, erst in 2010 war die Belastung durch die Bewertungsverluste ausreichend reduziert, um diese durch den operativen Gewinn mehr als auszugleichen und erstmalig seit dem Börsengang einen Gewinn auszuweisen. Die Fortsetzung dieses Trends ermöglichte schließlich im letzten Geschäftsjahr die Verdopplung des Nettoüberschusses von 2,2 auf 4,6 Mio. Euro.

Stabile FFO

Bereinigt um die Bewertungseffekte ist die Entwicklung in den vergangenen Jahren allerdings deutlich stetiger verlaufen. Dies verdeutlicht insbesondere die Pro-forma-quotenkonsolidierte Betrachtung unter Einschluss der Minderheitsbeteiligungen. Darin haben sich die „Funds From Operations", eine immobilienspezifische Kennzahl, die zusätzlich um die liquiditätswirksamen Effekte von Marktwertänderungen von Zinssicherungsgeschäften sowie um Einmaleffekte wie Veräußerungsergebnisse und Abstandszahlungen korrigiert wird und Aufschluss über die operative und nachhaltige Ertragstärke gibt, seit 2008 in einem Korridor zwischen 6,1 und 5,5 Mio. Euro bewegt. Hierbei haben sich mehrere gegenläufige Effekte in etwa die Waage gehalten. Während sich die Nettovermietungserträge durch die sukzessiven Abverkäufe sowie durch Mietreduktionen bei einigen Objekten einerseits sowie durch die steigenden immobilienbezogenen Aufwendungen andererseits in Summe um ca. 19 Prozent auf zuletzt 16 Mio. Euro reduziert haben, wirkten Fortschritte bei anderen Aufwandsarten ergebnisverbessernd.

in Mio. Euro	2008	2009	2010	2011
Mieterträge	22,2	20,2	19,4	18,6
Erträge aus Nebenkosten	2,8	3,0	3,0	3,1
Nettovermietungserg.	19,8	17,7	16,5	16,0
bereinigtes EBIT	15,9	14,9	14,1	13,2
bereinigtes Finanzerg.	-10,1	-8,8	-8,4	-7,7
FFO	5,7	6,1	5,8	5,5

Pro-forma-quotenkonsolidiert; Quelle: Unternehmen

So wurden die allgemeinen Verwaltungskosten seit 2008 um mehr als ein Fünftel auf 2,6 Mio. Euro reduziert. Vor allem aber konnte Fair Value von den

fortschreitenden Tilgungsleistungen sowie vom rückläufigen Zinsniveau profitieren und das um Marktwertveränderungen bereinigte Finanzergebnis von -10,1 auf -7,7 Mio. Euro verbessern.

2012: Anstieg bei Umsatz und FFO…

Von der geringeren Zinslast hat Fair Value auch in den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres profitiert. Bereinigt um die Effekte der Marktwertänderungen der Zinssicherungsgeschäfte hat sich der Nettozinsaufwand zwischen Januar und September im Vorjahresvergleich um 8,6 Prozent auf 3,2 Mio. Euro reduziert und damit maßgeblich zu dem um 2,6 Prozent auf 4,3 Mio. Euro verbesserten FFO beigetragen. Einen Aufwärtstrend zeigten aber auch die Mieterträge, die vor allem dank der erzielten Vermietungserfolge und des deswegen erhöhten Vermietungsstandes um über 6 Prozent auf 8,3 Mio. Euro zugelegt und damit ein um 4,3 Prozent verbessertes Nettovermietungsergebnis von 6,5 Mio. Euro ermöglicht haben. Dass der FFO-Anstieg im Vergleich zur Entwicklung des Nettovermietungsergebnisses nur unterproportional ausfiel, ist vor allem dem etwas schwächeren Beteiligungsergebnis geschuldet.

Geschäftszahlen	9M 11	9M 12	*Änderung*
Mieterträge	7,85	8,33	6,2%
Umsatz	9,56	10,08	*5,4%*
Nettovermietungserg.	6,27	6,54	*4,3%*
Bewertungserg.	-0,37	-0,66	*78,9%*
EBIT	4,21	4,04	*-4,1%*
Beteiligungserg.	4,53	4,01	*-11,4%*
Periodenergebnis	4,52	3,78	*-16,3%*
FFO	4,18	4,29	2,6%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

…und Gewinnrückgang

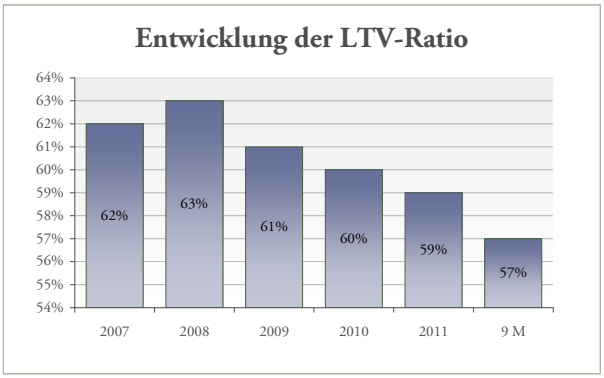
Unter Berücksichtigung der nicht liquiditätswirksamen Effekte aus der Immobilienbewertung und der Marktwertänderung von Zinssicherungsgeschäften war das Neunmonatsergebnis hingegen rückläufig. Das EBIT lag mit 4,0 Mio. Euro um 4 Prozent unter dem Vorjahreswert. Ausschlaggebend dafür war der Bewertungsverlust in Höhe von 0,6 Mio. Euro, der bei einem inzwischen verkauften Objekt angefallen ist. Da zudem sowohl das Beteiligungsergebnis als auch die Nettozinsaufwendungen durch eine im Vorjahresvergleich negative Veränderung der Marktwerte der Zinsswaps belastet wurden, summierte sich der Rückgang beim Periodenüberschuss zu -16,2 Prozent, auf 3,8 Mio. Euro.

FFO-Prognose angehoben

Da insbesondere die Effekte der Marktwertänderungen der Zinssicherungsgeschäfte für die Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft des Unternehmens irrelevant sind, hat Fair Value die Entwicklung des ersten Halbjahres zum Anlass genommen, die diesjährige FFO-Prognose von 4,8 auf 5,2 Mio. Euro anzuheben. Mit der Vorlage des Neunmonatsberichts wurde diese Prognose bestätigt. Damit untermauert Fair Value auch die im letzten Geschäftsbericht erstmalig vorgelegte 5-Jahresplanung, derzufolge auf Basis der Annahme eines gleichbleibenden Immobilienbestandes die FFO bis 2016 auf 7,5 Mio. Euro zulegen sollen. Den größten Beitrag dazu soll plangemäß die Reduktion der Zinslast beisteuern, die sowohl direkt, über den Zinsaufwand, als auch indirekt, über ein verbessertes Beteiligungsergebnis, ihre Wirkung entfalten wird.

Robuste Bilanz

Die Verbesserung des Finanzergebnisses soll dabei sowohl durch die Nutzung des aktuell niedrigen Zinsniveaus als auch durch weitere Tilgungsleistungen erzielt werden. Diesen Weg ist Fair Value schon in der Vergangenheit gegangen und hat damit auch für eine solide Bilanzstruktur gesorgt. So ist das quotenkonsolidierte Netto-Loan-to-Value-Verhältnis, also die Relation der Nettofinanzverbindlichkeiten zu den anteiligen Marktwerten, zwischen Ende 2008 und Ende 2011 um vier Prozentpunkte auf 59 Prozent zurückgegangen, in den ersten drei Quartalen 2012 wurde sogar ein weiterer Rückgang auf 57 Prozent ausgewiesen.



Pro-forma-quotenkonsolidierte Betrachtung; Quelle: Unternehmen

Die bilanzielle Eigenkapitalquote lag zum 30. September bei 42,6 Prozent. Die für den REIT-Status maßgebliche REIT-Eigenkapitalquote erreichte zuletzt sogar 52,8 Prozent und damit deutlich mehr als das gesetzlich vorgeschriebene Mindestniveau von 45 Prozent. Auf der Aktivseite wird die Bilanz eindeutig durch den Immobilienbestand geprägt, auf den mit 125,7 Mio. Euro rund 67 Prozent des bilanziellen Vermögens entfällt. An zweiter Stelle liegen die „at equity"-Beteiligungen mit 28 Prozent, gefolgt von der Liquidität (2,8 Prozent). Das Nettovermögen (NAV) entsprechend der Konzernbilanz beläuft sich auf 80,29 Mio. Euro bzw. 8,61 Euro je Aktie. Korrigiert um den negativen Marktwert der Zinssicherungsinstrumente beträgt der NAV (EPRA-NAV) sogar 89,6 Mio. Euro bzw. 9,61 Euro je Aktie.

Markt

Attraktive Rahmenbedingungen

Nach einer langen Stagnationsphase als Folge der Wachstumsschwäche in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts sowie nach dem Einbruch, den die Finanzkrise 2008/09 bedingte, hat der deutsche Immobilienmarkt in den letzten zwei Jahren deutlich an Dynamik gewonnen. Er profitiert dabei von dem attraktiven Umfeld, das vor allem durch die Kombination von einem bis 2011 hohen und selbst im laufenden Jahr noch soliden Wirtschaftswachstum mit hohen Beschäftigungseffekten einerseits und dem historisch niedrigen Zinsniveau andererseits geprägt ist. So setzten die Hypothekenzinsen nach einem Zwischenhoch im Frühsommer 2011 ihren langjährigen Abwärtstrend fort und erreichten in diesem Herbst neue Rekordtiefs. Nach Angaben des Hypothekenvermittlers Interhyp lagen die Pfandbriefrenditen, die gängigen Refinanzierungskosten für Baudarlehen, für 5-jährige Laufzeiten zuletzt bei nur noch 1 Prozent, ein Drittel dessen, was noch Mitte 2011 verlangt wurde.

Quelle: Interhyp

Ansturm auf deutsche Immobilien

Da zudem die Immobilien im Unterschied zu den Anleihen der wenigen verbliebenen sicheren Schuldner noch ansehnliche Renditen versprechen, sind deutsche Immobilien in den vergangenen zwei Jahren zunehmend in den Fokus von inländischen wie auch ausländischen Investoren gerückt. So hat sich das Transaktionsvolumen mit gewerblichen Immobilien zwischen 2009 und 2011 von 10,1 auf 23 Mrd. Euro mehr als verdoppelt, auch im laufenden Jahr wird trotz einer Abkühlung infolge der gestiegenen konjunkturellen Unsicherheit mit einem stabilen Ergebnis gerechnet. Nach drei Quartal lag das Investitionsvolumen nach Berechnungen des Immobiliendienstleisters Jones Lang Lasalle (JLL) mit 14,9 Mrd. Euro zwar um 14 Prozent unter dem Vorjahreswert, doch bis Jahresende sollte dieser Rücktand aufgeholt und ein Volumen von 21 bis 23 Mrd. Euro erreicht werden.

Büroimmobilien holen auf

Dabei ist die Beruhigung der Transaktionstätigkeit weniger auf ein nachlassendes Investoreninteresse zurückzuführen als auf den Mangel an geeigneten Objekten. Dies gilt insbesondere für hochwertige Einzelhandelsimmobilien, die nach wie vor unter Investoren hoch begehrt sind, deren Anteil am gesamten Transaktionsvolumen aber aufgrund der Angebotsengpässe in den ersten drei Quartalen 2012 gegenüber dem Jahr 2011 von 45 auf 30 Prozent zurückgegangen ist. Demgegenüber hat sich der Umschlag mit Büroimmobilien sowohl relativ als auch absolut (von 4,4 auf 6,6 Mrd. Euro) erhöht.

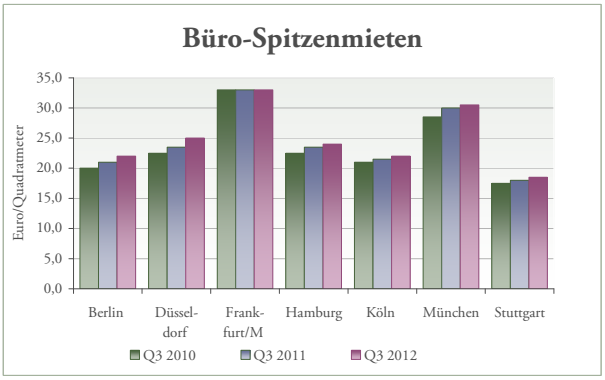
Verhaltener Vermietungsmarkt

Eine ähnliche Tendenz wie die Investitionstätigkeit, nämlich eine Abkühlung auf hohem Niveau, zeigt im laufenden Jahr auch der Vermietungsmarkt. Für das Einzelhandelssegment wurden nach Angaben aus dem Hahn Retail Real Estate Report 2012/2013 im ersten Halbjahr insgesamt 3.159 Vermietungstransaktionen gemeldet, womit der Vorjahreswert in etwa wieder erreicht wurde. Als treibende Kraft erweist sich hier die anhaltende Expansion ausländischer Handelsketten vor allem aus den Bereichen Kleidung und Schuhe, unter anderem haben in den ersten sechs Monaten des Jahres 20 neue Handelsmarken den Markteintritt in Deutschland gewagt. Den Vorjahreswert nicht ganz erreichen konnte die Vermie-

tungsdynamik auf dem Büroimmobilienmarkt, die in den ersten neun Monaten durch die zunehmende konjunkturelle Skepsis sowie durch die anhaltende Zurückhaltung der Banken gebremst wurde. Für das Gesamtjahr rechnen die Marktexperten von JLL deswegen mit einem rund 16-prozentigen Rückgang der Vermietungsaktivitäten.

Stabile Spitzenmieten

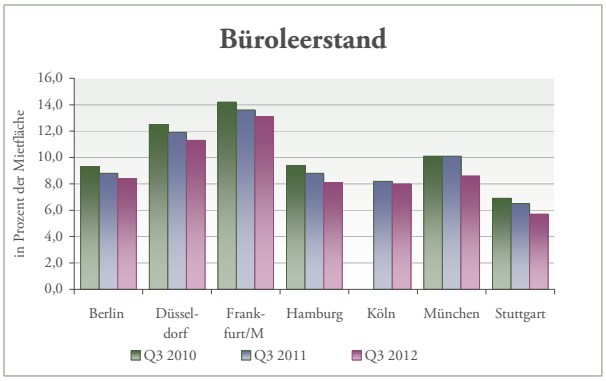
Die Beruhigung ist auch bei den Bürospitzenmieten spürbar, die nach der Erhebung von JLL im Durchschnitt der sieben wichtigsten deutschen Bürostandorte im Sommer nicht mehr zugelegt haben. Gegenüber dem Vorjahr weisen allerdings alle Top-Standorte mit Ausnahme Frankfurts deutliche Mietsteigerungen von bis zu 6,4 Prozent auf. Verglichen mit dem Herbst 2010 haben sich die Spitzenmieten in einigen Städten sogar zweistellig erhöht.



Quelle: JLL

Leerstand rückläufig

Eine der Ursachen ist der rückläufige Leerstand im Bürobereich. Aggregiert über die sechs Standorte hat er Ende des dritten Quartals bei 9 Prozent gelegen, verglichen mit noch fast 11 Prozent in 2009 und 2010.



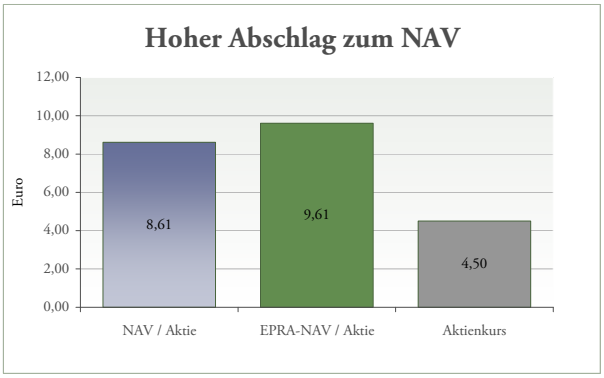
Quelle: JLL

Neben der robusten Nachfrage profitiert der Markt auch von der rückläufigen Anzahl der Baufertigstellungen, die letztes Jahr mit 900 Tsd. m^2 ein mehrjähriges Tief erreichte und dieses 2012 wohl nochmals geringfügig unterschreiten wird. Da zudem die verhältnismäßig risikoreiche Finanzierung für größere Neubauprojekte weiterhin unter der Risikoscheu der Banken leidet, ist nach Einschätzung der Marktexperten auch für die nächsten drei Jahre mit keiner rapiden Erhöhung des Neuangebots an Bürofläche zu rechnen. Im Handelsimmobilienbereich hingegen ist das Angebotswachstum vor allem im Bereich der großflächigen Objekte durch die zurückhaltende Genehmigungspraxis der Kommunen beschränkt, die Konkurrenz für die Innenstädte befürchten. Für die bestehenden Objekte ist dies mit einem gewissen Wettbewerbsschutz versehen, was die Attraktivität dieser Immobilien zusätzlich erhöht.

Equity-Story

Hoher NAV-Discount

Mit seinem Immobilienportfolio und der Fokussierung auf Handels- und Büroimmobilien in guten Lagen mittlerer Städte und Regionalzentren weist Fair Value eine aussichtsreiche Positionierung auf. Sofern die wirtschaftliche Lage und das Zinsniveau stabil bleiben, dürften sich Wertkorrekturen im großen Umfang, wie sie die Abschlüsse von Fair Value in der Vergangenheit belastet hatten, in Zukunft kaum wiederholen. Damit bietet die Fair-Value-Aktie bereits auf Basis der statischen NAV-Betrachtung ein hohes Potenzial, weist doch die Marktkapitalisierung gegenüber dem Nettovermögen des Unternehmens einen Abschlag von ca. 50 Prozent auf.



Quelle: Unternehmen, Real Research

Hohes Zinssenkungspotenzial

Doch auch die Perspektiven im Hinblick auf die zukünftige Ertragsentwicklung sind überzeugend. Auf Sicht der nächsten anderthalb Jahre dürfte vor allem die Neugestaltung der Finanzierungsseite hohe Einspareffekte bringen. Nachdem Fair Value bereits in den vergangenen vier Jahren eine deutliche Reduktion der Zinslast erzielen konnte, stehen nun bis Ende 2013 allein bei den assoziierten Unternehmen Refinanzierungen in Höhe von 157 Mio. Euro an, wovon anteilsmäßig ca. 58 Mio. Euro auf Fair Value entfallen. Dies entspricht 54 Prozent der bei diesen Beteiligungen insgesamt bestehenden Finanzverbindlichkeiten und ist daher mit einem Risiko verbunden, falls erneute Marktturbulenzen die Refinanzierung erschweren sollten. Doch die Situation bietet auch Chancen. Denn volumengewichtet weisen die auslaufenden Kredite eine durchschnittliche effektive Verzinsung von 6 Prozent p.a. auf. Unter der eher konservativen Annahme, dass eine Erneuerung der Darlehen für durchschnittlich 4 Prozent p.a. möglich ist, wäre dies mit einer Entlastung des auf Fair Value entfallenden Ergebnisses um über 1 Mio. Euro verbunden.

Portfoliostraffung und Kostenreduktion

Weiteres Ergebnisverbesserungspotenzial besteht in der Optimierung des Immobilienbestandes. Dies betrifft sowohl die weitere Konzentration auf die Bereiche Büro und Handel als auch den Verkauf einzelner Objekte. So weist insbesondere das Portfolio im Eigenbesitz mehrere Kleinstimmobilien mit jährlichen Mieteinnahmen unter 30 Tsd. Euro auf, die in Summe die Managementkapazitäten unverhältnismäßig beanspruchen. Der Schwerpunkt der Portfolioarbeit soll aber eindeutig im Beteiligungsbereich liegen. Perspektivisch will Fair Value diesen zu Gunsten des Direkt- bzw. Mehrheitsbesitzes reduzieren, um damit sowohl die Transparenz weiter zu erhöhen als auch die Kostenbelastung durch eine zusätzliche Gebührenstufe mit einer Reihe von immobilienfremden Aufwandsarten (unter anderem Fondsverwaltung, Treuhandgebühren, Haftungsvergütungen) abzusenken. Die Schwerpunktverlagerung in Richtung direkter Investments soll dabei sowohl über die Veräußerung einzelner Beteiligungen als auch, bei günstigen Gelegenheiten, über die Aufstockung der eigenen Position erfolgen, bei der die Fondsanleger im Tausch gegen ihre Anteile Bares oder auch Fair Value-Aktien erhalten.

Expansion über Fondsaufkauf

Die Möglichkeit, bestehende Beteiligungen bis hin zu einer Mehrheitsposition oder gar zu einem Komplettbesitz zu erhöhen, bietet Fair Value eine vergleichsweise risikoarme Expansionsmöglichkeit. Denn die Objekte sind dem Unternehmen bereits

mit all ihren Chancen und Risiken bekannt, darüber hinaus bringt eine Anteilslaufstockung weder hohe Transaktionskosten noch zusätzliche laufende Verwaltungskosten auf der Ebene der AG mit sich. Darüber hinaus werden die Fondsanteile im Zweitmarkt oft mit beträchtlichen Abschlägen zum NAV gehandelt, die bis zu 50 Prozent reichen können. Mit seinem Angebot, die nur sehr eingeschränkt fungiblen Fondsanteile gegen Aktien zu tauschen, kommt Fair Value deswegen dem Wunsch zahlreicher Fondsanleger entgegen und kann selbst von niedrigeren Einkaufspreisen profitieren. Angesichts der Tatsache, dass sich derzeit in den Tochtergesellschaften und assoziierten Unternehmen noch eine annualisierte Potenzialmiete in Höhe von fast 25 Mio. Euro im Fremdbesitz befindet, sind die „internen" Expansionsmöglichkeiten noch sehr groß.

Wachstumsschub nach Kapitalerhöhung

Allerdings stoßen derartige Pläne derzeit noch auf ein Hindernis auf der Finanzierungsseite. Denn als REIT ist Fair Value verpflichtet, mindestens 90 Prozent seines handelsrechtlichen Jahresüberschusses auszuschütten, wodurch das Innenfinanzierungspotenzial sehr begrenzt ist. Um zu wachsen, muss das Unternehmen deswegen frisches Kapital einwerben. Und diesbezüglich hat sich in der Vergangenheit der niedrige Aktienkurs, der aktuell unter dem rechnerischen Nennwert von 5,00 Euro liegt, als eine wichtige Hürde erwiesen. Sollte diese Marke in naher Zukunft nachhaltig überwunden werden, würde sich dadurch für Fair Value ein neuer Finanzierungsspielraum ergeben, der angesichts der bestehenden Optionen im Beteiligungsbereich sowie des guten Zugangs zum Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds relativ schnell zu neuen Zukäufen führen dürfte. Dies umso mehr, als Fair Value dank der Kooperation mit IC Immobilien hinsichtlich des Property Managements de facto über eine deutschlandweite Präsenz und über ausreichende Kapazitäten verfügt.

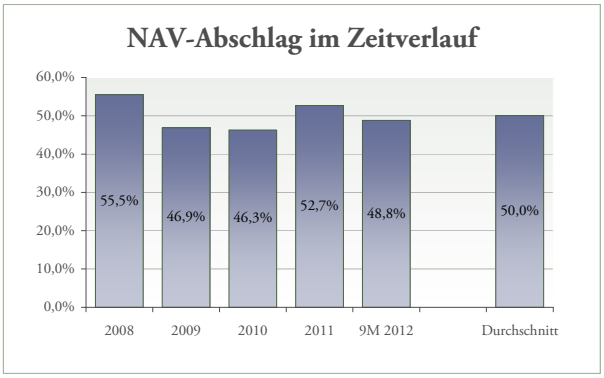
Vorbedingung: Ertragssteigerung

Vor diesem Hintergrund kommt dem Erfolg der Ertragssteigerungspläne des Managements eine entscheidende Rolle auch hinsichtlich der längerfristigen Wachstumsperspektiven zu. Das Unternehmen geht in einer Modellrechnung auf Basis des bestehenden Immobilienportfolios davon aus, die FFO bis 2016 bei nur leicht steigenden Umsatzerlösen um 36 Prozent (gegenüber 2011) auf dann 7,5 Mio. Euro erhöhen zu können. Dies korrespondiert mit einer geplanten Steigerung des handelsrechtlichen AG-Gewinns und damit des Dividendenpotenzials von 0,7 Mio. Euro auf 1,8 Mio. Euro. Ein Großteil dieser geplanten Verbesserung beruht auf der Reduktion der Zinslast im Konzern und in den assoziierten Unternehmen. Angesichts der bis Ende 2013 anstehenden Kreditverlängerungen dürfte somit schon das kommende Jahr zeigen, inwiefern diese Einsparungen realisierbar sind. Zusammen mit den in 2013 zu verlängernden Mietverträgen stehen in den kommenden Monaten damit wichtige Weichenstellungen an. Sollte Fair Value diese Aufgaben weitgehend reibungslos lösen, dürfte der Aktienkurs nachhaltig profitieren und damit den Weg zu frischem Kapital und in der Konsequenz zu einem neuen Wachstumsschub eröffnen.

NAV-Bewertung

NAV-Abschlag im Prinzip gerechtfertigt…

Wie bereits weiter oben ausgeführt wurde, notiert die Fair Value-Aktie aktuell deutlich unter ihrem Substanzwert, der Ende September bei 89,6 Mio. Euro bzw. bei 9,61 Euro je Aktie gelegen hat. Allerdings wäre es voreilig, den NAV-Discount mit der Unterbewertung der Aktie gleichzusetzen. Denn die NAV-Ermittlung beruht hauptsächlich auf der Prognose der direkten Erträge und Aufwendungen aus der Immobilienbewirtschaftung (die die Basis der Marktwerte der Immobilien darstellen), lässt aber die Overhead-Kosten weitgehend unberücksichtigt, die sich etwa im letzten Geschäftsjahr auf 2,3 Mio. Euro belaufen haben. Diese Diskrepanz begründet, warum Immobilienbestandhalter, sofern sie ihr Portfolio zu Marktwerten bilanzieren, im Regelfall deutlich unterhalb ihres NAV notieren.



Quelle: Unternehmen

So wurde die Fair Value-Aktie seit dem Börsengang kontinuierlich unter dem NAV gehandelt, im Durchschnitt der Periode 2008 bis 30. September 2012 betrug der Discount 50 Prozent.

… aber im Branchenvergleich zu hoch

Wie der nachstehenden Tabelle zu entnehmen ist, ist Fair Value damit nicht allein. Vielmehr notieren alle vier deutschen REITs unterhalb ihres NAV. Allerdings sind die Unterschiede hinsichtlich der Abschlagshöhe beträchtlich. Die Spanne reicht von 12,2 Prozent bei Alstria bis 62 Prozent bei Prime Office. Der Durchschnitt liegt demnach bei 34 Prozent, wobei der Wert durch die hohe Unsicherheit über die weitere Vermietungssituation bei drei Großimmobilien von Prime Office kräftig nach unten gedrückt wird. Zieht man nur die beiden REITs ohne akute Probleme heran, würde sich der Durchschnitt auf gerade Mal 20,5 Prozent belaufen. Im Vergleich dazu weist die Fair Value-Aktie einen Abschlag von fast 50 Prozent auf, was angesichts der stabilen und risikoarmen Positionierung nicht gerechtfertigt erscheint. Eine Reduktion des Abschlags auf das Branchenniveau würde selbst unter Vernachlässigung der eingeschränkten Vergleichbarkeit angesichts der Probleme bei Prime Office eine Marktkapitalisierung von 58,9 Mio. Euro rechtfertigen, gleichbedeutend mit einem Kurs von 6,30 Euro.

	Marktkap.	NAV	Discount
Hamborner REIT-AG	314,8	442,1*	*28,8%*
Prime Office REIT-AG	176,6	464,4	*62,0%*
alstria office REIT-AG	719,1	818,5	*12,2%*
Mittelwert			***34,3%***
Fair Value REIT-AG	45,9	89,6	*48,8%*
Annahme:			
Erholung auf branchendurchschnittliche Abschlagshöhe			
Fair Value REIT-AG	**58,9**	89,6	*34,3%*

*In Mio. Euro und Prozent; Werte zum 30.09.2012; * korrigiert um Stille Reserven*

DCF-Modell

Modellierung eines Portfoliozukaufs

Auch wenn bereits der Blick auf den gerade im Branchenvergleich hohen NAV-Abschlag ein deutliches Potenzial für die Fair Value-Aktie offenbart, bildet das nur einen Teil der mit dem Papier verbundenen Chancen ab. Wie es bereits andere Immobilienunternehmen vorgemacht haben, bietet nämlich die Expansion des Immobilienbestandes die attraktivste Option, die Erträge nachhaltig zu erhöhen. Denn von den immobilienspezifischen Bewirtschaftungskosten und der Finanzierung abgesehen, verursachen weitere Objekte bei vorhandenen Strukturen, wie sie auch bei Fair Value vorzufinden sind, kaum zusätzliche Kosten. Sie ermöglichen deswegen hohe Skaleneffekte beim Overhead und dadurch überproportional steigende Erträge. Allerdings blieb dieser Weg, der bei einem REIT aufgrund der begrenzten Innenfinanzierungsspielräume den Zugriff auf frisches Eigenkapital voraussetzt, Fair Value wegen des niedrigen Börsenkurses in den letzten Jahren verwehrt. Nun kommt das Unternehmen aber in eine Phase, wo insbesondere die absehbare Verbesserung des Finanzergebnisses einen Gewinnanstieg und damit eine Kurserholung über den rechnerischen Nennwert von 5 Euro ermöglichen könnte – und damit auch eine umfassende Kapitalerhöhung zum Erwerb eines großen Immobilienportfolios.

Verdopplung des Immobilienbestands

Einen solchen Expansionsschritt halten wir für ein wahrscheinliches Szenario, das wir im Rahmen eines DCF-Modells abgebildet haben. Es handelt sich hierbei um eine Post-Money-Betrachtung, bei der wir die erforderliche Kapitalaufnahme und die damit einhergehende Erhöhung der Aktienzahl bereits zum Startzeitpunkt als gegeben unterstellen. Insgesamt gehen wir im Modell davon aus, dass Fair Value zum Ende des Jahres 2013 ein Immobilienportfolio im Wert von 200 Mio. Euro erwerben wird, das zu 55 Prozent mit Fremdkapital finanziert wird. Von anderen Änderungen im Portfolio (z.B. Erhöhung des Anteils an Tochterunternehmen oder an den Beteiligungen) sehen wir aus Vereinfachungsgründen ab.

Aktienzahl steigt auf 26 Mio.

Nach Abzug der zuletzt verfügbaren liquiden Mittel erfordert die Transaktion somit eine Eigenkapitalaufnahme von 85 Mio. Euro. Dass der Markt grundsätzlich für solche Finanzierungen bereit ist, haben in den vergangenen 18 Monaten andere Immobilienunternehmen bereits bewiesen. Voraussetzung dafür ist aber, dass Fair Value den Investoren ein konkretes attraktives Immobilienpaket präsentieren kann. Aus Vorsichtsüberlegungen gehen wir trotzdem davon aus, dass die Emission zu 5 Euro je Aktie erfolgt, woraus sich fast eine Verdreifachung der Aktienzahl von derzeit 9,3 auf 26,3 Mio. Stück ergeben würde.

Umsatzsprung in 2014

Die Modellierung der Portfolioaufstockung resultiert in sprunghaft steigenden Mieterlösen ab 2014. Da wir zudem davon ausgehen, dass Fair Value bei einer derartigen Vergrößerung des Immobilienbestands auch gegenüber dem Dienstleister IC Immobilien verbesserte Konditionen aushandeln dürfte, erhöht sich das Nettovermietungsergebnis überproportional. Noch stärker fällt der Effekt beim Betriebsergebnis aus, da die nur geringfügig erhöhten allgemeinen Verwaltungskosten anteilsmäßig deutlich an Bedeutung verlieren. In Summe ergibt sich daraus im Vergleich mit 2013, das allerdings durch die anstehenden Neuvermietungen im Beteiligungsbereich deutlich schwächer ausfallen sollte als 2012, eine Vervierfachung des Gewinns. Auf dieser Basis modellieren wir für die restlichen Jahre des detaillierten Prognosezeitraums ein moderates Wachstum der Mieterlöse bei einer tilgungsbedingt langsam steigenden Nettomarge. Die nachfolgende Tabelle zeigt die wichtigs-

ten Daten des Detailprognosezeitraums von 2012 bis 2019, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 56 countries in 2011: a survey with 6,014 answers). Für den Beta-Faktor setzen wir 0,8 an und unterstellen damit eine unterdurchschnittliche Schwankungsintensität der Cashflows. Als ein breit diversifizierter Immobilienbestandhalter verfügt Fair Value über stabile Cashflows, deren Schwankung auch in den Krisenjahren nur moderat geblieben ist. Aus diesen Annahmen resultiert bei einer Zielkapitalstruktur mit 55 Prozent Fremdkapital ein WACC-Satz von 6,0 Prozent.

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019
Umsatzerlöse	11,2	11,3	28,5	29,1	29,7	30,3	30,9	31,5
Umsatzwachstum		0,5%	152,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT-Marge	58,5%	61,5%	72,9%	73,9%	74,3%	74,4%	74,5%	74,6%
EBIT	**6,6**	**7,0**	**20,8**	**21,5**	**22,0**	**22,5**	**23,0**	**23,5**
Steuersatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT	**6,6**	**7,0**	**20,8**	**21,5**	**22,0**	**22,5**	**23,0**	**23,5**
+ Abschreibungen & Amortisation	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	-0,8	-0,8	-0,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0
Operativer Brutto Cashflow	6,3	6,2	20,4	20,6	21,1	21,5	21,9	22,5
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen AV	4,8	2,0	1,2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8
Free Cashflow	**11,1**	**8,2**	**21,6**	**22,2**	**22,7**	**23,2**	**23,7**	**24,3**

Real Research-Schätzmodell

Fairer Wert: 9,13 Euro je Aktie

Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals in Höhe von 193 Mio. Euro (nach Kapitalaufnahme) ergibt die Modellierung des obigen Szenarios einen Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 240 Mio. Euro. Umgerechnet auf die unterstellte Aktienzahl von 26,3 Mio. resultiert hieraus trotz der massiven Verwässerung ein fairer Wert je Aktie von 9,13 Euro.

Hohes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Bewertung schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Hierbei sind zwei Aspekte zu berücksichtigen. Die operative Entwicklung von Fair Value unterliegt keinen großen Schwankungen und weist mithin eine gute bis sehr gute Prognostizierbarkeit auf. Allerdings basiert unsere Wertermittlung auf einem Szenario, dessen

Eintrittswahrscheinlichkeit exakt in der dargestellten Form als gering einzuschätzen ist. Insofern ist das Gesamtschätzrisiko eher als hoch einzuschätzen, wir taxieren es auf vier Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,0 und 7,0 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) liegt der faire Wert der Aktie zwischen 5,04 und 18,56 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,0%	18,56	15,55	13,30	11,54	10,14
5,5%	14,86	12,68	10,98	9,63	8,52
6,0%	12,08	10,44	**9,13**	8,06	7,16
6,5%	9,92	8,65	7,62	6,75	6,02
7,0%	8,19	7,19	6,36	5,65	5,04

Fazit

Bei Fair Value handelt es sich um einen solide und risikoarm aufgestellten Immobilienbestandhalter, der nach mehreren Konsolidierungsjahren nun die Chance hat, im kommenden Jahr auf einen Wachstumskurs zu schalten. Die Initialzündung dieser Entwicklung könnte die deutliche Verbesserung der operativen Profitabilität sein, die bereits im laufenden Jahr zu beobachten ist und deren Fortsetzung in 2013 und danach absehbar ist. Damit könnte der seit Langem stagnierende Aktienkurs belebt und neuer Spielraum für eine Kapitalaufnahme zur Finanzierung eines großen Expansionsschrittes eröffnet werden.

Ein solches Szenario, das nach unserer Schätzung mit einer Verdopplung des Immobilienbestands einher gehen könnte und für das im Management bereits Vorüberlegungen verfolgt werden, haben wir im Rahmen eines DCF-Modells abgebildet. Trotz einer im Modell unterstellten massiven Erhöhung der Aktienzahl führt die Kalkulation zu einem fairen Wert, der mit 9,13 Euro beim Doppelten des aktuellen Aktienkurses liegt. Doch die Aktie bietet auch auf Status Quo-Basis Aufwärtspotenzial. Gemessen am NAV notiert sie derzeit rund 50 Prozent unter dem Netto-Marktwert ihres Portfolios, branchenüblich sind hingegen rund 34 Prozent. Sollte sich die Erwartung einer verbesserten Gewinnentwicklung bestätigen, erscheint zumindest eine Reduktion dieses Abstands wahrscheinlich.

In Summe sehen wir die Fair Value-Aktie als eine relativ risikoarme, aber potenzialträchtige Anlagemöglichkeit und vergeben deswegen die Einstufung „Buy“. Unser Kursziel liegt bei 9,13 Euro (Postmoney).

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019
AKTIVA									
I. AV Summe	180,1	181,2	383,7	387,3	391,2	395,2	399,2	403,3	407,4
1. Immat. VG	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Als Finanzanlagen gehaltene Immobilien	129,1	127,8	328,4	330,1	331,7	333,4	335,0	336,7	338,4
4. At Equity bewertete Beteiligungen	50,8	53,4	55,2	57,2	59,5	61,8	64,2	66,6	69,0
II. UV Summe	11,3	203,4	3,0	13,7	18,1	22,1	26,2	30,6	35,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	77,5	167,7	170,1	185,3	195,0	204,4	214,2	224,6	235,2
II. Rückstellungen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	71,5	174,3	174,0	173,2	172,0	170,6	169,2	167,5	165,9
2. Kurzfristiges FK	42,2	42,3	42,4	42,2	42,1	42,0	41,8	41,6	41,4
BILANZSUMME	**191,4**	**384,6**	**386,7**	**401,1**	**409,3**	**417,3**	**425,5**	**433,9**	**442,7**

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019
Mieterträge	10,8	11,2	11,3	28,5	29,1	29,7	30,3	30,9	31,5
Umsatzerlöse	13,4	13,8	13,9	35,2	35,9	36,6	37,3	38,1	38,9
Nettovermietungsergebnis	8,8	9,0	9,1	23,2	23,8	24,4	24,9	25,4	25,9
Bewertungsergebnis	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,7	6,6	7,0	20,8	21,5	22,0	22,5	23,0	23,5
Beteiligungs- und Finanzergebnis	-1,3	0,5	-3,1	-3,8	-2,7	-2,4	-2,2	-1,9	-1,7
EBT	5,5	7,1	3,9	17,0	18,8	19,6	20,3	21,1	21,8
JÜ vor Anteilen Dritter	5,5	7,1	3,9	17,0	18,8	19,6	20,3	21,1	21,8
JÜ	4,6	6,0	3,3	15,8	17,5	18,2	18,9	19,8	20,5
EPS	0,5	0,2	0,1	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019
Cashflow	4,5	4,1	1,2	14,5	15,7	16,3	16,9	17,6	18,4
CF operativ	3,8	4,1	1,3	14,5	15,7	16,3	17,0	17,6	18,4
CF aus Investition	1,0	2,2	-200,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
CF Finanzierung	-9,1	186,7	-1,1	-2,5	-10,0	-11,0	-11,4	-11,8	-12,4
Liquidität Jahresanfa.	12,0	7,8	200,8	0,3	10,7	14,8	18,5	22,4	26,5
Liquidität Jahresende	7,8	200,8	0,3	10,7	14,8	18,5	22,4	26,5	30,8

Kennzahlen

Prozent	12 2011	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019
Umsatzwachstum	-7,5%	3,5%	0,6%	153,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marge Nettovermietungsergebnis	81,0%	80,0%	80,2%	81,4%	81,9%	82,4%	82,4%	82,4%	82,4%
EBIT-Marge	62,4%	58,5%	61,5%	72,9%	73,9%	74,3%	74,4%	74,5%	74,6%
EBT-Marge	50,7%	63,3%	34,2%	59,6%	64,8%	66,1%	67,2%	68,2%	69,2%
Netto-Marge (n.A.D)	42,5%	53,5%	29,0%	55,4%	60,2%	61,5%	62,5%	64,1%	65,1%

Impressum & Disclaimer

Impressum

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

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

Verantwortlicher Analyst
Dr. Adam Jakubowski

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

Disclaimer

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

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

I) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

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

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

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

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
-	-	-	-

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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