

Update (Entry Standard (Open Market), Frankfurt):

## FRIMAG Frankfurter Immobilien AG

**Hohe Rendite mit Frankfurter Immobilien in guten Wohnlagen**

**Kursziel (12 Monate, unverändert): EUR 8,60 - 9,00**  
**Anlageempfehlung (unverändert): Kaufen bis EUR 7,50**

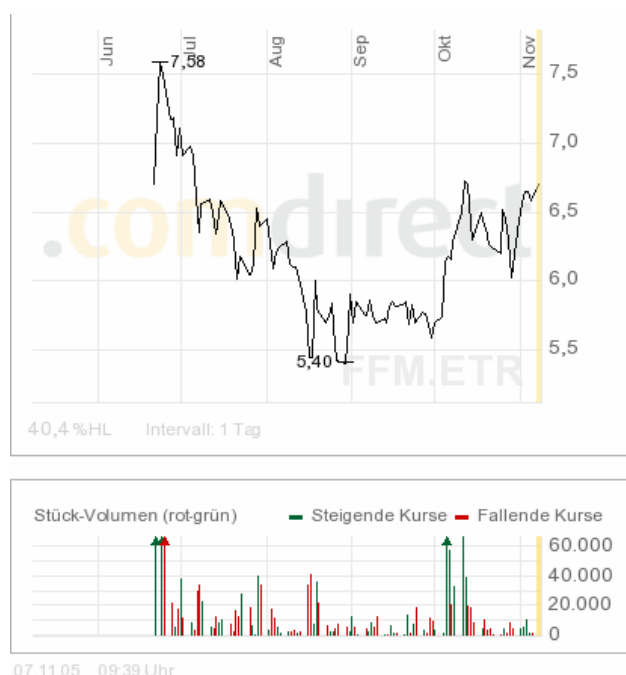
Börsenkürzel	FFM	Dividendenrendite (2006)	6,0 %
ISIN	DE0006372626	KGV (2006)	14,0
Anzahl Aktien	4,0 Mio. Stück	CAGR (Erg., 2002/03-2007e)	33,7 %
Marktkapitalisierung	26,8 Mio. Euro	PEG-Ratio (2006)	0,42
Free Float	25,0 %	KUV (2006)	1,53
Akt. Kurs (07.11.05)	EUR 6,70	KBV	2,85

Branche/Geschäftstätigkeit: Immobilien (Aufteilung von Immobilienbesitz, regionale Konzentration auf ausgewählte Stadtteile Frankfurts, kein Bestandshalter)

Die Erstzeichner der FRIMAG-Aktie mögen enttäuscht sein über die bislang bescheidene Kursentwicklung dieses spezialisierten Handelshauses für „schöne Frankfurter Wohnungen“. Doch es gibt keinen Grund, die Aktie vorzeitig aus der Hand zu geben, denn die Zahlen zur Geschäftsentwicklung weisen steil nach oben und liegen im Rahmen der Erwartungen.

Durch die minimalen Veränderungen der Prognosezahlen für 2005 verändert sich der Ertragswert der FRIMAG-Aktie nur unwesentlich. Auch die vom Kapitalmarkt eingeforderten Sicherheitsabschläge dürften sich so kurz nach dem Börsendebüt nur wenig verändert haben, weshalb wir unsere Zielkurse ebenso beibehalten. Nach beachtlichen Ausschlägen nach oben und unten ist die FRIMAG-Aktie heute noch ungefähr zum Emissionspreis von EUR 6,50 „plus Zinsaufschlag“ an der Börse erhältlich. Bis zu einem Kursniveau von EUR 7,50 bleibt die FRIMAG-Aktie nach unserer Meinung ein klarer Kauf.

**Die FRIMAG-Aktie ist mit ca. 20.000 Aktien Tagesumsatz (alle Börsen, Durchschnitt der letzten drei Monate) noch ein eher marktenger Titel, bei dem größere Orders zu Kursausschlägen führen können. Daher sollten Kauf- oder Verkauforders nach Möglichkeit vorsichtshalber unter Einsatz eines Kurslimits erteilt werden.**



## Aktuelle Geschäftsentwicklung

In den ersten neuen Monaten des laufenden Geschäftsjahres wurden 4,4 Mio. Euro umgesetzt, gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung von rund 47 %. Mit 0,98 Mio. Euro erreichte das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBIT) 22 % der Umsätze. Der Trend weist auf eine zunehmende Belebung der Geschäftstätigkeit hin: nach 2,3 Mio. Umsatz während der ersten sechs Monate des Jahres 2005 (Durchschnitt pro Monat: EUR 383.000) wurden im dritten Quartal 2,1 Mio. Euro verbucht (Durchschnitt pro Monat: EUR 700.000) und alleine im Monat September 2005 0,98 Mio. Euro. Auf Basis des Gesamtjahres hält der Vorstand an seiner Prognose von 7 Mio. Euro (Durchschnitt pro Monat: EUR 583.000) fest. In den verbleibenden drei Monaten des Geschäftsjahres müßten folglich je EUR 867.000 Umsätze gebucht werden.

(alle Angaben in TEUR)	01/05-09/05	gegenüber Vorjahr	01/04-09/04
Umsatzerlöse	4.431	+ 47 %	3.015
Rohertrag	2.115	+ 122 %	951
EBIT	976	+ 7.737 %	12,5
EBIT-Marge vom Umsatz	22,0 %	+ 21,6 PP	0,4 %
EBT	146	n.a.	-71
Ergebnis nach Steuern*	137	n.a.	-71
Umsatzrendite	3,1 %	+ 5,5 PP	-2,4 %

Die Käufe neuer Objekte erreichten bereits per Ende des dritten Quartales den Wert von 7 Mio. Euro, womit die Basis für die weitere Expansion und Einlösung der Prognosen gelegt ist. Zum Ende diesen Geschäftsjahres ist das Erreichen eines Einkaufsvolumens von über 10 Mio. Euro realistisch, da die Kapitalversorgung der Gesellschaft vorläufig keinen Engpaß darstellt. Erwartungsgemäß wurde der Vorstand angesichts seiner frisch gefüllten Firmenkasse von verkaufsinteressierten Immobilieneigentümern mit Angeboten überhäuft, doch bleibt die FRIMAG ihrem Konzept treu und beschränkt ihre Tätigkeit auf die von ihr bearbeiteten Stadtteile und Objektarten. Selbst in dieser Nische herrscht kein Mangel an kaufwürdigen Häusern. Der einzige derzeitige Engpaß zeigt sich, wie der Vorstand andeutet, bei den eigenen personellen Kapazitäten der Gesellschaft und ihrer Dienstleister, die derzeit mit Ankauf, Aufbereitung, Aufteilung und Abverkauf von „schönen“ Frankfurter Innenstadtobjekten für die FRIMAG voll ausgelastet sind.

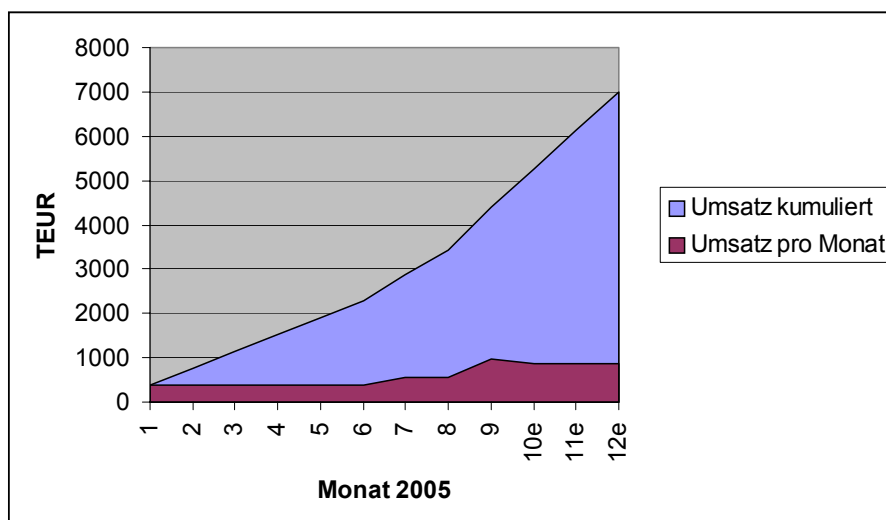


Diagramm: Umsatzverlauf und –prognose 2005; e: erwartet (Unternehmensangaben und eigene Analystendarstellung)

Um die IPO-Kosten von EUR 679.000 (= EUR 0,19 je Aktie) bereinigt beziffert das Immobilienhandelshaus sein Ergebnis je Aktie auf EUR 0,23 gegenüber einem negativen Vorjahresergebnis von EUR 0,07 je Aktie. Da die Kosten des Börsengangs bereits verdaut sind, sollte das Ergebnis des vierten Quartales voll auf den Gewinn durchschlagen. Bei Annahme weiterhin proportionaler Aufwandspositionen entsprechend der drei Vorquartale ließe sich das Ergebnis des vierten Quartales mit etwa EUR 478.000,-- (vor Steuern), das Jahresergebnis vor Steuern mit EUR 625.000,-- und nach Steuern EUR 409.000,-- oder EUR 0,114 je jahresdurchschnittlich ausgegebener Aktie abschätzen.

Die avisierte Dividendenausschüttung von EUR 0,15 je Aktie würde, auf Basis 4,0 Mio. dividendenberechtigter Aktien, EUR 600.000,-- erfordern, wovon EUR 355.000,-- als Gewinnvortrag bereits vorhanden sind und folglich lediglich EUR 245.000,-- aus dem Jahresergebnis benötigt würden.

Wenn der Vergleich zwar hinken mag, so liefert er doch einen interessanten Hinweis auf die Perspektive spezialisierter Immobilienunternehmen: Blickt man nur zwei Jahre in die Vergangenheit, so belief sich der Börsenwert der Vivacon AG ungefähr auf denselben Betrag, mit dem die FRIMAG heute bewertet wird.

### **Eigenkapitalbewirtschaftung**

Nach wie vor hat die FRIMAG aus den per Börsengang zugeflossenen Eigenmitteln gemeinsam mit den Hypothekendarlehen ihrer Partnerbanken ein Immobilien-Einkaufsvolumen von insgesamt 30 Mio. Euro zur Verfügung – abgesehen vom bereits vor dem IPO vorhandenen Eigenkapital und dem zugehörigen Finanzierungsvolumen. Die seit dem Börsengang erworbenen Objekte wurden jedoch überwiegend nicht mit 80 % Fremdkapital finanziert, sondern bis zu 100 % mit Eigenmitteln bezahlt. Dies mag auf den ersten Blick befremden, da der gewünschte Hebeleffekt bei der Eigenkapital-Rentabilität ausbleibt. Doch andererseits optimiert die Gesellschaft dadurch kurzfristig ihren Liquiditätseinsatz, indem sie ungenutzte Liquidität nicht zum Tagesgeld-Zinssatz anlegt, sondern ihren Aktionären Aufwand in Höhe der Hypothekenzinsen erspart.

Bei einem angenommenen Volumen von 5,0 Mio. Euro, das auf diese Weise die Differenz zwischen Tagesgeld-Zins und Hypothekenzins erwirtschaftet, errechnet sich pro Jahr ein Effekt von ca. EUR 75.000 - oder gut EUR 0,02 je Aktie. Nach Aussage des Vorstands läßt sich die ursprüngliche Finanzierungsrelation (20 % Eigenkapital, 80 % Fremdkapital) jederzeit wiederherstellen.

### **„Premium-Freiverkehr“: der Entry Standard**

Seit 25. Oktober 2005 wird die FRIMAG-Aktie im Entry Standard der Frankfurter Börse gelistet. Es wird noch abzuwarten sein, ob das neue Marktsegment den dort gelisteten Emittenten eine erhöhte Aufmerksamkeit sowie überdurchschnittliche Performance bescheren wird. Immerhin hebt sich die Gesellschaft mit vergleichsweise geringem Mehraufwand aus der Masse der im Freiverkehr gelisteten Unternehmen ab und demonstriert gleichzeitig, daß es die Anforderungen der Investoren in Bezug auf Transparenz und Berichtsqualität ernst nimmt, versteht und angemessen zu erfüllen plant.

## Überarbeitete Prognoserechnungen

Die Summe der vorsichtig kalkulierten Marktwerte wird mit 28,8 Mio. Euro nach 17,1 Mio. Euro zum Zeitpunkt des Börsengangs („pre money“) beziffert.

Wir behalten unsere Prognosen für 2005 weitgehend bei und unterstellen gemäß den vorgenannten Überlegungen einen geringfügig niedrigeren Zinsaufwand, ein um EUR 50.000,-- höheres EBT sowie ein um EUR 30.000 höheres Nachsteuerergebnis. Unter Berücksichtigung der IPO-Kosten errechnet sich ein von EUR 0,179 auf EUR 0,238 gestiegenes DVFA-Ergebnis je Aktie.

(in Mio. EUR)	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e
Einkaufsvolumen	10,25	17,50	16,25	20,00	28,00
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>6,93</b>	<b>16,17</b>	<b>24,31</b>	<b>23,84</b>	<b>34,26</b>
Rohertrag	2,50	5,83	8,75	8,58	12,33
Beteiligungsertrag	0,07	0,16	0,24	0,24	0,34
Personalaufwand	-0,47	-0,55	-0,60	-0,80	-1,00
Sonstiger Aufwand	-1,30	-1,90	-2,46	-2,50	-2,65
<b>EBIT</b>	<b>0,79</b>	<b>3,53</b>	<b>5,93</b>	<b>5,52</b>	<b>9,02</b>
EBIT-Marge (%)	11,4 %	21,8 %	24,4 %	23,2 %	26,3 %
Zinsen	-0,21	-0,58	-0,92	-0,96	-1,20
<b>EBT</b>	<b>0,63</b>	<b>2,95</b>	<b>5,01</b>	<b>4,56</b>	<b>7,82</b>
EBT-Marge (%)	9,1 %	18,3 %	20,6 %	19,1 %	22,8 %
Steuerquote	-0,22	-0,84	-1,76	-1,60	-2,74
<b>Ergebnis n.St.</b>	<b>0,41</b>	<b>1,92</b>	<b>3,26</b>	<b>2,96</b>	<b>5,09</b>
Umsatzmarge (%)	5,9 %	11,9 %	13,4 %	12,4 %	14,8 %
Anzahl Aktien**	3,583 Mio.	4,0 Mio.	4,0 Mio.	4,0 Mio.	4,0 Mio.
<b>EPS (EUR) n. DVFA</b>	<b>0,238</b>	<b>0,480</b>	<b>0,815</b>	<b>0,741</b>	<b>1,271</b>
EPS (EUR) ex IPO-Kosten	0,114	0,480	0,815	0,741	1,271
Div. je Aktie (EUR)	0,15*	0,40	0,50	0,50	0,75

\*) Unter teilweiser Verwendung des Gewinnvortrags. Eine Dividendenzahlung auf das durch den Börsengang erhöhte Grundkapital erscheint auch dann gesichert, wenn das Jahr 2005 überraschend schlechter beendet werden sollte, da die Gesellschaft noch über einen Gewinnvortrag von EUR 355.000,-- verfügt.

\*\*) Adjustierte Anzahl jahresdurchschnittlich ausgegebener Aktien, gemäß DVFA-Vorschrift.  
„e“: erwartet

Der besondere Aufwand durch den Börsengang wurde als „sonstiger Aufwand“ in 2005 verfaßt, jedoch bei der Berechnung des Ergebnisses je Aktie „EPS nach DVFA“ als außerordentliche Position bereinigt.

## Weitere Perspektiven

Noch steht nicht fest, welche gesetzgeberischen Weiterungen die Koalitionsverhandlungen in Berlin nach sich ziehen werden. In der Immobilienbranche gibt es eine starke Lobby, die für die Einführung äquivalenter Konstrukte zu den angelsächsischen Real Estate Investment Trusts (REIT) plädiert. Sollte es zu deren Einführung in Deutschland kommen, so befindet sich die FRIMAG dank ihres Know hows und der kompletten Infrastruktur innerhalb der eigenen Unternehmensgruppe in einer überaus guten Ausgangslage, einen – nicht eben großen, aber klar fokussierten - „Frankfurter Premium-Wohnungs-REIT“ aufzulegen.

Chart-Quelle: Telekurs

## Disclaimer

Diese Studie wurde von Axxon Wertpapierhandelsbank AG erstellt. Die Axxon Wertpapierhandelsbank AG ist Lead-Manager für den Börsengang der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG.

**Dieses Dokument ist vertraulich zu behandeln und dient ausschließlich zu Informationszwecken. Das Dokument darf zu keinem Zweck, weder ganz noch in Teilen, vervielfältigt oder weiterverarbeitet bzw. an irgendeine andere Person weiterverteilt werden. Alle Informationen und Daten aus dieser Researchstudie stammen aus Quellen, die die Axxon Wertpapierhandelsbank AG für zuverlässig hält, jedoch keiner neutralen Prüfung unterzogen hat. Weder die Axxon Wertpapierhandelsbank AG noch die FRIMAG Frankfurter Immobilien AG noch Dritte geben Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments, noch übernehmen sie eine in diesem Zusammenhang entstehende Haftung oder Verantwortung. Axxon Wertpapierhandelsbank AG ist nicht berechtigt, Informationen, Zusicherungen und Gewährleistungen im Namen der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG oder im Namen von Dritten in diesem Dokument abzugeben.**

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der von der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG und der zuständigen Wertpapieraufsicht genehmigt ist, und darf nicht auf Grundlage dieses Dokumentes erfolgen. Die in diesem Dokument besprochenen Investments können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage unpassend sein. Privatanleger sollten vor der Erteilung einer Order in jedem Fall den Ratschlag ihrer Bank, ihres Brokers oder ihres Investment- oder Vermögensberaters einholen.

Die Axxon Wertpapierhandelsbank AG und ihre gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder, leitende Angestellte und Mitarbeiter können eigene Bestände an in dieser Studie besprochenen Titeln (oder anderen damit verbundenen Titeln) halten, diese aufstocken oder veräußern, bzw. Long- oder Shortpositionen eingehen. Die Axxon Wertpapierhandelsbank AG kann für die in dieser Studie besprochenen Titeln (oder anderen damit verbundenen Titeln) als Market Maker handeln, sie zum Zwecke des Underwritings übernehmen, für eigene Rechnung vom Kunden erwerben oder an den Kunden verkaufen und gegenüber den Emittenten Investment- oder Underwriting-Dienstleistungen erbringen. Weiterhin kann die Axxon Wertpapierhandelsbank AG die in diesem Bericht genannte Gesellschaft beraten oder bereits beraten haben und sie kann, soweit im Rahmen gesetzlicher Möglichkeiten erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Axxon Wertpapierhandelsbank AG, die FRIMAG Frankfurter Immobilien AG oder Dritte sind nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

In Großbritannien darf dieses Dokument ausschließlich dem in Artikel 11 Absatz (3) (nicht aber im Sinne von Art. 11, Abs. (3)(c) des « Financial Services Act » 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) bestimmten Personenkreis, in Frankreich nur „Investisseurs Qualifiés“ nach Artikel 6-II der Ordonnance No. 67-833 vom 28.09.1967 und in Deutschland nur Personen, die gemäß Verkaufsprospektgesetz, Abschnitt II vom 13.12.1990 mit Wertpapieren aufgrund Ihres Berufes handeln zur Verfügung gestellt werden.

Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan versandt oder auf sonstige Weise verbracht werden. Ebenso wenig darf es einer U.S. Person (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933 in seiner jeweils geltenden Fassung) oder einem Staatsbürger Kanadas oder Japans außerhalb dieser Länder zugänglich gemacht werden. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten kann eine Verletzung der jeweiligen Gesetze darstellen. Die Verbreitung dieses Dokumentes in andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetze oder andere Restriktionen eingeschränkt sein. Personen, die in den Besitz dieses Dokumentes gelangen, sollten sich über die jeweiligen Gesetze und Restriktionen informieren und diese einhalten.

Axxon Wertpapierhandelsbank AG  
Hafenstr. 54  
60327 Frankfurt am Main  
Tel: 0 69 - 2470 2800  
Fax: 0 69 - 2470 2850  
[info@axxon-wphbank.de](mailto:info@axxon-wphbank.de)  
[www.axxon-wphbank.de](http://www.axxon-wphbank.de)

Autor: Volker Deibert, Institut für Nebenwerteanalyse e.V., 85375 Neufahrn

Weder der Autor noch das Institut für Nebenwerteanalyse oder von diesen abhängige Personen besitzen Aktien oder ähnliche Rechte an der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG oder der emissionsbegleitenden Axxon Wertpapierhandelsbank AG.

**Aktien sind Risikopapiere! Die Risikohinweise am Ende dieses Dokumentes gelten für das gesamte Dokument!**