

# Emissionsresearch

FRIMAG  Frankfurter Immobilien AG

**Axxon**

erstellt von Wertpapierhandelsbank AG



Neuemission (Freiverkehr, Frankfurt):

## FRIMAG Frankfurter Immobilien AG

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

**Kursziel (12 Monate): EUR 8,60 - 9,00**

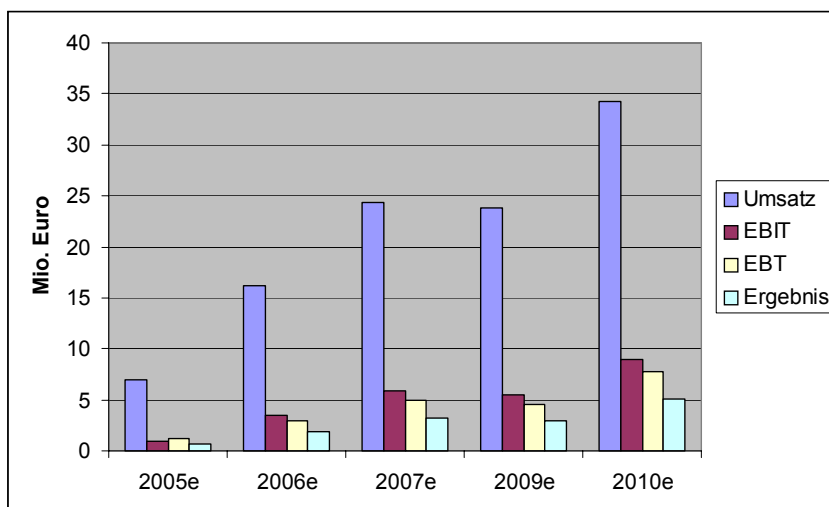
**Anlageempfehlung: Zeichnen/Kaufen bis EUR 7,50**

Börsenkürzel	FFM	Dividendenrendite (2006)	6,15 %
ISIN	DE0006372626	KGV (2006)	13,5
Anzahl Aktien	4,0 Mio. Stück	CAGR (Erg., 2002/03-2007e)	33,7 %
Marktkapitalisierung	26,0 Mio. Euro	PEG-Ratio (2006)	0,40
Free Float (ex IPO)	25,0 %	KUV (2006)	1,61
Bookbuilding-Spanne	EUR 5,50-6,50	KBV (ex IPO)	2,77

Anmerkung: Soweit anwendbar wurde der obere Grenzbetrag der Bookbuildingspanne (= EUR 6,50) als Rechnungsgröße benutzt.

Branche: Immobilien

Geschäftstätigkeit: Aufteilung von Immobilienbesitz, regionale Konzentration auf ausgewählte Stadtteile Frankfurts, kein Bestandshalter.



Mit der FRIMAG Frankfurter Immobilien AG betritt ein spezialisierter Nischenanbieter für „schöne, Frankfurter Wohnungen“ die Bühne des Kapitalmarktes. Die erstaunlich hohen Renditen der Vergangenheit lassen sich sicherlich nicht blauäugig auf die Zukunft hochrechnen, doch gibt es vorläufig noch genug unaufgeteilte Mietshäuser in guten Lagen der von der FRIMAG bearbeiteten Stadtteile Frankfurts, um dem Unternehmen für einige Jahre ungehemmtes Wachstum zu ermöglichen. Ohne Zweifel läßt sich das Geschäftsmodell kopieren – aber wohl nur für andere Städte, denn die intime Kenntnis der gesuchten Objekte und ihrer Eigentümerstrukturen sowie das trotz ihres kurzen Bestehens beachtliche, positive Image der FRIMAG dürfte ein Nachahmer nur schwer erlangen können.

**Aus dem Ertragswert von EUR 10,36 je Aktie errechnen wir mit einem weiteren Sicherheitsabschlag von 15 % einen 12-Monats-Zielkurs von ca. EUR 8,80. Bis zu einem Kursniveau von EUR 7,50 empfehlen wir die FRIMAG-Aktie zur Zeichnung bzw. zum Kauf.**

## **Fokussiertes Kerngeschäft**

Das Geschäftsmodell der FRIMAG ist erstaunlich einfach und klar abgegrenzt: Das Unternehmen erwirbt Altbauten, vorzugsweise repräsentative Objekte, die um die Jahrhundertwende errichtet wurden und sich in guten, ruhigen, urbanen Wohnlagen Frankfurts befinden. In der Regel sind diese Objekte überwiegend vermietet und stehen oft auch unter Denkmalschutz. Die Tätigkeit der Gesellschaft beschränkt sich auf die Frankfurter Stadtteile Westend, Nordend, Bornheim, Bockenheim und Sachsenhausen. Die Mieterträge sichern die Hypothekenzinsen aus dem Erwerb der Objekte sowie die laufenden Verwaltungskosten der Gesellschaft ab.

Während der in der Regel sehr kurzen Haltedauer der Objekte von einem bis fünf Jahre werden lediglich Teile des Gemeinschaftseigentums saniert. Außerdem werden die Objekte gemäß dem WEG-Gesetz aufgeteilt und für die weitere, individuelle Sanierung durch Erwerber nötigen oder günstigen Genehmigungen wie z.B. für den Anbau von Balkonen oder einen Dachausbau eingeholt. Die Käufer der aufgeteilten Wohnungen erwerben diese also vergleichsweise preisgünstig, weil unsaniert, und können auf die weitere Gestaltung Einfluß nehmen. Nach Erfahrungen des FRIMAG-Vorstands hat ein Gutteil der Wohnungskäufer einen hohen Anspruch an die Gestaltung ihres Wohnraums und pflegen eine Abneigung gegen vorgefertigte, durch Dritte einheitlich sanierte Wohnungen. Als angenehmer Nebeneffekt fallen in der FRIMAG kaum Gewährleistungsrisiken an.

## **Der Frankfurter Wohnungsmarkt**

Mit einer Eigentumsquote von nur 13 % besteht im Raum Frankfurt noch ein erhebliches Potential für den Verkauf von Eigentumswohnungen. Gleichzeitig herrscht kein Mangel an vermieteten, noch nicht in Einzelwohnungen aufgeteilten Mehrfamilienhäusern. In guten Lagen liegt der Anteil aufgeteilter Wohnungen bei nur rund 25 %. Die wirtschaftliche Struktur Frankfurts mit ihrem starken Dienstleistungssektor, speziell dem prominenten Finanzsektor, zieht Jahr für Jahr eine große Anzahl neuer, gut bezahlter Arbeitnehmer an, die sich häufig durch den Erwerb einer Eigentumswohnung niederlassen. Ein beachtlicher Anteil dieser Gruppe entfällt auf Kaufinteressenten mit Auslandserfahrung, deren große Nachfrage unterstreicht, daß Frankfurt im Vergleich zu anderen Metropolen über ein moderates Preisniveau für Wohnimmobilien verfügt.

## **Quellen der Wertschöpfung**

Die erzielbaren Quadratmeterpreise von bezugsfreien Eigentumswohnungen in Objekten der Art, auf die sich die FRIMAG spezialisiert hat, liegen nach Erfahrung des Vorstands stabil bei EUR 2.000-2.600,--. Als nicht-aufgeteilte Mietshäuser kosten dieselben Objekte ca. EUR 1.000-1.600,-- je Quadratmeter bei einer Anfangsrendite von ca. 4-5 % pro Jahr. Im Falle der Objekteinkäufe der FRIMAG liegt die durchschnittliche anfängliche Mietrendite mit 5-6 % geringfügig höher und sichert die Zinsen aus der Fremdfinanzierung von ca. 3,5 % bequem ab.

Die Differenz zwischen den vorgenannten Quadratmeterpreisen läßt sich jedoch nicht sofort realisieren, sondern hängt von der Verfügbarkeit der Wohnungen ab. Das größte Renditepotential bergen leerstehende Wohnungen, die an Eigennutzer verkauft werden. Die durchschnittliche Rohmarge liegt zwischen 25 % und 50 %, wobei letzterer Wert den Einsatz von genügend Zeit voraussetzt, bis nämlich die Wohnung bezugsfrei ist.

Um aufgeteilte Wohnungen bezugsfrei zu machen, bietet die FRIMAG einen Teil ihrer Wertschöpfung den bisherigen Mietern als Abfindung für einen Auszug an. Eine weitere Alternative ist der Kauf der Wohnung durch einen Mieter zum attraktiven Vorzugspreis oder der Verkauf an einen Kapitalanleger. Von unlauteren Methoden zur „Entmietung“ von Objekten sieht die Gesellschaft mit Rücksicht auf ihre Marktposition und ihre Wahrnehmung bei Hausverkäufern und Wohnungskäufern richtigerweise ab.

## Projektbeispiel

Als Beispiel für den zeitlichen Ablauf des Umschlags eines Hauses stellen wir das Objekt „Rubensstraße“ detailliert dar:

- ◆ Das Haus mit fünf in etwa gleichgroßen Wohneinheiten wurde für insgesamt rund EUR 661.000,-- im September 2002 gekauft. Durch nachträgliche Anschaffungskosten erhöhte sich der Wertansatz auf EUR 672.000,--.
- ◆ Die leerstehende Wohnung I (Nummerierung gemäß Verkaufsreihenfolge) wurde an zwei Eigennutzer für EUR 330.000,-- verkauft.
- ◆ Die vermietete Wohnung II wurde von den langjährigen Mietern zum attraktiven Preis von EUR 225.000,-- erworben.
- ◆ Wohnung III wurde in vermietetem Zustand von einem Privatmann für EUR 250.000,-- gekauft.
- ◆ Wohnung IV wurde ebenfalls samt der dort seit 20 Jahren wohnenden Mietern für EUR 200.000,-- von einer privaten Investorin gekauft, die mittelfristig eine Eigennutzung anstrebt.
- ◆ Wohnung V besteht aus dem leerstehenden Dachboden, wurde von einer Eigennutzerin für EUR 155.000,-- gekauft und in Eigenregie aufwendig ausgebaut.
- ◆ Per 31.05.2003 waren damit sämtliche Wohneinheiten mit einem Rohertrag von EUR 488.000,-- oder 73,8 % des Kapitaleinsatzes nach nur acht Monaten Haltedauer der letzten Einheit veräußert.

Nach Darstellung der beiden Vorstandsmitglieder wäre bei einem zeitlich weiter gestreckten Verlauf ein noch signifikant höherer Erlös erzielbar gewesen, zumindest für eine der Wohnungen. Ein so zügiger Abverkauf innerhalb von nur acht Monaten sei als günstige Ausnahme anzusehen. Typischerweise fließen erste Erlöse nach drei Monaten zu, im Extremfall können einzelne, „letzte“ Wohnungen viele Jahre im Bestand bleiben. Als vorsichtiger Erwartungswert lassen sich drei bis fünf Jahre bis zum kompletten Umschlag kalkulieren.

## Alleinstellungsmerkmale

In Anbetracht des einfachen Geschäftsmodells bei gleichzeitig extrem hoher Renditeaussicht ist zu untersuchen, warum nicht wesentlich mehr Investoren die Tätigkeit der FRIMAG kopieren und als Wettbewerber sowohl bei den Objektkäufen als auch bei den Wohnungsverkäufen auftreten. Die bevorzugten Mietshäuser in guten Wohnlagen werden selten am breiten Markt angeboten, sondern wechseln in der Regel diskret den Besitzer. Es ist der FRIMAG-Mannschaft gelungen, sich ein Image als fairer Partner für Makler zu etablieren, die daher gerne der Gesellschaft attraktive Objekte direkt zum Kauf anbieten. Weiterhin gehören beispielsweise Nachlassverwalter, Erbengemeinschaften oder Hausverwaltungen zu den Anbietern der gewünschten Häuser.

Eine Sonderstellung kommt –häufig zerstrittenen- Erbengemeinschaften zu, da sich deren Miteigentumsanteile an einem Objekt in der Regel nicht beleihen lassen und in Folge dessen nur sehr schwer marktgängig sind. Solche Anteile sind mit einem großen Abschlag auf den Verkehrswert erwerbbar und bergen für den Käufer die Chance auf sehr hohe Margen, doch kann es einige Jahre dauern, bis die Aufteilung des Objektes umgesetzt werden kann. Gleichzeitig fördert der Eintritt eines „emotionsneutralen“ Investors wie der FRIMAG die Bereitschaft der verbleibenden Miteigentümer zu einer wirtschaftlich sinnvollen Lösung.

Als weitere wichtige Quelle recherchiert die Gesellschaft in Eigenregie in guten Lagen Straße für Straße attraktive, potentielle Aufteilungsobjekte und tritt direkt mit den Eigentümern in Kontakt. Diese „Direktakquise“ kommt zwar ohne provisionsträchtige Zwischenstufen aus, stellt jedoch ein sehr langfristig angelegtes Geschäft dar, mit dem sich die FRIMAG einen frühen Zugriff auf Objekte sichert, bevor diese am Markt angeboten werden.

## Verbundene Unternehmen

Als Partner für die Durchführung einer Wohnungssanierung steht die Tochtergesellschaft **FRIMAG Projektmanagement GmbH** (100 % Beteiligung, Kapital: EUR 25.000,-, Ergebnis 2004: EUR 700,-, Überschuß) bereit.

Eine weitere Tochtergesellschaft ist die **FRIMAG Property Management GmbH** (50 % Beteiligung (Kapital: EUR 90.000,-, Ergebnis 2004: EUR 7.400,-)). Diese übernimmt Hausverwaltungsmandate nicht nur für die Objekte ihrer Muttergesellschaft, sondern auch in stark zunehmendem Maße für Dritte.

Für die Vermarktung der aufgeteilten Wohnungen ist die **FRIMAG Mainliving GmbH** (100 % Beteiligung; Kapital: EUR 25.000,-, ausgeglichenes Ergebnis in 2004) zuständig. Deren Beschäftigte werden ausschließlich erfolgsabhängig entlohnt. Auch diese Tochtergesellschaft erhält Vermittlungsmandate von außenstehenden Wohnungseigentümern.

Bei sämtlichen der vorgenannten Gesellschaften strebt die FRIMAG eine Beteiligungshöhe von 50 % an. Darüber hinaus hält die Gesellschaft drei Vermögensverwaltungsgesellschaften (kumuliertes Eigenkapital per 31.12.2004: EUR 100.100,-, kumuliertes Ergebnis 2004: EUR 189.500,-, Überschuß) auf Vorrat.

## Entwicklungsoption Paketgeschäfte

Mit dem Geschäftsumfang wachsen auch die Chancen, als Käufer ganzer Häuserpakete aufzutreten. Solche Immobilienportfolien werden von institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Pensionskassen, Banken oder Industrieunternehmen abgegeben, um z.B. regionale Bestände strategisch abzubauen. Als Beispiele führt der Vorstand den „En bloc“-Verkauf von 14 historischen Mietshäusern im Westend durch Hochtief im Jahre 2003 für 25 Mio. Euro oder der Verkauf von zwölf Gründerzeitvillen mit insgesamt 63 Wohnungen im Westend durch die Allianz-Gruppe. Solche Paketkäufe ermöglichen zum einen attraktive Einkaufspreise, zum anderen würden sie die Versorgung der FRIMAG mit verkaufbaren Wohnungen für einige Zeit sicherstellen.

Der Kauf solcher Häuserpakete ist jedoch deutlich von den medienwirksamen Eigentumsübergängen von Mietwohnungsbeständen mit mehreren zigtausend Einheiten, wie z.B. in den Fällen der Firmen Gagfah, WCM oder Viterra, zu unterscheiden. Solche Bestände befinden sich in aller Regel in Form großer Objekte in wenig beliebten Stadtrandlagen. Die FRIMAG beschränkt sich mit attraktive Altbauten in den (nicht beliebig vermehrbaren!) guten Wohnlagen einiger Frankfurter Stadtteile auf eine lukrative Nische, in der sowohl auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite für lange Zeit ausreichend Potential besteht.

Grundsätzlich kann auch ein Alteigentümer sein entsprechendes Objekt aufteilen, doch droht ihm beim Verkauf mehrerer Einheiten die (in den meisten Fällen nicht willkommene) Einstufung als gewerblicher Grundstückshändler. Auch dieser muß berücksichtigen, daß er in der Regel über einen mehrjährigen Zeithorizont nur sukzessive bezugsfreie Wohnungen zur Verfügung bekommt.

## Finanzierung des Geschäftsbetriebs

Üblicherweise lassen sich die Objektkäufe mit einem Anteil von 20 % Eigenkapital durch zinsgünstige Hypothekendarlehen (derzeit ca. 3,5 % p.a.) finanzieren. Jeder Euro Kapitalzufluß für die Gesellschaft bedeutet folglich ein Einkaufspotential von fünf Euro. Die Verweildauer der erworbenen Objekte bis zum Abverkauf der letzten Einzelwohnung beträgt sechs Monate bis etwa fünf Jahre, als konservativer Erwartungswert lassen sich drei bis vier Jahre Haltedauer kalkulieren. Erste Rückflüsse durch Wohnungsverkäufe setzen bereits nach drei Monaten ein, da in den erworbenen Objekten regelmäßig eine oder mehrere bezugsfreie Wohnungen vorhanden sind.

## Kapitalverhältnisse

Das Grundkapital war per 31.12.2004 eingeteilt in 1,0 Mio Stückaktien ohne Nennwert. Im Mai 2005 wurde das Grundkapital durch Umwandlung von Rücklagen in Höhe von 2,0 Mio. Euro auf 3,0 Mio. Euro, eingeteilt in ebensoviele Stückaktien, erhöht. Gegenstand der Aktienemission, die die Einführung in den Freiverkehr der Börse Frankfurt begleitet, sind 1,0 Mio. Aktien mit Gewinnanteilsberechtigung ab dem 01.01.2005. Diese entstehen durch Ausnutzung eines genehmigten Kapitals, das bis zum 31.03.2010 befristet ist. Es besteht ein weiteres genehmigtes Kapital von EUR 500.000,- bis zum 30.06.2007, bei dem dem Vorstand die Entscheidung über einen Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechts obliegt.

## Organmitglieder und Aktionäre

### Vorstand

- ◆ Carsten Siegert, Frankfurt: Vertrieb und Marketing; 19 Jahre Erfahrung in Immobilien-Marketing, -Verkauf und -Management.
- ◆ Christian Wolf, Frankfurt: Akquisition und Finanzierung; 15 Jahre Erfahrung in Immobilien-Entwicklung, -Sanierung, -Verwaltung und -Vermittlung.

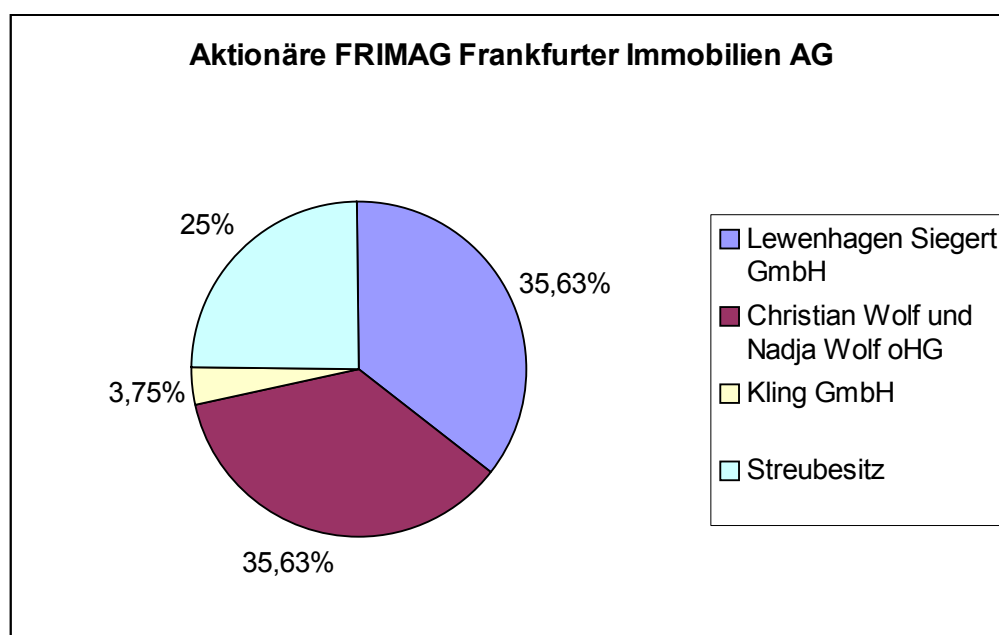
### Aufsichtsrat

- ◆ Bruno Otto Kling, Bankkaufmann, Bad Vilbel (Vorsitzender)
- ◆ Dr. Heinrich Wolf, Diplom-Chemiker, Neu-Isenburg (Stellv. Vorsitzender)
- ◆ Ingrid Rose, Diplom-Kauffrau, Kaiserslautern

### Aktionäre

- ◆ Lewenhagen Siegert GmbH, Frankfurt (nach Kapitalerhöhung 35,625 %)
- ◆ Christian Wolf und Nadja Wolf oHG, Frankfurt (nach Kapitalerhöhung 35,625 %)
- ◆ Kling GmbH, Karben (nach Kapitalerhöhung 3,75 %)
- ◆ Streubesitz (nach Kapitalerhöhung max. 25 %)

Die bisherigen Aktionäre, die unmittelbar vor Durchführung der Kapitalerhöhung mit mehr als 5 % am Grundkapital der FRIMAG beteiligt sind, haben sich gemäß Verkaufsprospekt verpflichtet, innerhalb von 48 Monaten ab dem Börsengang keine Aktien abzugeben.



## Historie und bisherige Geschäftsentwicklung

Die FRIMAG wurde im August 2000 gegründet. Auch davor waren die beiden Gründer der Gesellschaft im gleichen Geschäft tätig. Das Geschäftsjahr wurde ab 2003 auf das Kalenderjahr umgestellt, so daß vom 01.07.-31.12.2003 ein Rumpfgeschäftsjahr entstanden ist. Um eine Vergleichbarkeit der Geschäftszahlen herzustellen, haben wir, sofern sinnvoll, dieses Rumpfgeschäftsjahr auf einen vollen Jahreszeitraum hochgerechnet.

(alle Angaben in TEUR)	30.06.2003	31.12.2003	31.12.2004
<b>Aktiva</b>			
Anlagevermögen	308	282	267
Umlaufvermögen			
- Vorräte	6.623	6.217	7.898
- Forderungen gegen Kunden	1.435	1.209	1.099
- Forderungen gegen verb. Untern.	1.365	1.397	1.405
- Sonstige Vermögensgegenstände	86	98	377
- Flüssige Mittel	342	245	180
Bilanzsumme	10.159	9.448	11.226
<b>Passiva</b>			
Eigenkapital	3.861	3.488	3.428
Eigenkapitalquote	38,0 %	36,9 %	30,5 %
Bankverbindlichkeiten	5.985	5.207	6.999

(alle Angaben in TEUR)	07/02-06/03	07/03-12/03	2 x (07/03-12/03)	01/04-12/04
Umsatzerlöse	3.880	2.631	5.262	4.563
Rohertrag	1.426	1.001	2.002	1.750
Personalaufwand	322	199	398	485
Abschreibungen	42	19	38	22
Erträge aus Beteiligungen	327	0	0	300
EBIT	850	372	744	762
EBIT-Marge vom Umsatz	21,9 %	14,1 %		16,7 %
EBT	733	271	542	598
Ergebnis nach Steuern	573	127	254	440
Umsatzrendite	14,8 %	4,8 %		9,6 %
Cash Flow (nach DVFA)	613	146	293	462
Dividende	500	500		0

Die Umsatzerlöse stammen zum überwiegenden Teil aus dem Grundstückshandel und zum geringerem Teil aus Provisionserlösen und Mieterlösen des noch nicht verkauften Wohnungsbestands. Die Gesellschaft hat neben den beiden Vorstandsmitgliedern insgesamt sechs Festangestellte.

### Aktueller Status (vorläufige, ungeprüfte Zahlen)

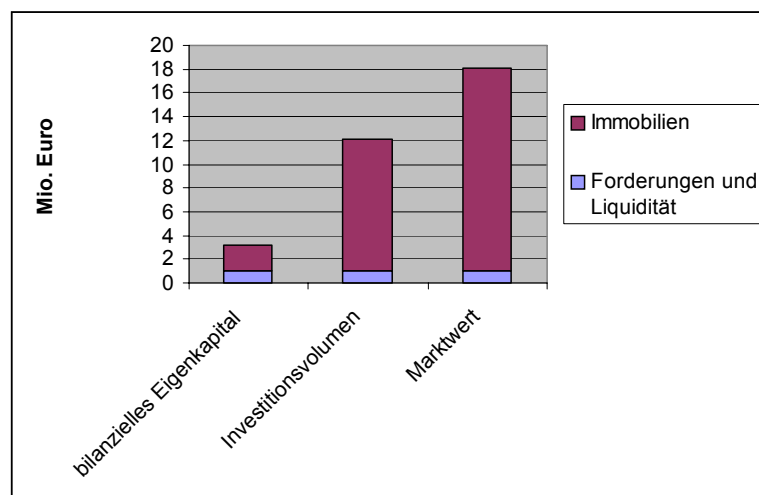
Per 10.05.2005 hatte die FRIMAG im laufenden Geschäftsjahr einen Umsatz von 1,84 Mio. Euro verbucht - gegenüber dem anteiligen Vorjahreswert entspricht dies einem Zuwachs von 11,7 %. Der Rohertrag wird mit rund 0,82 Mio. Euro beziffert (+ 29,6 %), das EBIT mit 0,49 Mio. Euro (+ 76,7 %), das EBT mit 0,34 Mio. Euro (+ 57,9 %) und das vorläufige Ergebnis nach Steuern mit 0,33 Mio. Euro (+107,6 %). Auf Basis dieser Zahlen ergibt sich eine EBIT-Marge von 26,4 % und eine Umsatzrendite nach Steuern von 18,0 %.

Bei möglichen Hochrechnungen auf Jahreszahlen müssen Abgrenzungen für im Jahresturnus anfallende bzw. erst zum Jahresende bezifferbare Positionen einkalkuliert werden. Wir haben daher unsere Prognosezahlen nicht durch Fortschreibung des Ergebnisstatus per 10.05.2005 ermittelt.

### Prognoserechnungen

Durch den anstehenden Börsengang werden neue Mittel in Höhe von 5,0-6,0 Mio. Euro eingeworben. Unsere folgende Betrachtung zur Ermittlung des künftigen Einkaufs- und Umsatzvolumens basiert vorsichtshalber auf einem Mittelzufluß von 5,0 Mio. Euro, entsprechend einem Finanzierungsvolumen von 25 Mio. Euro. Dieses dürften unter realistischen Annahmen im Lauf von 24 Monaten (= acht Quartalen) zum Einsatz kommen. Der (mögliche) Idealfall wäre die kurzfristige Akquise eines Immobilienportfolios im Wert von 15-25 Mio. Euro. Einen solchen Verlauf wollen wir jedoch nicht zum Ausgangspunkt für eine Bewertungsorientierung der Aktie machen.

Vom Eigenkapital per Ende 2004 in Höhe von ca. 3,4 Mio. Euro sind ca. 2,4 Mio. Euro in Form problemlos bankfinanzierbarer Objekte gebunden und ca. 1,0 Mio. Euro in Form von Forderungen an Kunden und verbundene Unternehmen sowie Barmittelbeständen zur Abwicklung des laufenden Geschäftsbetriebes. 2,4 Mio. Euro Eigenkapital entsprechen bei Annahme der üblichen Beleihungsquote von 80 % einem Immobilienvolumen von 12,0 Mio. Euro. Der Buchwert des gesamten Immobilienbestands der Gesellschaft beträgt zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie rund 11,1 Mio. Euro. Die Summe der vorsichtig kalkulierten Marktwerte wird mit 17,1 Mio. Euro beziffert.



Nach Schätzung der Gründer der Gesellschaft wäre mit der vorhandenen personellen und technischen Ausstattung auch ein fünffaches Volumen von Immobilienakquisitionen – mithin also etwa 23 Mio. Euro pro Jahr - zu bewältigen. Erfolgsabhängige Personalkosten werden in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbucht, so daß die Position „Personalkosten“ nur die festangestellte Stammebelegschaft repräsentiert und in naher Zukunft nur gering wachsen dürfte.

## Erfolgszahlen-Planung

Die Prognosezahlen basieren auf folgenden Annahmen:

- ◆ Der Marktwert des aktuellen Immobilienbestands wird im Lauf der kommenden zweieinhalb Jahre, demnach bis Ende 2007, realisiert.
- ◆ Bis auf die zur Ausschüttung der Dividende erforderlichen Mittel würde der Netto-Cash Flow erneut investiert. Für das Geschäftsvolumen „ohne den erstmaligen Einsatz des IPO-Zuflusses“ setzen wir daher pro Quartal 1,0 Mio. Euro in 2005, 1,25 Mio. Euro in 2006, 2,5 Mio. Euro in 2007, 5,0 Mio. Euro in 2008 und 7,0 Mio. Euro in 2009 für Neuinvestitionen an.
- ◆ Aus dem Börsengang fließt der FRIMAG ein Emissionserlös von rund 5,0 Mio. Euro netto zu (= Plazierung zum geringsten Preis der Bookbuildingspanne und abzüglich kumulierter Emissionskosten von 0,5 Mio. Euro). Mit diesem Eigenkapital läßt sich ein Finanzierungsvolumen von insgesamt 25,0 Mio. Euro bewegen. Im Lauf der kommenden acht Quartale ab Mitte 2005 wird kontinuierlich ein Einkaufsvolumen in Höhe von je 3,125 Mio. Euro realisiert. Nachträgliche Anschaffungskosten, wie z.B. Sanierungsmaßnahmen am Gemeinschaftseigentum, werden nicht gesondert berücksichtigt.
- ◆ Als durchschnittlicher Einkaufspreis seinen EUR 1.300,-- pro Quadratmeter, als Verkaufspreis EUR 2.400,-- pro Quadratmeter angenommen (= Aufschlag 84,6 %). Beide Preisansätze seien für die nächsten Jahre als konstant angenommen. Es ist anzunehmen, daß für qualitativ hochwertige Wohnungen Steigerung der Einkaufspreise per saldo an die Verkäufer weitergegeben werden können. Die Marktpreise in guten Wohnlagen Frankfurts liegen zwar im Durchschnitt noch höher, doch ist ein Abschlag auf diese statistischen Werte angemessen, da FRIMAG unsanierte Wohnungen verkauft.
- ◆ Die Abverkäufe der aufgeteilten Wohnungen erfolgen nach dem Schlüssel: 1. Quartal nach dem Kauf 10 %, 2. Quartal 10 %, 3.-16. Quartal je 5,7 %. Die Rohmargen kalkulieren wir zu gleichen Teilen aus den gewichteten Vorjahreswerten (= 37,7 %) und dem aktuellen Status per 10.05.2005 (= 40 %), soweit 38,9 %, abzüglich eines Sicherheitsabschlags von 2,9 Prozentpunkten, mithin also 36,0 % der Umsatzerlöse.
- ◆ Für die abzusehende Zunahme des in den operativen Tochtergesellschaften stattfindenden Vermittlungs-, Verwaltungs- und Sanierungsgeschäftes für Drittkunden rechnen wir pro Geschäftsjahr ein Beteiligungsergebnis in Höhe von 1,0 % des Umsatzes. Die im vergangenen Jahr deutlich höheren Ergebnisse der Vermögensverwaltungs-Gesellschaften sollen noch in 2005 durch die Übernahme der dort befindlichen Grundstücke in der Muttergesellschaft entstehen. Außer Ansatz bleibt ein potentieller Verkaufserlös aus den Verkäufen der beiden operativen Tochtergesellschaften, an denen die Beteiligungsquoten von 100 % auf 50 % abgebaut werden sollen – hier besteht eine stille Reserve in ungewissem, aber wohl kaum erheblichem Umfang.

Bei der Kalkulation des jährlichen Zinsaufwands haben wir eine Darlehensrückführung in Höhe von 80 % des Buchwertabgangs (Differenz zwischen Umsatzerlösen und Rohergebnis), entsprechend dem üblichen Finanzierungsanteils der Immobilien, angesetzt. Da die Gesellschaft durch den Börsengang mit einem hohen Barmittelbestand ausgestattet sein wird, mindert sich der Zinsaufwand teilweise durch Guthabenzinsen. Die Planzahlen wurden auf Quartalsbasis ermittelt, werden jedoch hier der besseren Übersicht wegen auf Jahresebene zusammengefaßt. Die Anzahl der Aktien stellt den gewichteten Mittelwert der im Verlauf eines Jahres ausgegebenen Anzahl von Aktien dar. Die Zahlen wurden kaufmännisch gerundet.

(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>0,58</b>	<b>2,95</b>	<b>5,01</b>	<b>4,56</b>	<b>7,82</b>
EBT-Marge (%)	8,4 %	18,3 %	20,6 %	19,1 %	22,8 %
Steuerquote	-0,20	-0,84	-1,76	-1,60	-2,74
<b>Ergebnis n.St.</b>	<b>0,38</b>	<b>1,92</b>	<b>3,26</b>	<b>2,96</b>	<b>5,09</b>
Umsatzmarge (%)	5,4 %	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>0,179</b>	<b>0,480</b>	<b>0,815</b>	<b>0,741</b>	<b>1,271</b>
Div. je Aktie (EUR)	0,15*	0,40	0,50	0,50	0,75

\*) Unter 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.

## Bewertungsorientierung

Zur Ermittlung eines ungefähren Wertes der Aktie benutzen wir ein einfaches Ertragswertverfahren. Der Diskontierungszins setzt sich wie folgt zusammen:

- ➔ Risikoloser Zins (Umlaufrendite langlaufender (= 10 Jahre) Staatsanleihen): 3,3 %
- ➔ Risikozuschlag für Aktienmärkte (gemäß Stern Business School, New York University): 6,1 %
- ➔ länderspezifischer Risikozuschlag für Deutschland (dto.): 1,0 %
- ➔ unternehmensspezifischer Risikozuschlag: 5,7 %

Von der Summe von 16,1 % ist die typisierte Steuerquote in Höhe von 35 % abzuziehen. Mit dem Ergebnis von 10,465 % wird die prognostizierte Zahlungsreihe der Erträge je Aktie auf das Datum 01. Juli 2005 abdiskontiert. Das Ergebnis des Geschäftsjahres 2009 wird ferner als Basis für eine „ewige Rente“ mit einer Steigerungsrate von 1,0 % pro Jahr zugrunde gelegt. Mit diesen Daten beläuft sich der Ertragswert pro FRIMAG-Aktie auf EUR 10,36 und der Wert des gesamten Unternehmens (nach Ausgabe der emissionsgegenständlichen 1,0 Mio. Aktien) auf 41,4 Mio. Euro.

## Sensitivitätsanalyse

### 1.) Mittelzufluß

Die wichtigste Einflußgröße, die sowohl unsere Prognosezahlen als auch den darauf aufbauenden Ertragswert der Aktie beeinflusst, ist der Umfang der aus dem Börsengang eingeworbenen Mittel. Eine Abweichung des tatsächlichen Eigenkapitalzuflusses von einer Million Euro verändert das Einkaufsvolumen und damit die Basis künftiger Erlöse um fünf Millionen Euro.

Wir haben die hierzu nötigen Vergleichsrechnungen unter den Annahmen angestellt, daß sich das mögliche Einkaufsvolumen in neue Objekte nicht verändert, sondern das durch den IPO ermöglichte Finanzierungsvolumen entsprechend eine längere oder kürzere Phase erhöhter Objektkäufe zuläßt. In Bezug auf Fremdkapitalzinsen, Darlehensaufnahme und –rückzahlung, die sonstigen Aufwands- und Ertragspositionen und die Eckdaten der Ertragswertermittlung wurden dieselben Parameter eingesetzt wie bei der Ermittlung unter planmäßigen Bedingungen. Daraus ergeben sich folgende Ertragswerte je Aktie in Abhängigkeit vom Kapitalzufluß:

<b>Eigenkapitalzufluß (EUR)</b>	<b>Ertragswert je Aktie (EUR)</b>
4,0 Mio.	7,92
5,0 Mio.	10,36
6,0 Mio.	10,93

## 2.) Veränderung des Risikozuschlags und des ewigen Ergebniswachstums

Wie üblich ist bei Anwendung des Ertragswertverfahrens zu untersuchen, in wieweit sich der ermittelte Wert verändert, wenn geringfügig abweichende Eingangsdaten für den unternehmensspezifischen Risikozuschlag und die Wachstumsrate der ewigen Rente gewählt werden. Der Risikozuschlag ist die unsicherste Komponente des Diskontierungszinses und umso schwerer marktgerecht festzulegen, je weniger Unternehmen mit vergleichbaren Geschäftsmodellen am (Kapital-)Markt aktiv sind.

Wir betrachten die Abweichung des errechneten Ertragswertes je Aktie (in EUR, gerundet) unter den Voraussetzungen einer Abweichung a) des Diskontierungszinses (vor Steuern) von je 1,0 %, b) der ewigen Wachstumsrate von je 1,0 % (in Klammern: Differenz zum Basiswert in Prozent):

<b>(in EUR)</b>	<b>b= 0,0 %</b>	<b>b= 1,0 %</b>	<b>b= 2,0 %</b>
<b>a= 15,1 %</b>	10,31 (-0,5 %)	11,27 (+8,8 %)	12,47 (+20,4 %)
<b>a= 16,1 %</b>	9,55 (-7,8 %)	<b>10,36</b>	11,37 (+9,8 %)
<b>a= 17,1 %</b>	8,88 (-14,3 %)	9,58 (-7,5 %)	10,43 (+0,7 %)

Angesichts der prognostizierten Steigerungsraten bei Umsatz und Ergebnissen stellt die FRIMAG trotz ihrer Zuordnung zur vermeintlich wenig aufregenden Immobilienbranche einen Wachstumswert dar. Wie üblich bei Wachstumswerten reagiert die Ertragswertberechnung auf Veränderungen im Diskontierungszins recht empfindlich. Veränderungen im jährlichen Wachstum der „ewigen Rente“ schlagen ebenfalls stark auf den Ertragswert durch. Die angenommene Wachstumsrate der „ewigen Rente“ berücksichtigt, dass ein dauerhaftes organisches Wachstum in größerem Umfang auf lange Sicht zunächst wenig wahrscheinlich ist und die operativen Renditen der kommenden bereits ein hohes Niveau haben dürften. Weitere Kapitalbeschaffungsmaßnahmen und deren Auswirkungen auf die Erfolgszahlen können zum heutigen Zeitpunkt nicht seriös kalkuliert werden.

## Peer Group-Analyse

Als Vergleichsunternehmen der FRIMAG kommen keinesfalls Immobilien-Bestandshalter in Betracht, die pro Jahr nur einen geringen Teil ihres Portfolios umschlagen. Hierzu gehören Unternehmen wie zum Beispiel AGIV Real Estate, Deutsche Beamtenvorsorge, Deutsche Wohnen, IVG, TAG Tegernsee oder die zahlreichen Immobiliengesellschaften aus dem Umfeld bayerischer Brauereien.

Mit der Vivacon AG (Köln) weist der Börsenzettel ein einziges Unternehmen auf, das zusätzliche Parallelen zur Tätigkeit der FRIMAG bietet. Vivacon erwirbt mittelgroße Wohnungsportfolios oder solitäre, bisweilen unter Denkmalschutz stehende Einzelobjekte, teilt diese in Wohneigentum auf, renoviert sämtliche Einheiten in Eigenregie und verkauft die sanierten Wohnungen im Wege des Erbbaurechts. Der Erwerber spart die Investition in Höhe des Grundstücksanteils, hat jedoch dafür monatlich einen Erbpachtzins zu entrichten. Ähnlich wie bei der FRIMAG ist die Verweildauer der Objekte im Eigentum der Gesellschaft planmäßig auf einige Jahre begrenzt.

Von manchen Analysten wird Vivacon unter dem Blickwinkel der Projektorientierung mit der Hamburger MPC Münchmeyer Petersen Capital AG verglichen, die geschlossene Fonds für Immobilien, aber auch für Schiffe, Zweitmarkt-Lebensversicherungen, Private Equity und andere Anlageklassen auflegt und verwaltet. Für die hier betrachtete FRIMAG erscheint dieser Vergleich schon aufgrund des drastischen Größenunterschieds als völlig ungeeignet: MPC erreichte in 2004 für ihre geschlossenen Fonds ein Plazierungsvolumen von mehr als einer Milliarde Euro. Die Gesellschaft selbst wird an der Börse mit 585 Mio. Euro bewertet.

Aus demselben Grund erscheint auch ein Vergleich mit der Vivacon AG nur sehr eingeschränkt nützlich. Die Vivacon AG setzte in 2004 rund 102 Mio. Euro um und verfügte per 31.12.2004 über eine Bilanzsumme von 173 Mio. Euro. Einen interessanten Hinweis liefern die Kennzahlen zur operativen Rentabilität der Vivacon:

	<b>Vivacon</b>	<b>FRIMAG</b>	<b>Vivacon</b>	<b>FRIMAG</b>
	<b>2003</b>	<b>2002/03</b>	<b>2004</b>	<b>2004</b>
<b>EBIT-Marge</b>	19,78 %	21,9 %	14,58 %	16,7 %
<b>Umsatzrendite (netto)</b>	7,72 %	14,8 %	6,79 %	9,6 %

Im Unterschied zu FRIMAG hat Vivacon während der letzten drei Jahre keine Dividenden ausgeschüttet. Eine Anlehnung an die Strategie der Vivacon AG, Erbbaurechte im Eigenbestand zu akkumulieren und ggf. zu verbriefen, plant der Vorstand der FRIMAG nach eigener Aussage nicht. Das Geschäftsvolumen für den sinnvollen Aufbau eines Erbbaurechteportfolios sei zu klein und die Verrentung eines Teils des Gewinns aus Wohnungsverkäufen in Form regelmäßiger Einnahmen aus Erbpachten würde nicht angestrebt. Der kaufpreismindernde Effekt aus der Abtrennung der Erbbaurechte von der eigentlichen Immobilie sei außerdem für die finanzkräftige Käuferklientel der FRIMAG nicht ausschlaggebend. Darüber hinaus ist bei der FRIMAG der potentielle Steuereffekt aus denkmalgeschützten Objekten für die Interessenten selten als Kaufargument relevant.

## Dividendenrendite

Die Ausschüttungsquote soll nach den Plänen des Vorstands auch weiterhin hoch bleiben, so daß sich auch eine Beurteilung über die Dividendenrendite anbietet. Wir gehen vorläufig davon aus, daß die FRIMAG im Jahre 2006 eine Ausschüttung von EUR 0,40 leisten kann, was 6,15 % des maximalen Emissionspreises entspricht. Es ist kaum möglich, anhand der Dividendenrenditen börsennotierter Unternehmen aus diesem Ansatz einen fairen Wert der Aktie herzuleiten, da vor allem die Höhe der Dividendenausschüttung im Ermessen der Hauptversammlung steht und von der tatsächlichen Ertragslage abgekoppelt sein kann. Immerhin läßt sich feststellen, daß die FRIMAG-Aktie mit einem Ausschüttungsniveau von über 6,0 % zu den Top-Dividendentiteln des Kurszettels gehören sollte oder ein entsprechendes Kurspotential aufweist, mit dem die Aktie dann ein marktübliches Renditeniveau erreicht: Sähe man 4,0 % als marktübliche Dividendenrendite für solide Nebenwerte an, so wäre ein Kursniveau von ca. EUR 10,- angemessen.

## Worst Case-Analyse

Als schlimmsten aller operativ möglichen Fälle (abgesehen von sehr dramatischen politischen oder Umweltveränderungen oder strafrechtlich relevanten Handlungen) betrachten wir kurz die Situation, daß keine weiteren Objekte mehr erwerbbar wären und die Gesellschaft ihre Tätigkeit einstellen müßte. Dieser Verlauf wäre beispielsweise auch vorstellbar, wenn die beiden Vorstände als Schlüsselpersonen kurzfristig dauerhaft ausfielen. In diesem Falle könnte die Gesellschaft ihr Portfolio von ca. 17,1 Mio. Euro ausliquidieren, die Darlehen von rund 7,0 Mio. Euro zurückbezahlen und hätte gemeinsam mit ihrer nicht in Immobilien gebundenen Liquidität von ca. 1,0 Mio. Euro ein Barvermögen von 11,1 Mio. Euro. Hinzu kommen 5,0-6,0 Mio. Euro Nettozufluß aus dem Börsengang.

Aus diesen 16,1-17,1 Mio. Euro liquiden Mitteln errechnet sich ein Wert je Aktie von EUR 4,03-4,28. Anhand dieser Rechnung würde sich das Abwärtspotential auf Basis der Bookbuildingspanne mit ca. 27-34 % beschränken. Auch wenn das sofortige „Einfrieren“ des Geschäftes wenig wahrscheinlich ist, so zeigt sich doch an dieser Betrachtung, daß die FRIMAG-Aktie signifikant mit Vermögen unterlegt ist.

Eine weitere Alternative im Falle des kurzfristigen Scheitern des bisherigen Geschäftsmodells wäre die Vermietung des gesamten Wohnungsbestands, aus dem nach Abzug laufender Finanzierungskosten noch ein positives Ergebnis zu erwarten wäre.

- ◆ Mieterlöse: 4,5 % aus 11,1 Mio. Euro (zu Kaufpreisen): 0,5 Mio. Euro
  - ◆ Zinsaufwand 3,5 % auf 7,0 Mio. Darlehen: 0,25 Mio. Euro
- = Rohertrag 0,25 Mio. Euro (= 6,13 % auf 4,0 Mio. Euro Grundkapital)

Selbst aus dieser kurzen, überschlägigen Rechnung läßt sich erahnen, daß die Gesellschaft bis auf weiteres auch ohne erfolgreiche Objektaufteilungen und Wohnungsverkäufe überlebensfähig und keinesfalls ein „Cashburner“ ist. Die personelle Ausstattung sowie weitere Aufwandspositionen ließen sich in solchem Fall dem geschrumpften Geschäftsumfang minimieren.

## SWOT-Analyse

### Chancen:

- Großes Kontingent an aufteilbaren Wohnungen in guten Wohnlagen der Zielregion vorhanden.
- Hoher Aufholbedarf der Region Frankfurt bei der Eigentümerquote von Wohnungen.
- Abschöpfung lukrativer Wertunterschiede zwischen ertragswertorientierten Mietobjekten und Marktpreisen für Einzelwohnungen.
- Abschöpfung von Wertabschlägen aus Sondersituationen (Erbengemeinschaften, Objektpakete).
- Reinvestition von Cash Flows steigert das mögliche Einkaufsvolumen.
- Zusätzliches Ertragspotential aus Nutzung der Marke für Dritte (Vermittlungsprovisionen) und immobiliennahen Dienstleistungen (Verwaltung, Sanierung).

### Risiken:

- ◆ Preisänderungsrisiko der Immobilienmärkte – abgeschwächt durch zeitgleiche Aktivität als Käufer und Verkäufer.
- ◆ lokalpolitische und regulatorische Risiken.
- ◆ Produkt- und Projektrisiken – abgeschwächt durch tiefe Marktkenntnis und sorgfältige Prüfung vor dem Objektkauf sowie Verkauf unsanierter Wohnungen ohne Gewährleistungshaftung.
- ◆ Beschaffungsrisiken – abgeschwächt durch ausreichende Anzahl interessanter Kaufobjekte.
- ◆ Finanz- und Liquiditätsrisiken – abgeschwächt durch zügigen Teilumschlag der Objekte, Wegfall der Kapitalbindung für Wohnungs-Sanierungsaufwand und solide Kapitalbasis.
- ◆ Zinsänderungsrisiko: hohe Zinsen würden zu sinkenden Hauspreisen und höheren Refinanzierungskosten führen.
- ◆ Darlehensgeber-Adressenrisiko: nur geringe Anzahl von Gläubigerbanken; dominierend mit ca. 70-80 % Anteil die Degussa Bank (Frankfurt), ca. 20 % bei der Frankfurter Volksbank (Frankfurt).
- ◆ Schlüsselpersonenrisiko: Wegfall oder Weggang der Gründer würde geschäftliche Basis der Gesellschaft empfindlich stören – abgeschwächt durch hohe Interessensgleichheit der Gründer, marktgängige Vermögenswerte und teilweise durch kompetente Teams im Hause.

### Stärken:

- Absichtliche Selbstbeschränkung auf den lokalen Markt Frankfurt/Main setzt die besondere lokale Marktexpertise der Gründer erfolgreich um.
- Derzeit sehr günstige Refinanzierungsmöglichkeiten für den beleihbaren Anteil der Kaufpreisfinanzierung.
- Solides Image im Markt der Verkäufer und Käufer erarbeitet.
- Effiziente Struktur mit hohem Anteil erfolgsabhängiger Personalaufwendungen.
- Finanzierungskosten sind durch Mieteinnahmen abgedeckt, so daß Wertzuwächse durch Abwarten ausgeschöpft werden können.

### Schwächen:

- Mangelnde Größe verhindert bislang Ausschöpfung des Potentials und der Akquisition von Häuserpaketen.

## Zusammenfassung

Mit der FRIMAG betritt ein spezialisierter Nischenanbieter für „schöne, Frankfurter Wohnungen“ die Bühne des Kapitalmarktes. Die erstaunlich hohen Renditen der Vergangenheit lassen sich sicherlich nicht blauäugig auf die Zukunft hochrechnen, doch gibt es vorläufig noch genug unaufgeteilte Mietshäuser in guten Lagen der von der FRIMAG bearbeiteten Stadtteile Frankfurts, um dem Unternehmen für einige Jahre ungehemmtes Wachstum zu ermöglichen. Ohne Zweifel läßt sich das Geschäftsmodell kopieren – aber wohl nur für andere Städte, denn die intime Kenntnis der gesuchten Objekte und ihrer Eigentümerstrukturen sowie das trotz ihres kurzen Bestehens beachtliche, positive Image der FRIMAG dürfte ein Nachahmer nur schwer erlangen können.

Selbst wenn eines Tages nur noch wenige aufteilbare Mietshäuser vorhanden wären, so gibt es doch noch weitere Stadtteile Frankfurts, in die sich theoretisch expandieren ließe. Ferner führt der natürliche Immobilienumschlag einer jeden Metropole dazu, daß die FRIMAG eines fernen Tages einer der größten Wohnungsmakler Frankfurts sein könnte.

Sofern der Vorstand auch nach Eintritt der neuen Aktionäre seine erfreuliche Dividendenpolitik fortführt, so kann sich die Aktie auch der Beachtung breiterer Anlegerkreise sicher sein. Für die nahe Zukunft ist aufgrund der Wertreserven im aktuellen Immobilienbestand bereits nötige die Basis gelegt. Die Corporate Governance-Planung der Gesellschaft sieht für die Zukunft als Publikumsgesellschaft unter anderem eine quartalsweise Berichterstattung vor, soweit dies von den neuen Aktionären gewünscht würde. Dieser Faktor kann nicht hoch genug geschätzt werden, da sich die Bewertungseinschätzung für Unternehmen geringer Größe schnell ändern kann. Eine praktizierte zeitnahe Berichterstattung würde gewisse Risikoabschläge überflüssig machen, die auch wir in diesem Dokument zunächst einarbeiten mußten.

Die FRIMAG könnte auch von der aktuellen Diskussion um REITS profitieren. Zwar ist die Gesellschaft nicht geeignet, in einen REIT umgewandelt zu werden (sofern die Regeln amerikanischer REITS in den vorgesehenen Gesetzen für deutsche Immobiliengesellschaften im wesentlichen abgebildet werden), da ihre Tätigkeit nicht das Halten und Verwalten, sondern Aufteilung von und Handel mit Immobilien ist, doch wird durch die Befassung mit der Thematik das Interesse breiter Anlegerkreise verstärkt auf Aktien des Immobiliensegments und deren individueller Merkmale gelenkt. Bei einem solchen Vergleich dürfte das Geschäftsmodell der FRIMAG mit seiner bisher erfolgreichen Bilanz souverän bestehen können.

Aus dem Ertragswert von EUR 10,36 je Aktie errechnen wir mit einem weiteren Sicherheitsabschlag von 15 % einen 12-Monats-Zielkurs von ca. EUR 8,80. Bis zu einem Kursniveau von EUR 7,50 empfehlen wir die FRIMAG-Aktie zur Zeichnung bzw. zum Kauf.

**Die FRIMAG-Aktie könnte nach ihrem Börsengang ein relativ marktenger Titel sein, bei dem selbst kleine Orders bereits erhebliche Kursausschläge verursachen können. Daher sollten Kauf- oder Verkauforders nach Möglichkeit immer unter Einsatz eines Kurslimits erteilt werden.**

## 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 beinhaltenen 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!**