

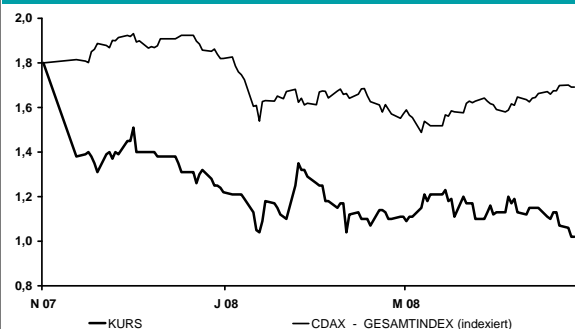
Immobilien • Deutschland

Fair value: EUR 1,38 (2,50*)

* nicht vergleichbar

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende der Studie -

Kurschart



Kerndaten

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Kurs (€) | 1,02 |
| 12 Monate H/T (€) | 1,8 / 1,02 |
| Marktkapitalisierung (Mio. €) | 33,7 |
| Streubesitz | 7,6 |
| Adj. Anzahl Aktien (Mio.) | 33,0 |
| Börsenkürzel | 4FR |
| ISIN | DE000A0KFRM5 |

Bewertungsmultiples

| Gj. 31/12 | 07 | 08e | 09e | 10e |
|---------------------|------|------|------|------|
| KGV | 10,2 | 8,9 | 10,1 | 10,2 |
| Dividendenrend. (%) | 0,0 | 7,8 | 7,8 | 7,8 |
| EV/EBITDA | 9,5 | 13,8 | 12,8 | 12,5 |

Kennzahl/Aktie (€)

| Gj. 31/12 | 07 | 08e | 09e | 10e |
|------------------|------|------|------|------|
| EpA (Erg./Aktie) | 0,13 | 0,11 | 0,10 | 0,10 |
| Dividende/Aktie | 0,00 | 0,08 | 0,08 | 0,08 |
| Buchwert/Aktie | 1,22 | 1,33 | 1,35 | 1,37 |

Finanzdaten • € Mio. • IFRS

| Gj. 31/12 | 07 | 08e | 09e | 10e |
|----------------------|-----|------|------|------|
| Mieteinnahmen | 1,8 | 7,2 | 10,3 | 10,9 |
| (vorher) | 2,5 | 11,7 | 19,2 | n.a. |
| EBITDA | 7,0 | 8,4 | 10,2 | 10,7 |
| (vorher) | 6,2 | 16,0 | 23,3 | n.a. |
| Ber. Ergebnis n. St. | 4,3 | 3,8 | 3,3 | 3,3 |
| (vorher) | 3,4 | 7,1 | 7,5 | n.a. |

Autor

| | |
|---------|--------------------------------------|
| Name | Piers Nestler, Senior Analyst |
| Telefon | +49(0)69 50951-460 |
| e-Mail | research@concord-ag.de |
| www | www.concord-research.de |

Institutional Sales +49(0)69 50951-241

Geschäftsjahr 2007

Ergebnis von Zuschreibungen geprägt

- Unrealisierte Gewinne von EUR 7,2 Mio. führten 2007 zu Periodenergebnis von EUR 4,3 Mio.
- Schätzungen aufgrund geringer als erwarteten Mittelzuflusses aus dem IPO grundlegend überarbeitet
- Derzeitiger finanzieller Spielraum ermöglicht Ausweitung des Immobilienbestands auf rund EUR 140 Mio.
- Neu ermittelter fairer Wert beläuft sich jetzt auf EUR 1,38 je Aktie

Die FranconoWest, die innerhalb der Franconofurt-Gruppe 2007 damit begann, sich auf den kleinteiligen Ankauf von Wohnimmobilien in Nordrhein-Westfalen zu fokussieren, erzielte im zurückliegenden Geschäftsjahr ein Periodenergebnis von EUR 4,3 Mio. Geprägt ist die nach IFRS aufgestellte Erfolgsrechnung vor allem von unrealisierten Gewinnen aus der Bewertung der Immobilien zum beizulegenden Zeitwert im Umfang von EUR 7,2 Mio. Bei einem Einkaufsvolumen von EUR 56,5 Mio., das sich auf 195 Liegenschaften mit fast 1.600 Wohnungen verteilte, entspricht dies einer Zuschreibung von knapp 13%. Diese Ertragskomponente ist zwar nicht cash-wirksam, zeigt aber, dass die FranconoWest zu günstigen Konditionen eingekauft hat. Nach HGB, das eine Bewertung des Immobilienportfolios zu fortgeführten Anschaffungskosten vorsieht, ergab sich hingegen ein Jahresfehlbetrag von EUR 2,4 Mio. Die Mieteinnahmen beliefen sich auf EUR 1,8 Mio. Das Eigenkapital (IFRS) betrug zum Bilanzstichtag EUR 38,8 Mio., während die liquiden Mittel mit EUR 15,3 Mio. ausgewiesen wurden.

Die im Prime Standard notierte FranconoWest war im November 2007 unter schwierigen Rahmenbedingungen an die Börse gegangen, wobei sie das angestrebte Emissionsvolumen nicht voll platzieren konnte. Da zudem die Muttergesellschaft 2 Mio. Aktien abgab, die vorher allerdings auch für die Anschubfinanzierung gesorgt hatte, flossen dem Unternehmen brutto nur EUR 5,4 Mio. an frischen Mitteln zu. Ferner konnte dadurch nur ein sehr geringer Streubesitzanteil von weniger als 10% erreicht werden.

Der Immobilienbestand kann mit den vorhandenen Mitteln auf rund EUR 140 Mio. ausgeweitet werden, während es für ein darüber hinausgehendes Wachstum weiterer Finanzierungsquellen bedarf. Auf Basis grundlegend überarbeiteter Schätzungen beläuft sich unser neu ermittelter fairer Wert jetzt auf EUR 1,38 je Aktie, während der Kennzahlenvergleich eine enorme Bewertungsbandbreite aufweist und daher nicht sehr aussagekräftig ist.

Ausblick

An den in unserer Emissionsstudie vom Oktober dargelegten Perspektiven der Gesellschaft als professioneller Nischenplayer in einem von privaten Investoren dominierten Marktsegment in der nach dem Großraum London zweitwichtigsten Städteagglomeration Europas hat sich grundsätzlich nichts geändert, mit einer allerdings nicht unbedeutenden Ausnahme: Durch die wesentlich geringer als geplant ausgefallene Kapitalerhöhung im Rahmen des Börsengangs und eines deutlich unter unseren damaligen Prämissen liegenden Mittelzuflusses verfügt die Gesellschaft über einen erheblich geringeren Finanzierungsspielraum. Wir gehen davon aus, dass die FranconoWest mit einem Cash-Bestand per Ende 2007 von EUR 15,3 Mio. sowie bei einem unterstellten Fremdkapitalanteil von 80% ihr Investitionsvolumen auf rund EUR 140 Mio. steigern kann und dieses Niveau bereits in spätestens einem Jahr erreicht sein wird. Für ein weiteres Wachstum im bisherigen Tempo wäre dann vermutlich eine neuerliche Kapitalerhöhung erforderlich.

Da wir Mittelzuflüsse aus potenziellen Kapitalerhöhungen nicht in unseren Schätzungen berücksichtigen, haben wir das Zahlenwerk auf Basis der bestehenden Finanzierungsmöglichkeiten fortgeschrieben, die sich laut Unternehmensangaben infolge der Subprime-Krise bislang nicht verschlechtert haben. Für das Immobilienvermögen haben wir im laufenden Jahr unter Berücksichtigung weiterer Veräußerungen einen Anstieg auf EUR 126 Mio. unterstellt. Im Februar hatte die FranconoWest ein erstes Immobilienportfolio im Umfang von EUR 9 Mio. an die britische Wohnungsgesellschaft Grainger verkauft, was dem Unternehmen zufolge 2008 nochmals zu einem positiven Ergebnisbeitrag führt, obwohl auf diese Objekte bereits 2007 Zuschreibungen vorgenommen worden waren. Für 2009 halten wir eine Ausweitung des Immobilienbestands auf gut EUR 140 Mio. für möglich, wohingegen weitere signifikante Expansionsschritte nur über die Erschließung zusätzlicher Finanzierungsquellen möglich sein dürfte, zumal die Gesellschaft weiterhin beabsichtigt, den überwiegenden Teil ihrer Cash Earnings auszuschütten.

Unsere übrigen Prämissen haben wir weitgehend unverändert gelassen. Sie beinhalten eine Mietrendite von 7,7%, eine Aufwandsquote von 14% der Mieteinnahmen für Verwaltung und Instandhaltung sowie Fremdkapitalkosten in Höhe von 6%. Allerdings haben wir aufgrund der kapitalbedingt verhalteneren Wachstumsperspektiven die Zuwächse bei den Personalkosten und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen etwas zurückgenommen. Zuschreibungen haben wir in unseren Schätzungen weiterhin nicht berücksichtigt, wohl aber cash-wirksame Veräußerungsgewinne, die wir auf 15% veranschlagen. Für 2008 haben wir neben dem bereits abgegebenen Paket weitere Immobilienverkäufe im Volumen von EUR 15 Mio. unterstellt, für die beiden Folgejahre von jeweils EUR 20 Mio.

Wie bereits im vergangenen Jahr dürfte das Periodenergebnis abermals in erheblichem Umfang von Zuschreibungen beeinflusst werden. Unsere Entscheidung, diese Ergebniskomponente nicht zu berücksichtigen, schränkt folglich die Ergebnisvergleichbarkeit deutlich ein, da der in unserer Schätzung für 2008 implizierte Ergebnisrückgang allein auf diesem Phänomen beruht. 2009 hingegen resultiert die leicht rückläufige Entwicklung dagegen auf der Annahme etwas geringerer Objektverkäufe und eines negativen Steuereffekts – 2008 sollte die Steuerposition aus der Auflösung der latenten Steuern profitieren, die 2007 auf die inzwischen verkauften Immobilien gebildet wurden. 2010 stagniert der Überschuss aufgrund fehlender Wachstumsimpulse im Immobilienvermögen.

Bewertung

Die zum Teil gewaltigen Kursverluste bei den deutschen Immobilienwerten stellen den Nutzen sowohl von kapitalwertbasierten als auch von kennzahlengestützten Bewertungsverfahren in Frage. Beim Multiplikatorverfahren wird das Ergebnis vom aktuellen Börsenumfeld bestimmt, das jedoch keinen Aufschluss darüber gibt, ob die herangezogenen Vergleichsunternehmen selbst über- oder unterbewertet sind. Die Bestimmung eines absoluten Werts umgeht dieses Problem. Da die darin einfließenden Ertragserwartungen

aber weit über den Anlagehorizont der Investoren hinausreichen, eignet sich dieser Ansatz für die Ableitung eines kurzfristigen Kursziels ebenfalls nur bedingt.

Mit diesen Einschränkungen im Hinterkopf haben wir unsere Bewertung für FranconoWest aktualisiert. Aus dem Shareholder value Modell leitet sich jetzt eine etwas geringere Vermögensrendite ab, weshalb wir auch die mittel- und langfristigen Returnparameter auf jeweils 5,5% zurückgenommen haben. Damit liegen sie eng an den Kapitalkosten, bei deren Berechnung wir den Beta-Faktor von 1,2 auf 1,5 angehoben haben, um der gestiegenen Risikoaversität der Marktteilnehmer vor allem im Small Cap Bereich Rechnung zu tragen. Als neuen fairen Wert des Eigenkapitals haben wir EUR 46,6 Mio. bzw. EUR 1,38 je Aktie ermittelt. Er entspricht damit dem für 2010 erwarteten Buchwert je Aktie.

Kurs/Buchwert-Verhältnis

| | berichtet | adjustiert |
|--------------------------------------|-------------|-------------|
| Colonia Real Estate | 0,94 | 1,10 |
| Deutsche Wohnen | 0,79 | 1,30 |
| FranconoRheinMain | 1,00 | 1,13 |
| GAGFAH SA | 0,95 | 1,35 |
| Patrizia Immobilien | 0,56 | 0,61 |
| Tag Tegernsee | 0,72 | 0,78 |
| Vivacon | 0,97 | 1,33 |
| Mittelwert (ohne Extrema) | 0,88 | 1,13 |

Quelle: Thomson Financial, Concord

Aufgrund der Zuschreibungsproblematik erscheint uns für den Peer group Vergleich weiterhin ein bereinigtes Kurs/Buchwert-Verhältnis als die aussagekräftigste Bewertungskennziffer. Sie zeigt, dass die Vergleichsunternehmen mit einem leichten Aufschlag von rund 10% zu ihrem um Zuschreibungen bereinigten Buchwert gehandelt werden. Bei einem adjustierten Eigenkapital von EUR 35,9 Mio. impliziert dies für die FranconoWest eine Bewertung von gut EUR 40 Mio. bzw. EUR rund 1,23 je Aktie. Gegenüber den ausgewiesenen Buchwerten ergibt sich hingegen im Mittel ein Abschlag von mehr als 10%.

Von einer formalen Herleitung des Unternehmenswerts über die Gewinngrößen haben wir diesmal abgesehen, weil sie für ein aussagekräftiges Ergebnis eine zu große Bandbreite aufweist, die von knapp EUR 26 Mio. beim KGV bis zu EUR 64 Mio. beim EV/EBITDA-Multiple reicht. Beim Enterprise value haben wir für FranconoWest nicht die aktuelle Nettoverschuldung herangezogen, da sie unrepräsentativ ist, sondern sie aus dem durchschnittlichen Verschuldungsgrad der Vergleichsunternehmen abgeleitet.

FranconoWest - Shareholder value-Analyse

| Mio. EUR | Wertschöpfung | Freier Cash flow | Diskontierungsfaktor | Wertschöpfung (PV) | Freier Cash flow (PV) |
|------------------------------------|---------------|------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|
| 12/2008e | (0,34) | (45,63) | 0,9245 | (0,31) | (42,19) |
| 12/2009e | (0,40) | (6,49) | 0,8740 | (0,35) | (5,67) |
| 12/2010e | (0,72) | 4,82 | 0,8273 | (0,59) | 3,99 |
| Terminal- / Continuing value | | | | 5,16 | 127,43 |
| Summe | | | | 3,90 | 83,56 |
| Net assets (12/2007) | | | | 79,66 | |
| Fairer Wert (EK + FK) | | | | 83,56 | 83,56 |
| Adjustierungsfaktor per 06/05/2008 | | | | | 1,028 |
| Fairer aktueller Wert (EK + FK) | | | | | 85,87 |
| Verbindlichkeiten (12/2007) | | | | | (39,26) |
| Fairer Wert des Eigenkapitals | | | | | 46,61 |
| Fair value je Aktie (EUR) | | | | | 1,38 |
| Modellparameter | (2011 - 2015) | (ab 2016) | | | |
| RONA (%) | 5,5 | 5,5 | | | |
| CAGR Net assets (%) | 2,0 | 2,0 | | | |
| Netto-Investitionsrate (%) | 36,4 | 36,4 | | | |
| WACC (%) | 5,8 | 5,3 | | | |

Sensitivitätsanalysen

Kurspotenzial in Abhängigkeit von RONA und Wertschöpfungswachstum

| Mfr. Wachstum p.a. (%) | Mfr. RONA (%) | | | | | Lfr. Wachstum p.a. (%) | Lfr. RONA (%) | | | | |
|------------------------|---------------|-----|-----------|-----|-----|------------------------|---------------|-----|-----------|-----|-----|
| | 5,0 | 5,3 | 5,5 | 5,8 | 6,0 | | 5,0 | 5,3 | 5,5 | 5,8 | 6,0 |
| 1,0 | 30 | 34 | 38 | 42 | 46 | 1,0 | (3) | 16 | 34 | 52 | 70 |
| 1,5 | 30 | 34 | 38 | 42 | 46 | 1,5 | (5) | 15 | 36 | 56 | 77 |
| 2,0 | 30 | 34 | 38 | 43 | 47 | 2,0 | (9) | 15 | 38 | 62 | 86 |
| 2,5 | 31 | 35 | 39 | 43 | 47 | 2,5 | (14) | 14 | 42 | 70 | 98 |
| 3,0 | 31 | 35 | 39 | 44 | 48 | 3,0 | (21) | 13 | 47 | 81 | 115 |

Kurspotenzial nach einer Zinsänderung

| | | | | | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| Lfr. Kapitalmarktzins (%) | 3,14 | 3,39 | 3,64 | 3,89 | 4,14 | 4,39 | 4,64 | 4,89 | 5,14 |
| Kurspotenzial (%) | 167 | 128 | 94 | 64 | 38 | 15 | (5) | (24) | (40) |

Kurspotenzial in Abhängigkeit von der Risikoprämie

| | | | | | | | | | |
|--------------------------|-----|-----|-----|-----|------------|-----|-----|------|------|
| Risikoprämie (%) | 2,0 | 2,5 | 3,0 | 3,5 | 4,0 | 4,5 | 5,0 | 5,5 | 6,0 |
| Kurspotenzial (%) | 130 | 103 | 80 | 58 | 38 | 20 | 4 | (12) | (26) |

Kurspotenzial in Abhängigkeit vom mittelfristigen Beta

| | | | | | | | | | |
|--------------------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Mittelfristiges Beta | 1,50 | 1,20 | 1,30 | 1,40 | 1,50 | 1,60 | 1,70 | 1,80 | 1,90 |
| Kurspotenzial (%) | 38 | 46 | 44 | 41 | 38 | 36 | 33 | 31 | 28 |

FranconoWest - Wertschöpfung

| | 12/05 | 12/06 | 12/07 | 12/08e | 12/09e | 12/10e |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR |
| Wertschöpfung (Economic profit) | | n/m | 6,24 | (0,34) | (0,40) | (0,72) |
| Adjustiertes Ergebnis nach Steuern | | (0,03) | 6,54 | 6,16 | 7,20 | 7,47 |
| Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern | | n/m | 0,3 | 6,5 | 7,6 | 8,2 |
| Wertschöpfungs-Marge (%) | | n/m | n/m | (0,4) | (0,3) | (0,5) |
| Return on net assets (%) | | n/m | n/m | 7,7 | 5,5 | 5,1 |
| Gewichteter Kapitalkostensatz n. St.* (%) | | n/m | 10,2 | 8,2 | 5,8 | 5,6 |

* Vorjahresendwerte

| | 12/06 | 12/07 | 12/08e | 12/09e | 12/10e |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR | Mio. EUR |
| Gewinn- und Verlustrechnung | | | | | |
| Gesamtleistung | 0,00 | 1,80 | 7,19 | 10,29 | 10,94 |
| EBITDA | (0,04) | 6,99 | 8,40 | 10,23 | 10,71 |
| EBIT | (0,04) | 6,97 | 8,38 | 10,21 | 10,69 |
| Ergebnis vor EE-Steuern | (0,03) | 6,23 | 4,99 | 4,82 | 4,76 |
| Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter | (0,02) | 4,25 | 3,76 | 3,33 | 3,29 |
| Ergebnis je Aktie (EUR) | (0,00) | 0,13 | 0,11 | 0,10 | 0,10 |

Bilanz

| | | | | | |
|-------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Anlagevermögen | 0,14 | 56,52 | 127,30 | 142,98 | 145,79 |
| Umlaufvermögen | 2,92 | 25,55 | 7,20 | 5,45 | 5,40 |
| Sonstige | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Summe Aktiva | 3,07 | 82,08 | 134,50 | 148,43 | 151,19 |
| Eigenkapital | 2,99 | 38,81 | 42,57 | 43,26 | 43,91 |
| Verbindlichkeiten | 0,08 | 41,67 | 90,68 | 103,92 | 106,03 |
| Sonstige | (0,00) | 1,59 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Summe Passiva | 3,07 | 82,08 | 134,50 | 148,43 | 151,19 |

Net assets

| | | | | | |
|--|------|--------|--------|--------|--------|
| Capital employed | 2,90 | 23,23 | 5,03 | 3,72 | 4,36 |
| Working capital | 2,86 | 25,06 | 6,46 | 4,67 | 4,60 |
| Übriges operatives Vermögen | 0,04 | (1,82) | (1,43) | (0,95) | (0,24) |
| Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien | 0,10 | 56,43 | 126,43 | 141,43 | 143,43 |
| Net assets | 2,99 | 79,66 | 131,46 | 145,15 | 147,79 |

Kapitalflussrechnung

| | | | | | |
|--|--------|---------|---------|---------|--------|
| Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit | 0,04 | (1,73) | 12,14 | 2,84 | 2,97 |
| Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit | (0,14) | (56,41) | (70,80) | (15,70) | (2,83) |
| Mittelveränderung aus Finanzierungstätigkeit | 3,01 | 70,51 | 48,38 | 10,36 | (0,64) |
| Veränderung liquide Mittel | 2,91 | 12,37 | (10,28) | (2,50) | (0,50) |

Operative Margen

| | | | | | |
|-------------------|-----|-------|------|------|------|
| Vorsteuerermarge | n/m | 346,4 | 69,4 | 46,9 | 43,5 |
| Nachsteuerermarge | n/m | 236,5 | 52,3 | 32,3 | 30,0 |

Kennziffern

| | | | | | |
|----------------------------------|--------|------|------|------|------|
| Eigenkapitalquote (%) | 97,0 | 49,2 | 32,6 | 30,0 | 29,9 |
| Eigenkapitalrendite vor Steuern | (1,8) | 28,7 | 11,8 | 10,9 | 10,6 |
| Eigenkapitalrendite nach Steuern | (1,1) | 19,6 | 8,9 | 7,5 | 7,3 |
| Zinsdeckung | (26,0) | 10,6 | 2,2 | 1,9 | 1,8 |
| Ausschüttungsquote (%) | 0,0 | 0,0 | 70,2 | 79,3 | 80,4 |

Concord Investmentbank AG

Große Gallusstraße 9

60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069/50951-0

Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2008 Herausgeber: Concord Investmentbank AG, Große Gallusstraße 9, D 60311 Frankfurt. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der Concord Investmentbank AG und/oder der eines mit ihr verbundenen Unternehmens und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Studie genannten Datum vertretene Sichtweise wieder und können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die Concord Investmentbank AG sowie mit ihr verbundene Unternehmen irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Diese Studie wendet sich ausschließlich an institutionelle bzw. professionelle Anleger. Anleger sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Performance der genannten Wertpapiere, insbesondere im Hinblick auf die genannten Kursziele, keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Concord Investmentbank AG gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein.

Wesentliche Informationsquellen: Geschäftsberichte, Unternehmensberichte, Management, Wirtschafts- und Fachpresse, Informationsdienste (Thomson Financial), veröffentlichte Statistiken, Internet.

Zusammenfassung der bei der Erstellung der Analyse genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden: Residualgewinnverfahren (Shareholder value Analyse) und Kennzahlenbewertung (Peer group Analyse).

Das Bewertungsergebnis ist unter anderem aufgrund von Veränderungen in den Bewertungsparametern wie Kurse, Zinsen und Ergebnisschätzungen äußerst sensitiv und kann sich kurzfristig ändern, ohne dass die Concord Investmentbank AG hierüber informiert.

Die Concord Investmentbank AG aktualisiert diese Analyse in der Regel halbjährlich.

Die Concord Investmentbank AG hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden und diese sofern vorhanden offen zu legen. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren. Die Analysten halten auch keinen Eigenbestand an den analysierten Wertpapieren. Verantwortlich für die laufende Überwachung der gesetzlichen Pflichten ist die Compliance-Stelle der Concord Investmentbank AG.

Die Concord Investmentbank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen sowie der Ersteller und mitwirkende Personen und Unternehmen halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine wesentliche Beteiligung am analysierten Unternehmen.

Die Concord Investmentbank AG erklärt hiermit, dass die unten genannten Interessenkonflikte im Hinblick auf die besprochenen Wertpapiere bestehen können und kommt somit ihrer Verpflichtung aus § 34b WpHG nach:

Die Concord Investmentbank AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie möglicherweise einen wechselnden Handelsbestand in den besprochenen Wertpapieren.

Die Concord Investmentbank AG betreut die analysierten Wertpapiere als Designated Sponsor und/oder als Market Maker. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Concord Investmentbank AG oder verbundene Unternehmen und/oder Stellvert-

reter derselben einen Handelsbestand bzw. Long- oder Shortpositionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren oder verwandten Wertpapieren halten.

Die Concord Investmentbank AG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission der Wertpapiere beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind.

Die Concord Investmentbank AG und/oder eines mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem Emittenten der besprochenen Wertpapiere an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankinggeschäften gebunden bzw. erhielten aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung.

Diese Analyse wurde im Auftrag des Emittenten erstellt und vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, um die sachliche Richtigkeit (nicht Einschätzungen oder Kursziele) sicherzustellen. Danach wurde die Analyse nicht mehr geändert. **Da es sich um Auftragsresearch gegen Entgelt handelt, entspricht die vorliegende Analyse nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit.** Die Verfasser haben aber faktisch nach bestem Wissen und Gewissen vollkommen unvoreingenommen gearbeitet.

Die Vergütung der Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Bei den verwendeten Kursen handelt es sich um Tagesendkurse an der Frankfurter Wertpapierbörse/Xetra vom Vortag (bezogen auf das Veröffentlichungsdatum).

Folgende vorangegangenen Studien zum Emittenten wurden bisher veröffentlicht:

| DATUM | FAIRER WERT | KURS |
|------------|-------------|-----------------|
| 17.10.2007 | EUR 2,50 | Emissionsstudie |

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).