

Eckdaten

Börsenkürzel	4FR
ISIN	DE000A0KFRM5
Geschäftsjahr	31/12
Rechnungslegungsstandard	IFRS
Adj. Anzahl Aktien (Mio.)	40,00

Bewertung (x)

	07e	08e	09e
KGV	29,3	14,1	13,3
Dividendenrend. (%)	0,0	5,7	6,0
EV/Ges.leistung	46,9	20,6	19,1
EV/EBITDA	18,6	15,1	15,8

Kennzahl/Aktie (EUR)

	06	07e	08e	09e
EpA (Erg./Aktie)	0,00	0,09	0,18	0,19
Dividende/Aktie	0,00	0,00	0,14	0,15
Buchwert/Aktie	0,07	1,48	1,65	1,70

Finanzdaten (EUR Mio.)

	06	07e	08e	09e
Mieteinnahmen	0,00	2,47	11,71	19,20
EBITDA	-0,04	6,22	15,99	23,27
EBIT	-0,04	6,15	15,80	23,00
EBT	-0,03	4,68	10,10	10,73
Ber. Ergebnis n. St.	-0,02	3,41	7,07	7,51

Aktionärsstruktur* (%)

Franconofurt AG	50,0
Free float	50,0

* nach IPO (einschl. Greenshoe)

Autor

Piers Nestler, Senior Analyst

+49(0)69 50951-460

piers.nestler@concord-ag.de

Enid Omerovic, Junior Analyst

+49(0)69 50951-459

enid.omerovic@concord-ag.de

www.concord-equity.de

Daten zum IPO

Lead Manager	Concord Investmentbank AG
Volumen	Platzierung von 10 Mio. Aktien aus KE; Umplatzierung von bis zu 10 Mio. Aktien (einschl. Greenshoe)
Erstnotiz	voraussichtlich 13. November 2007
Marktsegment	Regulierter Markt (Prime Standard)

Wichtiger Hinweis

- Anlagen in Aktien bergen ein hohes Risiko in sich – es besteht die Möglichkeit, dass die Anteile an Wert verlieren oder sogar vollständig wertlos werden.
- Concord Investmentbank AG unterhält eine Kundenbeziehung hinsichtlich des Investmentbankgeschäftes zum Emittenten, ist Market Maker und Underwriter im IPO; Concord hat selbst keine Wertpapierposition.
- Zum Zweck des öffentlichen Angebots wurde ein Wertpapierprospekt erstellt; dieses Angebotsdokument ist das einzig juristisch bindende Dokument.
- Es wird empfohlen, dass der Anleger/Investor vor dem Kauf der Wertpapiere den Wertpapierprospekt zur Emission liest. Dieser ist erhältlich unter: www.concord-ag.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite

Professioneller Immobilieninvestor in einem von Privaten dominierten Segment

FranconoWest (FRW) fokussiert sich als Investor auf kleinteilige Wohnimmobilien in Nordrhein-Westfalen (NRW) und insbesondere in der Rhein-Ruhr-Region, der nach Großlondon zweitgrößten Städteagglomeration in Europa. Die Gesellschaft versteht sich als Nischenplayer, da das von ihr gewählte Marktsegment von Privatanlegern dominiert wird und nicht im selben Umfang von professionellen Investoren durchdrungen ist wie andere Segmente des Immobilienmarkts. Die Geschäftsaktivitäten erstrecken sich vom Erwerb der Immobilien über Maßnahmen zur Wertsteigerung der Objekte, deren Vermietung und das Bestandsmanagement bis zu opportunistischen Verkäufen. Für FranconoWest sprechen:

- Wenige Wettbewerber mit ähnlichem Institutionalierungsgrad;
- Verzicht auf Paketkäufe sowie Teilnahme an Bieterverfahren oder Auktionen vermeidet Klumpenrisiken und ermöglicht attraktive Ankaufskonditionen;
- Großer Markt: Jährliches Einkaufsvolumen von rund EUR 120 Mio. zapft nur einen kleinen Teil des Gesamtmarkts an;
- Regionaler Fokus: Nordrhein-Westfalen mit überdurchschnittlicher Kaufkraft, unterdurchschnittlicher Leerstandsrate und attraktiven Mikrolagen;
- Gefragter Geschäftspartner für lokale Makler – effizientes Kontaktnetz sorgt für konstanten Deal flow;
- Stabiler Erlösstrom aus jährlicher Mietrendite von derzeit mehr als 8% bei einem Bestandsvolumen von rund EUR 62 Mio.
- Wertsteigerungspotenziale durch günstigen Einkauf und regelmäßige Abverkäufe aus dem Portfolio (bis zu 20% des Immobilienbestands p.a.)
- Verkäufe von Teilportfolios an institutionelle Anleger, keine langwierigen Mieterprivatisierungen;
- Standardisierte, straff organisierte Prozesse sorgen für kurze Entscheidungswege und äusserst schlanke Organisation;
- Subprime-Folgen als Chance für FRW: erschwerte Finanzierungsmöglichkeiten für rein finanzgetriebene Investoren.

Inhaltsverzeichnis

Kurzprofil	2
Investment case	3
Unternehmensprofil	4
Überblick	4
Strategie	5
Management	6
Kapitalverhältnisse	7
Branchenumfeld	8
Der deutsche Immobiliensektor	8
Einzelpersonenhaushalte und Wohnungsmieten	9
Immobilienpreise und Demographie	10
Nordrhein-Westfalen	11
Wohnungsmarkt in Nordrhein-Westfalen	12
Wettbewerb	13
Ertrags- und Vermögenslage	14
Bewertung	16
Methodik der Wertschöpfungsanalyse	16
Sensitivität der Bewertung	19
Kennzahlenbewertung	20
Kurzprofile der Vergleichsunternehmen	21
SWOT - Analyse	23
Tabellenanhang	24

Kurzprofil

Schwerpunkt der in Düsseldorf ansässigen FranconoWest (FRW), die als Tochtergesellschaft der bereits börsennotierten Franconofurt ihre jetzige Geschäftstätigkeit im November 2006 aufnahm, bildet der selektive Erwerb einzelner Mietshäuser von Privatpersonen in Nordrhein-Westfalen. Damit verfolgt sie das Ziel, die Mietrenditen und den Wert der Immobilien durch geeignete Maßnahmen zu optimieren und diese nach einer durchschnittlichen Haltedauer von rund fünf Jahren einzeln oder gebündelt zu veräußern. Durch den Ankauf vor allem kleinteiliger Losgrößen unterscheidet sich FRW von anderen institutionellen Anlegern am Immobilienmarkt. Das Bruttoinvestitionsvolumen belief sich per 1.10. dieses Jahres auf rund EUR 62 Mio. und soll sukzessive auf bis zu EUR 500 Mio. ansteigen. Durch die Inanspruchnahme von Dienstleistungen innerhalb des Konzernverbunds weist die Gesellschaft mit insgesamt vier Beschäftigten (einschließlich Vorstand) eine denkbar schlanke Organisationsstruktur auf.

**Nischenpositionierung
im Markt für
kleinteilige, selektive
Wohnimmobilien**

**NRW: attraktive
Mikrolagen und
überdurchschnittliche
Kaufkraft**

Risikofaktoren

**Geschätzter
Eigenkapitalwert von
EUR 100 Mio. bzw.
EUR 2,50 je Aktie**

Investment case

Mit dem Börsengang der FranconoWest setzt die Muttergesellschaft Franconofurt ihren eingeschlagenen Weg als Emissionsplattform für regionale Wohnimmobilienportfolios fort. Dahinter steht die Absicht, Investoren die Teilhabe an einer auf den Standort Nordrhein-Westfalen fokussierten Immobilienanlage mit der Aussicht auf attraktive und stabile Mietrenditen sowie der Chance auf Wertsteigerungen des Portfolios zu bieten. FRW erreicht dies durch eine Nischenpositionierung. Der Markt für kleinteilige Wohnimmobilien ist nicht im selben Umfang von professionellen Investoren durchdrungen wie andere Segmente des Immobilienmarkts. Daher ist die Gesellschaft in der Lage, den überwiegenden Teil ihrer Objekte von Privatleuten zu Preisen zu erwerben, die ihr bislang zu einer durchschnittlichen Anfangsmietrendite von mehr als 8% verhelfen. Dies ist mit Blick auf die angestrebten Veräußerungserlöse insofern von Bedeutung, als der Großteil des Gewinns gewöhnlich im Einkauf liegt.

Der zweite entscheidende Aspekt einer Immobilie ist ihre Lage. FRW hat sich auf Nordrhein-Westfalen fokussiert. Das Bundesland verfügt mit der Rhein-Ruhr-Region nach London und vor Paris über Europas zweitgrößte Städteagglomeration mit rund 11,5 Mio. Einwohnern sowie zahlreiche attraktive Mikrolagen. Als Firmensitz von 20 der 50 größten deutschen Unternehmen zeichnet es sich nicht zuletzt aufgrund seiner Bevölkerungsdichte durch eine überdurchschnittliche Kaufkraft und eine unterdurchschnittliche Leerstandsrate insbesondere in den urbanen Regionen aus.

Bei einer hohen Kapitalintensität, aber äußerst schlanken Organisation mit lediglich vier Mitarbeitern – sämtliche Prozesse um den Erwerb, die Verwaltung und spätere Veräußerung der Objekte werden von Schwestergesellschaften innerhalb des Konzernverbunds übernommen – konzentrieren sich die Hauptrisiken auf die Qualität des Immobilienportfolios und gesamtwirtschaftliche Faktoren wie die Konjunktur- und Zinsentwicklung. Eine zusätzliche, die gesamte Branche treffende Unsicherheit markiert derzeit noch die mit der Steuerreform beschlossene Einführung einer Zins-schranke, mit der die Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen eingeschränkt werden soll. FRW ist jedoch nach eigenen Angaben von dieser Regelung zumindest in den nächsten beiden Jahren nicht betroffen.

Aufbauend auf konkreten Prognosen bis einschließlich 2009 haben wir für FRW im Rahmen unseres Shareholder value-Modells einen fairen Wert von rund EUR 100,0 Mio. bzw. EUR 2,50 je Aktie ermittelt. Dieses Ergebnis deckt sich mit der aus einem adjustierten Kurs-Buchwertverhältnis (bereinigt um eigenkapitalerhöhende Zuschreibungen auf das Immobilienvermögen) abgeleiteten Peer group-Bewertung. Ein gewinnbasierter Multiplikatorenvergleich fällt dagegen zwangsläufig etwas geringer aus, da wir in unseren Schätzungen für 2008 und 2009 keine Gewinne aus Bewertungsanpassungen berücksichtigt haben, diese aber in den Konsensschätzungen für die Peer group Unternehmen zumindest eine gewisse Rolle spielen könnten. Nicht zahlungswirksame Zuschreibungen markieren lediglich einen Vorzieheffekt potenzieller künftiger Gewinne, die erst bei einer Veräußerung cashwirksam realisiert werden. Kapitalwertverfahren können dies abbilden, Zweiperiodenmodelle hingegen zwangsläufig nicht.

Unternehmensprofil

Überblick

Asset-Gesellschaft der Franconofurt-Gruppe

Die FranconoWest ist eine auf Nordrhein-Westfalen fokussierte Asset-Gesellschaft innerhalb der Franconofurt-Gruppe, die sich als Emissionsplattform für regionale Wohnimmobilienportfolios versteht. Die Aktivitäten der in Düsseldorf ansässigen Gesellschaft, die in ihrer heutigen Form seit Ende 2006 am Markt agiert, beinhalten vier Kernelemente, wobei sich die Rolle der FRW auf die eines Koordinators und Finanzierers beschränkt:

- Selektiver Erwerb von substanzstarken Mehrfamilienhäusern und Wohnanlagen in kleinteiligen Losgrößen über Maklernetzwerke;
- Maßnahmen zur Wertsteigerung der Objekte und Optimierung der Rendite;
- Vermietung und Bestandsmanagement;
- Partielle Bestandsveräußerung von einzelnen bzw. mehreren, zu einem Portfolio zusammengefassten Objekten.

Schwerpunkt Rhein-Ruhr-Region

Regionaler Schwerpunkt ist das Bundesland Nordrhein-Westfalen mit einem Bestand von knapp 8,3 Mio. Wohnungen (darunter rund 5,1 Mio. Mietwohnungen) und insbesondere die Rhein-Ruhr-Region mit Städten wie Düsseldorf, Essen und Köln, die nach London, aber noch vor Paris die zweitgrößte Stadtagglomeration Europas bildet. Bei einem Bruttoinvestitionsvolumen von EUR 62,5 Mio. umfasste das Portfolio der FRW Ende September eine vermietbare Fläche von rund 77,1 Tsd. qm, bestehend aus 137 Mehrfamilienhäusern mit 1.141 Wohn- sowie 44 Gewerbeeinheiten und 476 dazugehörigen Garagen/Stellplätzen. Der Nettoankaufspreis pro Objekt liegt bei etwa EUR 0,4 Mio. bzw. knapp EUR 740 je Quadratmeter. Die durchschnittliche monatliche Ist-Kaltmiete betrug zu diesem Zeitpunkt EUR 5,67 pro qm. Daraus ergibt sich eine überdurchschnittliche Anfangsmietrendite von derzeit etwa 8,4%, die damit über der angestrebten Mindestrendite von 8% liegt.

Geschäftsprozesse weitgehend outsourced

Notwendige Geschäftsprozesse von der Objektakquisition über die Hausverwaltung und den technischen Support bis hin zu Verwaltungsaufgaben sind nicht bei der FRW selbst angesiedelt, sondern werden von Servicegesellschaften innerhalb des Konzernverbunds bzw. der Muttergesellschaft Franconofurt übernommen. Diese konzerninterne Konstruktion wurde gewählt, weil es nach Angaben der FRW kein vergleichbares Dienstleistungsangebot am Markt gibt, das ihr ein ähnlich schnelles Agieren ermöglichen würde. Zwar wird damit ein Teil der Wertschöpfung ‚ausgelagert‘, da es sich aber um die zeitaufwendigsten Elemente der Geschäftsprozesse handelt, profitiert die FRW im Gegenzug von einer extrem schlanken Fixkostenstruktur, während sich der FRW-Vorstand vor allem auf das aktive Portfoliomanagement konzentrieren kann. Mit den Servicegesellschaften bestehen vertragliche Vereinbarungen, deren Konditionen einem Drittvergleich standhalten müssen. Zudem hat die FRW ebenso die Möglichkeit, Dritte zu beauftragen.

Aufgaben der Servicegesellschaften

Eine wesentliche Aufgabe der RheinAcquisition liegt darin, ständigen Kontakt zu Maklern sowie potenziellen Verkäufern zu pflegen. Sie nimmt eine Vorselektierung von geeigneten Angeboten vor und bereitet alle relevan-

ten Unterlagen für einen Erwerb auf. Derzeit beschäftigt die Gesellschaft sechs freiberufliche Akquisiteure, die erfolgsabhängig (0,5% vom Ankaufpreis, weitere 0,5% gehen an RheinAcquisition) vergütet werden. Die endgültige Entscheidung über einen Objektankauf trifft allein der FRW-Vorstand. Die RheinProperty kümmert sich um die Verwaltung der Immobilien sowie um die Optimierung der Mieteinnahmen und der Nebenkosten. Die RheinConstruct befasst sich mit der planerischen Erfassung sowie der technischen Bestandsaufnahme von Objekten und koordiniert Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen. Administrative Leistungen etwa im EDV- und Controlling-Bereich bezieht die FRW von der Muttergesellschaft Franconofurt.

Strategie

FranconoWest strebt durch Einzelinvestitionen in Wohnimmobilien in Nordrhein-Westfalen die stetige Ausweitung und Optimierung eines werthaltigen Portfolios an, das eine jährliche Mietrendite (Kaltmiete bezogen auf den Kaufpreis zuzüglich Erwerbsnebenkosten) von mindestens 8% erwirtschaften soll. Durch die Veräußerung von Teilen des Portfolios nach einer durchschnittlichen Haltedauer von fünf Jahren soll ferner über Wertzuwächse eine Zusatzrendite erzielt werden. Da der Gewinn zumeist bereits im Ankauf liegt, kommt der Auswahl geeigneter Objekte eine zentrale Rolle zu. FRW erwirbt Objekte hauptsächlich von Privatpersonen und beteiligt sich gemeinhin nicht an Bieterverfahren oder Auktionen größerer Immobilienportfolios, da sich in individuellen Vertragsabschlüssen aufgrund der geringeren Wettbewerbsintensität in der Regel bessere Preise durchsetzen lassen. Zudem müssen keine Objekte mit erworben werden, die nicht die vorgegebenen Qualitäts- und Renditeanforderungen erfüllen. Dieses Vorgehen ist zwar zeitlich aufwendiger und von der Finanzierung her komplexer, ermöglicht aber ein ‚Rosinenpicken‘, das sich vorteilhaft auf die Portfolioqualität auswirken sollte. FRW investiert nur an Mikrostandorten mit guter Infrastruktur. Zudem lassen sich auf diesem Weg eine stärkere geografische Diversifizierung erreichen und Klumpenrisiken vermeiden.

Potenzielle Ankaufsobjekte erhält die FRW von der RheinAcquisition, die in ganz Nordrhein-Westfalen ein effizientes Kontaktnetz vor allem zu lokalen Maklern aufgebaut hat, der mit Abstand wichtigsten ‚Bezugsquelle‘. Gleichzeitig wird darauf geachtet, dass kein Makler eine dominierende Position erreicht – auf die fünf wichtigsten Vermittler entfiel bislang weniger als ein Drittel des Transaktionsvolumens. Darüber hinaus bestehen Kontakte zu örtlichen Rechtsanwälten, Banken und Immobilienentwicklern. Der Ankauf erfolgt auf Basis strenger Anlagekriterien an die Objektstandorte, die Qualität der Mieterstruktur, die Bausubstanz und die wirtschaftlichen Kennziffern. Sie sind Teil eines standardisierten, straff organisierten Prozesses, der nicht zuletzt aufgrund der finanziellen Ausstattung der Gesellschaft schnelle Entscheidungen ermöglicht – im günstigsten Fall vergehen bis zum Notartermin gerade mal zwei Wochen.

Mit dem Erwerb von Einzelimmobilien, deren Preise typischerweise unter EUR 1 Mio. liegen, bewegt sich die FRW in einem Marktsegment, das nicht von professionellen Marktakteuren beherrscht wird, da es unterhalb

Ankäufe hauptsächlich von Privatpersonen

Straffe Prozesse ermöglichen schnelle Entscheidungen

Marktsegment nicht von professionellen Akteuren dominiert

der Mindestinvestitionsgrenzen der meisten Fondsgesellschaften und anderer Finanzinvestoren liegt. Für Makler, die in der Regel eine Provision in Höhe von 3% des Kaufpreises erhalten, ist die FRW wiederum wegen ihres Geschäftsvolumens, aber auch aufgrund ihrer Zahlungsschnelligkeit und -verlässlichkeit ein attraktiver, bevorzugt bedienter Geschäftspartner. Letzteres markiert auch gegenüber dem Verkäufer einen nicht unerheblichen Aspekt, wenn sich dieser zwischen mehreren Interessenten entscheiden muss. Objektankäufe erfolgen zunächst aus Eigenmitteln und werden anschließend refinanziert, wobei die Wertgutachter der Banken gewöhnlich bereits vor Vertragsabschluss in die Transaktion einbezogen werden. Für die Fremdkapitalfinanzierung hat die FRW bislang mit drei Immobilienfinanzierern Kreditrahmenverträge abgeschlossen, wodurch sich schnelle Finanzierungszusagen erreichen lassen. Ausgewählte Bankverbindungen sollen noch hinzukommen.

Paketaufschlag durch Bündelung

Hatte im ersten Schritt der Bestandsaufbau oberste Priorität, hat die FRW inzwischen auch damit begonnen, durch Direktansprache Kontakte zu rund 15 potenziellen Investoren zu knüpfen, die als Käufer kleinerer aus dem Gesamtbestand zusammengestellter Portfolios in Frage kommen. Im Verkaufsprozess strebt die FRW an, durch die Bündelung von Objekten zu Teilportfolios neben der aus dem Einkauf resultierenden Gewinnmarge die am Markt üblichen Paketaufschläge abzuschöpfen. Im Einzelfall wird allerdings auch eine Mieterprivatisierung nicht ausgeschlossen.

Management

Die Gesellschaft hat einen zweiköpfigen Vorstand, bestehend aus Guido Dollhausen und Christiane Möller. Beide verfügen über langjährige Erfahrungen im Immobilienmarkt mit spezifischen Kenntnissen des regionalen Markts in Nordrhein-Westfalen. Die Geschäftsstrategie wird von ihnen gemeinsam verantwortet, ein Vorsitzender wurde nicht ernannt.

Guido Dollhausen

Guido Dollhausen ist seit November 2006 bei der FranconoWest, wo er das operative Immobiliengeschäft (Objektan- und -verkauf, Asset- und Portfoliomanagement) verantwortet. Nach einer kaufmännischen Ausbildung in der Grund- und Wohnungswirtschaft bei der Deutschen Krankenversicherung hatte er Betriebswirtschaft an der Universität Köln studiert, wo er 1992 seinen Abschluss zum Diplom-Kaufmann erlangte. Parallel dazu absolvierte er an der Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademie in Freiburg noch eine Ausbildung zum Immobilienwirt. Es folgten berufliche Stationen bei der Deutsche Immobilien Leasing (1993 bis 1996 als Assistent der Geschäftsführung) sowie bei der Concordia Bau und Boden (1996 bis 2000, zunächst als Assetmanager/Prokurist, anschließend als Abteilungsleiter Vertrieb sowie Bereichsleiter Projektmanagement). In den sechs Jahren vor seinem Wechsel zu FranconoWest war er selbstständig in den Bereichen Immobilienmanagement und Projektentwicklung tätig.

Christiane Möller

Christiane Möller kam im März 2007 zur FranconoWest und ist dort insbesondere für die Finanzen zuständig. Sie begann ihre berufliche Laufbahn 1980 bei der DGAG Deutsche Grundvermögen (ehemals Landesentwicklungsgesellschaft Schleswig-Holstein), wo sie zuvor eine Ausbildung zur Kauffrau der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft durchlaufen hatte. Ende der 80er Jahre erlangte sie zudem Abschlüsse als Bankkauffrau (IHK) sowie als Sparkassenbetriebswirtin (Sparkassenakademie Schles-

wig-Holstein). Ihre nächste berufliche Station war die ehemalige Landesbank Schleswig-Holstein (heute HSH Nordbank), wo sie im Bereich Immobilienkunden lange Jahre verschiedene Führungspositionen bekleidete, zuletzt als Relationship-Managerin im nationalen sowie teilweise auch internationalen Firmenkundenkreditgeschäft.

Kapitalverhältnisse

Gründung im Jahr 2001

Die Gesellschaft wurde Ende 2001 als FRIMAG Erste Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH mit einem Stammkapital von EUR 25.000 gegründet. Im Rahmen der Aufstockung des Stammkapitals auf EUR 0,1 Mio. sowie eines Formwechsels in eine Aktiengesellschaft wurde sie Mitte 2006 zur FranconoInvest AG umgewandelt. Im November 2006 folgte durch die Ausgabe von 2,9 Mio. Inhaberaktien eine Erhöhung des Grundkapitals auf EUR 3,0 Mio. sowie die Umfirmierung in FranconoWest AG, Anfang 2007 die Sitzverlegung von Frankfurt nach Düsseldorf. Im ersten Halbjahr 2007 folgten zwei weitere Kapitalerhöhungen: zunächst um EUR 7,0 Mio. auf EUR 10,0 Mio. und in einem weiteren Schritt um EUR 20,0 Mio. auf ein gezeichnetes Kapital von EUR 30,0 Mio., das von der Konzernmutter Franconofurt AG gehalten wird.

Platzierung von bis zu 20 Mio. Aktien

Im Rahmen des geplanten öffentlichen Angebots in der Bundesrepublik Deutschland sowie einer internationalen Privatplatzierung bei ausgewählten institutionellen Investoren im Ausland will die Gesellschaft insgesamt bis zu 20 Mio. Aktien verkaufen. Das Angebot umfasst 10,0 Mio. Aktien aus einer Kapitalerhöhung sowie bis zu 8,7 Mio. Aktien aus dem Bestand der Franconofurt, die darüber hinaus weitere 1,3 Mio. Stücke im Rahmen einer Mehrzuteilungsoption zur Verfügung stellt. Für Aktionäre der Franconofurt AG gibt es eine bevorrechtigte Aktienzuteilung. Die Aktien sollen zum regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen werden. Der Emissionserlös soll in erster Linie zum Ausbau des Immobilienbestands verwendet werden. Die Altaktionärin hat sich verpflichtet, von ihr gehaltene Anteile bis zum Ablauf von sechs Monaten ab dem Datum der Erstnotiz nur mit vorheriger Zustimmung der Concord Investmentbank zu veräußern.

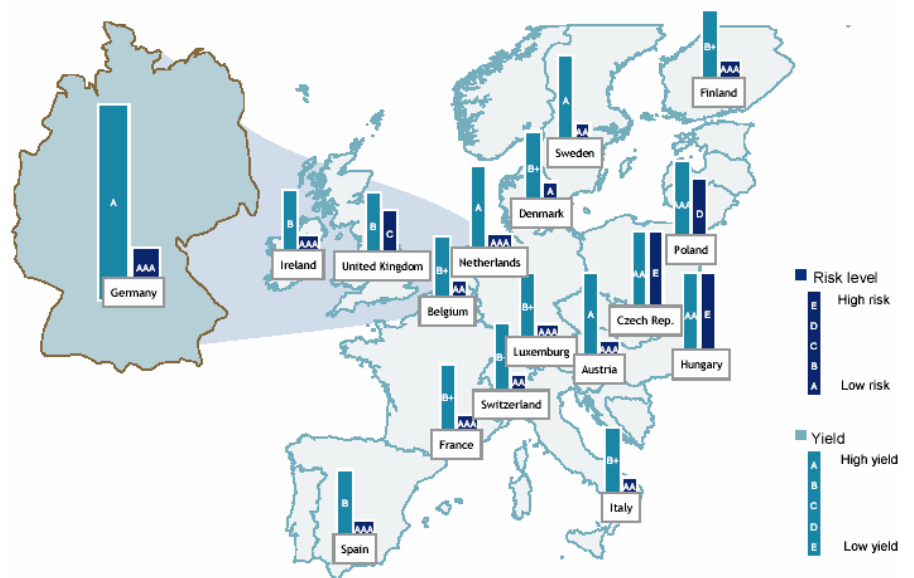
Branchenumfeld

Attraktive Standorte

Der deutsche Immobiliensektor

Rund EUR 120,7 Mrd. investierten Anleger in der ersten Jahreshälfte 2007 in europäische Immobilien, ein Rekordergebnis. Überhitzte Preise und magere Renditen in Großbritannien lenkten erneut viel Geld nach Deutschland. Erstmals floss in der Summe mehr Kapital nach Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln und München als nach London. Die zu beobachtende Umkehr der internationalen Kapitalströme im Immobiliensektor kann neben anderen Faktoren besonders auf die Attraktivität der deutschen Standorte zurückgeführt werden.

Deutsche Immobilien: attraktive Rendite bei geringem Risiko



Quelle: Feri Research, Immobilien Monitor, Mai 2007

Feri Research beispielsweise kommt in einer Studie vom Mai 2007 zu dem Ergebnis, dass Deutschland unter Risiko-Rendite-Gesichtspunkten neben Luxemburg, den Niederlanden und Österreich zu den attraktivsten Standorten für Immobilieninvestments in Europa zählt. Hierbei wurden die über einen Zeitraum von zehn Jahren zu erwartenden Renditen eines Immobilieninvestments den länderspezifischen Risiken (Wechselkurs, Gesamtwirtschaft, Politik) gegenübergestellt. Wie der obigen Abbildung zu entnehmen ist, bietet Deutschland mit die höchsten Renditechancen bei einem im Ländervergleich äußerst moderaten Risiko.

Subprime-Krise begünstigt solvente Immobilieninvestoren

Dennoch hat die Attraktivität des deutschen Immobiliensektors bislang zu keinem rasanten Preisanstieg bei Wohn- und Gewerbeimmobilien geführt. Die Folgen der US-Hypothekenkrise dürften aufgrund erhöhter Eigenkapitalanforderungen bei Immobilieninvestments ihr Übriges tun, um für einen anhaltend dämpfenden Einfluss auf die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien zu sorgen. Grund hierfür ist der Wegfall ausländischer, finanzgetriebener Investoren mit Fremdkapitalquoten von bis zu 95%, sodass auf der Nachfrageseite weniger aggressive Käufer im Preisfindungsprozess involviert sein sollten. Dies sollte den übrigen Marktteilnehmern weiterhin die

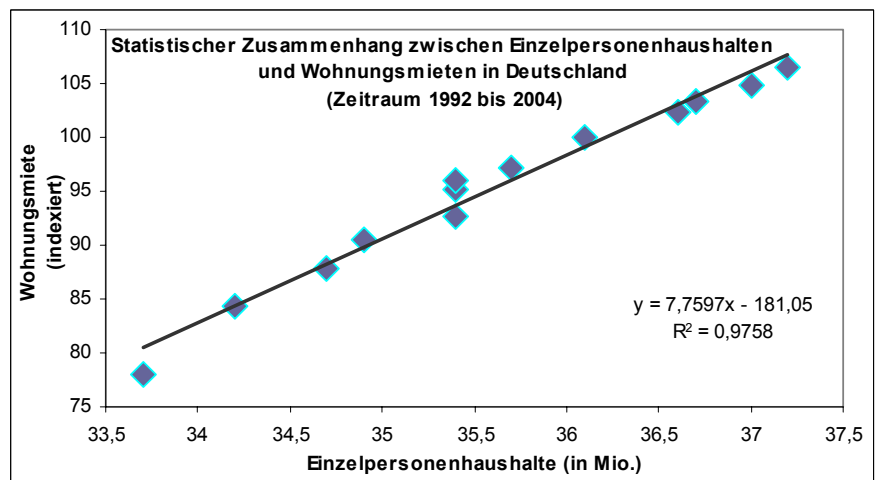
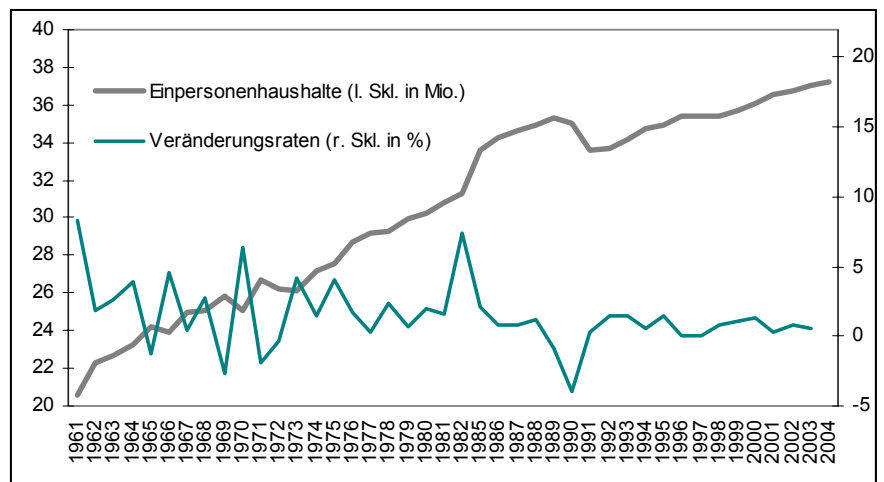
**Steigende Wohnungs-
 mieten durch steigende
 Einzelpersonenhaushalte**

Möglichkeit bieten, Wohnobjekte günstig zu erwerben und mittel- bis lang-
 fristig attraktive Mietrenditen zu generieren.

Einzelpersonenhaushalte und Wohnungsmieten

Die Anzahl der Einzelpersonenhaushalte ist in Deutschland in den vergan-
 genen Jahrzehnten kontinuierlich angestiegen und erreichte 2005 mit gut
 39 Millionen einen absoluten Spitzenwert in Europa. Ein Trend, der positiv
 auf die Mietrenditen wirkt, was in den folgenden Diagrammen deutlich zum
 Vorschein kommt. Aufgrund des statistisch signifikanten Zusammenhangs
 zwischen der Entwicklung der Einzelpersonenhaushalte und den Wohn-
 ungsmieten sollte der seit mehr als 40 Jahren intakte Trend zu Einzelperson-
 enhaushalten für weiteres Aufwärtspotenzial bei den Wohnungsmieten
 sorgen.

Trend zu Einzelpersonenhaushalten determiniert Wohnungsmieten



Quelle: Statistisches Bundesamt, Concord Equity Research

**Entwicklung der
 Mietrendite**

Für die Mietrendite ergibt sich hingegen im Hinblick auf die erwartete Ent-
 wicklung der Immobilienpreise ein etwas anderes Bild. Mittel- bis langfristig
 ist aufgrund der Attraktivität des deutschen Standortes mit steigenden
 Preisen zu rechnen. Grund hierfür sind zum einen die Immobilienpreise für
 Ein- und Mehrfamilienhäuser und Mietwohnungen, die sich seit Ende 2004

Preissteigerungen bei Wohnimmobilien mindern Mietrendite

stabilisiert haben. Eine Entwicklung, die das Ende des jahrelangen Preisverfalls bei Wohnimmobilien signalisiert.

Preiserhöhungen bei Wohnimmobilien bergen Risiken für Immobilieninvestment-Gesellschaften, die ihr bestehendes Wohnimmobilienportfolio im Zeitablauf durch Abverkäufe optimieren, da sich Preissteigerungen bei Immobilienneuerwerben negativ auf deren Mietrendite auswirken, falls die Immobilienpreise stärker zunehmen als die Mieten. Die positiven Effekte von Mietpreiserhöhungen können dann durch den teureren Erwerb von Wohnungen teilweise oder vollständig aufgezehrt werden. Preissteigerungen bei Wohnimmobilien werden durch die erwartete Mietentwicklung sowie sozioökonomische Faktoren hervorgerufen. Zudem wird die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien von den Aktivitäten von Asset-Management Immobiliengesellschaften bestimmt, die alte Wohnimmobilien erwerben, sie erneuern, vermieten und sie nach einer gewissen Zeit mit einem entsprechenden Aufschlag wieder verkaufen. Je höher die verfügbaren Finanzmittel und je größer die Anzahl der Immobilienunternehmen, die sich auf ein bestimmtes Segment des Immobiliensektors konzentrieren, desto stärker der erwartete Preisanstieg bei Wohnimmobilien.

FRW koppelt sich durch kleinteiligen Immobilienwerb vom breiten Branchentrend ab

Diese Aktivitäten gehören auch zum Geschäftsmodell der FranconoWest. Allerdings bewegt sich das Unternehmen bei seinen Immobilieninvestments in einer Nische, die nur von wenigen anderen institutionellen Anlegern systematisch bearbeitet wird. Deshalb erwarten wir, dass sich die Preise von Mehrfamilienhäusern, die kleinteilig (EUR 0,5 bis 1,0 Mio.) erworben werden, mittelfristig unabhängig vom breiten Immobilienmarkt entwickeln werden. Preissteigerungen sind in diesem Segment schwieriger zu realisieren, da sich Verkäufer und ihre Intermediäre (wie Makler) einer begrenzten Nachfrage potenzieller Käufer gegenübersehen. Hieraus sollte sich auch in Zukunft ein aussichtsreiches Einkaufspotenzial für die FRW ableiten.

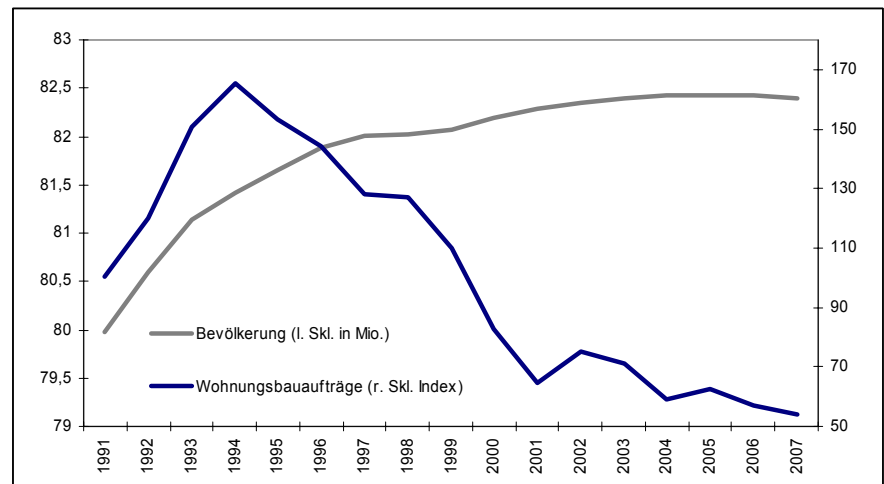
Immobilieninvestments verlieren bei Privaten an Bedeutung und ...

Immobilienpreise und Demographie

Im deutschen Immobiliensektor wird seit Jahren ein Rückgang der Bauaktivitäten im Wohnungsbau beobachtet, was neben regulatorischen und kulturellen auch auf sozioökonomischen Faktoren beruhen dürfte. Hierzu zählt beispielsweise der im europäischen Vergleich geringe Anteil von Eigenheimen bei deutschen Haushalten. Nur 43% der Deutschen leben in den eigenen vier Wänden, während in Italien oder Spanien der Anteil der Eigentumswohnungen die 80%-Marke übersteigt. Dementsprechend negativ ist die zu beobachtende Preisentwicklung bei bestehenden Wohnimmobilien, die bei deutschen Privatpersonen zunehmend durch liquidere Investments substituiert werden. Der Anreiz hierfür ist mit der zum 1. Januar 2006 abgeschafften Eigenheimzulage noch weiter gestiegen.

Ein weiterer Faktor, der besonders bei bestehenden Immobilien einen negativen oder zumindest dämpfenden Einfluss auf die Wertentwicklung einer Immobilie hat, ist der durch den demographischen Wandel ausgelöste Veränderungsprozess der Gesellschaft. Bestehende Wohnimmobilien werden häufig von älteren Menschen vererbt oder verkauft, weil sie mit steigendem Alter entweder nicht mehr in der Lage sind, sich alleine um die Wohnung zu kümmern oder aber ihren Lebensabend durch einen erhöhten Konsum aufwerten möchten.

Demographie und Bauaufträge im Immobiliensektor



Quelle: Bloomberg, Concord Equity Research

... spiegeln demographische Entwicklung

Der in Deutschland durch den demographischen Wandel hervorgerufene Wohnungsverkauf bestehender Immobilien trifft aber aufgrund des zu beobachtenden Trends zu Einzelpersonenhaushalten und der geringen Bereitschaft, sich ein Eigenheim zuzulegen, auf eine relativ schwache Nachfrage. Zudem erfordern von Privatpersonen angebotene Wohnobjekte oft zusätzliche Investitionen, um gesetzliche Auflagen zu erfüllen oder die Wohnqualität bestehenden Standards anzupassen. Mithilfe gut organisierter Maklernetzwerke profitieren Immobilienunternehmen von dieser Marktsituation, weil preiswerte und attraktive Wohnobjekte günstig erworben, aufgewertet und nach einer gewissen Zeit einzeln oder gebündelt zu höheren Preisen weiterveräußert werden können. Neben der Miete erwirtschaften die Immobilienunternehmen damit eine Zusatzrendite aus dem Abverkauf der Objekte.

Rhein-Ruhr zweitgrößte Metropolregion Europas ...

Nordrhein-Westfalen

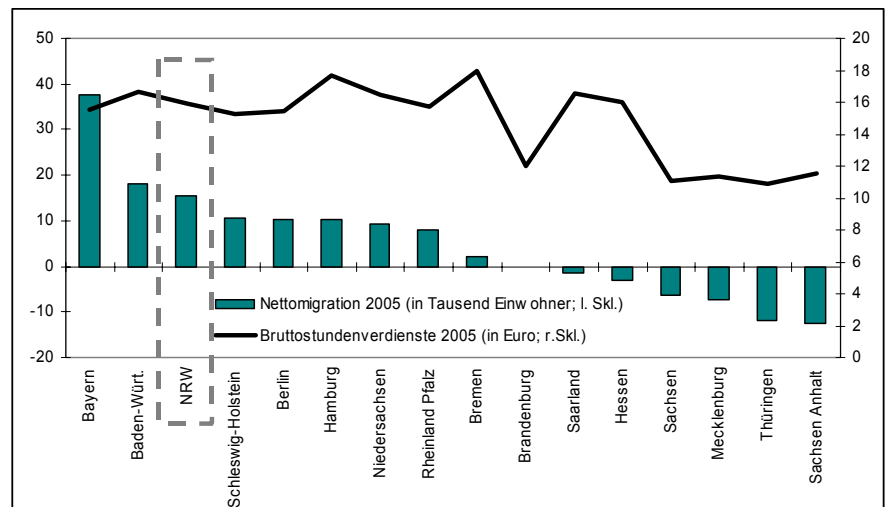
Nordrhein-Westfalen (NRW) erwirtschaftete mit seinen 18 Millionen Einwohnern und 8,5 Millionen Haushalten im vergangenen Jahr gut ein Fünftel des deutschen Bruttoinlandsproduktes. Die Rhein-Ruhr-Region, in der knapp 64% aller Einwohner des Bundeslandes NRW aus mehr als 150 Nationen angesiedelt sind, zählt nach London (11,6 Mio.) und noch vor Paris (11,1 Mio.) zur größten Städteagglomeration Europas. Der Ballungsraum reicht von Hamm über Dortmund, Essen, Duisburg, Düsseldorf und Köln bis Bonn.

... mit hohem Pro-Kopf-Einkommen

In Nordrhein-Westfalen haben 20 der 50 größten deutschen Unternehmen ihren Konzernsitz. Neben einem im Bundesvergleich überdurchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen zeigt insbesondere die positive Nettomigration die Attraktivität des bevölkerungsreichsten Bundeslands auf. Die für die FranconoWest bedeutenden Standorte Düsseldorf, Köln, Aachen, Bonn und Münster verzeichnen seit Mitte der 90er Jahre eine positive Einwohnerentwicklung.

**Starke Nachfrage
 nach Mietwohnungen
 in NRW**

Nettomigration und Bruttostundenverdienste in NRW



Quelle: Statistisches Bundesamt, Concord Equity Research

Wohnungsmarkt in Nordrhein-Westfalen

Der nordrhein-westfälische Immobiliensektor wird auf der Nachfrage- und Angebotsseite durch Faktoren beeinflusst, die ebenfalls auf Bundesebene zu beobachten sind. Während die Anzahl der Haushalte seit 1991 bis 2006 stetig zugenommen haben, sank im gleichen Zeitraum die durchschnittliche Anzahl von Personen pro Haushalt von 2,25 auf ungefähr 2,12. Die damit einhergehende strukturelle Veränderung der Haushalte hat einen entscheidenden Einfluss auf die Nachfrage nach Wohnimmobilien und deren Rentabilität. Der Trend zu Einpersonenhaushalten verstärkt die Nachfrage nach Wohnimmobilien zur Miete. In NRW dominieren Ein- und Zweipersonenhaushalte mit gut 71% seit Jahren alle anderen Mehrpersonenhaushalte, sodass zusammen mit den sozioökonomischen Faktoren für die Zukunft mit einer weiterhin hohen Nachfrage nach Mietwohnungen zu rechnen ist. Unterstützt wird diese Einschätzung durch die geringe Bereitschaft, in Eigentumswohnungen zu investieren, die in NRW unter dem Bundesdurchschnitt liegt.

Auf der Angebotsseite konnte in den vergangenen zehn Jahren ein kontinuierlicher Anstieg von Wohnungen / Eigenheimen beobachtet werden, nicht zuletzt aufgrund staatlicher Förderungsmaßnahmen und geringer Finanzierungskonditionen. Allerdings hat sich die Dynamik der neu gewährten und fertig gestellten Bauaufträge im Zuge der Zuwanderung und der damit einhergehenden sinkenden Verfügbarkeit von Bauland seit 2000 deutlich abgeschwächt. Die fortschreitende Urbanisierung in NRW hat zusammen mit den ebenfalls seit 1990 immer weiter gestiegenen Baukosten zu einem Angebotsniveau geführt, welches in den nächsten Jahren attraktive Mietrenditen verspricht. Zum einen aufgrund der mit der Attraktivität des Rhein-Ruhr-Gebiets begründbaren Ausweitung der Nachfrage nach Wohnraum durch Privatpersonen. Zum anderen durch die im Bundesvergleich im Durchschnitt um 15% geringeren Leerstandsquoten bei Wohnimmobilien.

**Begrenzung des
 Angebots durch
 fortschreitende
 Urbanisierung**

**Maklerkontakte als
entscheidender Vorteil****Schärfere Konkurrenz
auf der Verkaufsseite****Wettbewerb**

FranconoWest sieht sich in NRW aufgrund der Attraktivität der Region einer Reihe von Wettbewerbern gegenüber. Im Einkauf zählen hierzu in erster Linie regionale Immobiliengesellschaften, die sich ebenfalls auf den kleinteiligen Immobilienerwerb spezialisiert haben, wie etwa Kiefer & Zehner, die Rhein Ruhr Wohnen GmbH und die Zentral Boden Immobilien AG. Potenzielle Wettbewerber sind darüber hinaus national und international investierende Fonds sowie sonstige institutionelle Anleger, die sich allerdings gewöhnlich auf andere Losgrößen fokussieren. Ein wichtiges Merkmal der FRW ist ihr enger Kontakt zu regionalen Maklern, für die sie aufgrund ihres nachhaltigen Transaktionsvolumens ein geschätzter Geschäftspartner ist. Daraus resultiert ein oftmals entscheidender Wettbewerbsvorteil, da die Gesellschaft nach eigenen Angaben in der Regel zuerst über interessante Wohnobjekte informiert wird (First call).

Im Verkauf dürfte sich die Gesellschaft in einem wettbewerbsintensiveren Umfeld bewegen. Hier konkurriert sie mit Immobiliengesellschaften wie Gagfah, Deutsche Wohnen, Colonia Real Estate, Patrizia, Vivacon und der GAG Immobilien AG. Obwohl diese Unternehmen nicht im kleinteiligen Immobiliensegment aktiv sind, konkurrieren sie beim Abverkauf von Immobilienportfolios, der bei der FRW jährlich eine Größenordnung von rund 20% des Bestands ausmachen soll.

Ertrags- und Vermögenslage

Struktur der Erfolgsrechnung

Die Erfolgsrechnung der FRW umfasst auf der Erlösseite zwei wesentliche cashwirksame Komponenten: Mieteinnahmen und Veräußerungsgewinne. Hinzu kommen nicht zahlungswirksame Zu- bzw. Abschreibungen auf den beizulegenden Zeitwert der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Dem stehen auf der Aufwandsseite die Kosten für Personal, die outgesourcten Instandhaltungsleistungen sowie der Kapitaldienst gegenüber.

Mietrendite aktuell bei 8,4%

Hinter dem per Ende September akquirierten Immobilienbestand von EUR 62,5 Mio. steht ein monatliches Mietaufkommen von rund EUR 0,44 Mio. bzw. knapp EUR 5,3 Mio. auf Jahresbasis. Dies entspricht einer Mietrendite von 8,4% und liegt damit noch über der Zielrendite von 8%. Bei einem bis Jahresende auf geschätzte EUR 73,7 Mio. ansteigenden Portfolio zeichnen sich für das laufende Jahr Mieteinnahmen in Höhe von knapp EUR 2,5 Mio. ab. Derzeit erwirbt FRW Objekte im Schnitt zu einem Mietzinsfaktor von 12,5, während die Gesellschaft bei Veräußerungen offenbar einen Faktor von gut 15 realisieren kann. Bis zum Jahresende will die Gesellschaft noch einen Bestand von gut EUR 10 Mio. verkaufen, woraus ein Buchgewinn von etwa EUR 2 Mio. resultieren sollte.

Fair value-Ansatz nicht unumstritten

Die Bewertung des Immobilienportfolios erfolgt auf Basis des nach IFRS 40 geforderten Fair value Ansatzes, der die Ergebnisse von Immobiliengesellschaften maßgeblich beeinflussen kann. Der Verkehrswert der FRW-Objekte wird in regelmäßigen Abständen durch Gutachten des Immobilienberatungsunternehmens Jones Lang LaSalle ermittelt. Dieser IFRS-Standard ist allerdings nicht unumstritten, auch wenn der Ausweis des Immobilienvermögens zu Markt- bzw. Verkehrswerten die Bildung stiller Reserven vermeidet und damit für die von den Kapitalmärkten eingeforderte Transparenz in der Bilanzierung sorgt. Für Kritik sorgen hingegen zum einen die mit diesem Ansatz verbundenen Bewertungsspielräume. Zum anderen richtet sie sich an die Ergebnisqualität, da bei Gewinnen aus nicht realisierten Wertsteigerungen keine Liquidität für Ausschüttungen, Schuldentilgung und Steuerzahlungen zur Verfügung steht.

Zuschreibungen nur für 2007 berücksichtigt

Für die Ergebnisprognose kommt erschwerend hinzu, dass sich schon die Veräußerungsgewinne der FRW aus Immobilienverkäufen nicht konkret schätzen, sondern allenfalls über pauschale Annahmen abbilden lassen. Ein gänzlicher Verzicht auf die Berücksichtigung dieser Ergebniskomponente, die ein zentrales Element des Geschäftsmodells der FRW markiert, würde allerdings den Ertragsperspektiven des Unternehmens nicht gerecht werden. Wir haben uns daher dazu entschieden, einerseits die für das laufende Jahr als hinreichend gesichert geltenden Zuschreibungen im Umfang von EUR 3,3 Mio. (< 5% des Portfoliowerts) in unsere Schätzungen einzuarbeiten, sie andererseits aber in den Folgejahren nicht zu berücksichtigen. Wir halten dies auch insofern für vertretbar, als Zuschreibungen lediglich einem Vorzieheffekt potenzieller künftiger Gewinne entsprechen, die erst bei einer tatsächlichen Veräußerung cashwirksam realisiert werden. Dies lässt sich am einfachsten an der in Theorie und Praxis weitgehend unumstrittenen Cash flow-Betrachtung verdeutlichen, wonach der Wert eines Unternehmens dem Barwert der nachhaltig entziehbaren Einzahlungsüberschüsse entspricht. Da jedoch Zu- ebenso wie Abschreibungen nicht zu Ein- bzw. Auszahlungen führen, wird der Cash flow um diese

**Monatliches
Investitionsvolumen
von EUR 10 Mio.**

nicht zahlungswirksamen Ergebnisfaktoren korrigiert. Die angestrebten Veräußerungsgewinne haben wir daher im Umkehrschluss in unseren Schätzungen berücksichtigt.

Ausgehend von einem Immobilienportfolio von knapp EUR 75 Mio. rechnen wir in den nächsten beiden Jahren mit einer Bestandsausweitung um jeweils rund knapp EUR 130 Mio. bzw. einem durchschnittlichen monatlichen Investitionsvolumen von rund EUR 10 Mio. Bei einer von der Gesellschaft angestrebten durchschnittlichen Bestandsdauer der Objekte von fünf Jahren haben wir für 2008 und 2009 eine Veräußerungsquote von jeweils rund 19% sowie eine Wiederanlage der daraus erzielten Erlöse unterstellt. Als Gewinnmarge haben wir für das kommende Jahr 20% angesetzt, die wir für 2009 aus Vorsichtsgründen auf knapp 15% zurückgenommen haben.

**Steigende
Mieteinnahmen**

Bei den Mieteinnahmen haben wir für 2008 eine Rendite von 7,8% auf einen geschätzten durchschnittlichen Jahresbestand von EUR 150 Mio. angesetzt, die wir für 2009 bei einem durchschnittlichen Bestand von EUR 250 Mio. leicht auf 7,7% reduziert haben. Auf Basis dieser Prämissen ergeben sich Mieteinkünfte von EUR 11,7 Mio. für das kommende Jahr und EUR 19,2 Mio. für 2009. Die von den Servicegesellschaften der Franconofurt-Gruppe erbrachten Dienstleistungen im Bereich Instandhaltung und Verwaltung der Mietshäuser veranschlagt die FRW auf rund 14% der Mieteinnahmen, die wir in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen abgebildet haben. Letztere enthalten ferner sonstige operative Aufwendungen wie Miet- und Reisekosten. Weitere Aufwandspositionen sind die Personalkosten sowie die Abschreibungen auf Sachanlagen, die allerdings beide kaum ins Gewicht fallen. Anders dagegen die Finanzierungsaufwendungen, der mit Abstand wichtigste Kostenblock.

**Finanzierungsanteil
von 80% angestrebt**

Aus den Prämissen zur Ausweitung des Immobilienportfolios leitet sich für 2008 ein Fremdkapitalbedarf von gut EUR 140 Mio. und für 2009 von EUR 267 Mio. ab. Den Zinssatz haben wir mit 6% angesetzt, der damit laut Unternehmensangaben leicht über den aktuellen Konditionen liegt, die FRW über Zinsswaps auf fünf bis sieben Jahre fixiert hat. Derzeit beträgt der Fremdfinanzierungsanteil rund 70%, angestrebt werden rund 80%. In absoluten Zahlen gehen wir für 2008 von einem Zinsaufwand von EUR 6,3 Mio. und im Folgejahr von EUR 12,3 Mio. aus.

**Vom Thema
Zinsschranke vorerst
nicht betroffen**

Verdichtet man diese Zahlen, ergibt sich für 2008 ein Vorsteuerergebnis von EUR 10,1 Mio., nach EUR 4,7 Mio. im laufenden Jahr, in denen allerdings noch ein außerordentlicher Aufwand von EUR 1 Mio. aus dem Börsengang enthalten ist. Im Jahr 2009 steigt der von uns ermittelte Gewinn vor Steuern dann auf EUR 10,7 Mio. Beim Steueraufwand haben wir für 2007 eine Quote von 40% unterstellt, die in den Folgejahren im Zuge der Steuerreform auf 30% sinken sollte. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass derzeit noch die konkreten Auswirkungen der in Verbindung mit der Reform beschlossenen Zinsschranke, durch die der Abzug von Zinsaufwendungen beschränkt wird, eine erhebliche Unsicherheit für die gesamte Immobilienbranche markieren. FRW ist jedoch nach eigenen Angaben von dieser Regelung zumindest in den nächsten beiden Jahren nicht betroffen.

Zwei Verfahren

Bewertung

Zur Bewertung der FRW haben wir zwei Verfahren herangezogen: eine vom aktuellen Bewertungsniveau vergleichbarer Unternehmen unabhängige Wertschöpfungsanalyse, die konzeptionell auf dem Shareholder value-Gedanken aufbaut und grundsätzlich zum gleichen Ergebnis führt wie die ebenfalls dargestellte Discounted free cash flow (DCF)-Methode. Aus dieser Modellrechnung resultiert ein fairer Eigenkapitalwert von rund EUR 100,0 Mio. bzw. EUR 2,50 je Aktie. Dieses Ergebnis entspricht genau der marktablyeleiteten Relativbewertung auf Basis eines um Gewinne aus Zuschreibungen bereinigten Kurs-Buchwertverhältnisses, das wir aufgrund der im vorherigen Kapitel beschriebenen Problematik für die geeignetste Kennzahl halten, während eine auf Gewinnmultiplikatoren aufbauende Bewertung vor diesem Hintergrund nur bedingt vergleichbar ist. Diesen Ergebnissen stellen wir am Ende noch eine Substanzwertbetrachtung (Net asset value) gegenüber, die uns allerdings im derzeitigen Entwicklungsstadium der FRW ebenfalls nur bedingt aussagekräftig erscheint.

Methodik der Wertschöpfungsanalyse

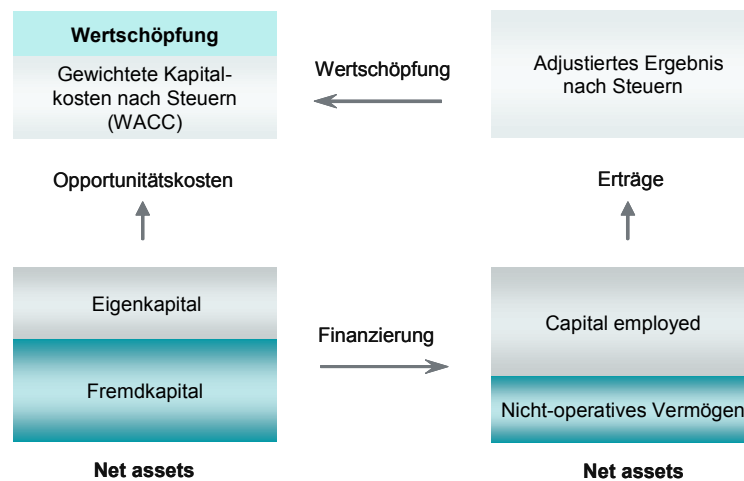
Dem Wertschöpfungsansatz liegt die zentrale Annahme zugrunde, dass ein Unternehmen, sofern es exakt die Opportunitätskosten (WACC = Weighted average cost of capital) seines investierten Kapitals (Net assets) erwirtschaftet, soviel wert sein sollte wie das eingesetzte Vermögen. Dies lässt sich leicht an der Cash flow-Betrachtung verdeutlichen: Verdient ein Unternehmen genau seine Kapitalkosten, dann entspricht der diskontierte Wert seines zukünftigen freien Cash flows genau dem Wert des investierten Kapitals. Ein Auf- oder Abschlag hierzu ist dann gerechtfertigt, wenn der Return auf das eingesetzte Vermögen (RONA = Return on net assets) die gewichteten Kapitalkosten über- bzw. unterschreitet (siehe nebenstehendes Beispiel).

Bewertungsbeispiel

Anlageverm. + Working capital	1.000	1.000
Gewinn	100	120
Return	10%	12%
Kapitalkosten	10%	10%
Barwert Wertschöpfung	<u>0</u>	<u>20</u>
	10%	10%
=	0	200
Unternehmenswert	1.000	1.200
Gewinn = Freier Cash flow (FCF) (da Nettoinvestitionen = 0)	100	120
Barwert FCF	<u>100</u>	<u>120</u>
	10%	10%
=	1.000	1.200

Quelle: Concord Equity Research

Konzept der Wertschöpfungsanalyse



Quelle: Concord Equity Research

Mehrstufiger Prozess

Der aus Sicht des Aktionärs relevante faire Wert des Eigenkapitals wird in einem mehrstufigen Prozess ermittelt. Zunächst werden die um die kalku-

**Beta-Faktor über
 Marktdurchschnitt**

latorischen Finanzierungskosten adjustierten Ergebnisse nach Steuern der konkreten Prognoseperiode (2007-2009) den korrespondierenden gewichteten Kapitalkosten des investierten Vermögens gegenübergestellt. Die Differenz ergibt die Wertschöpfung. Anschließend wird die für die Zeit nach dem Jahr 2009 erwartete Wertschöpfung im Terminal value abgebildet, der sich in eine mittel- und langfristige Phase mit jeweils verschiedenen Modellparametern aufteilt. Zu den Wertschöpfungsbeträgen wird im nächsten Schritt das heute bereits vorhandene Vermögen (Net assets) per 31.12.2006 addiert, zu dem wir allerdings den erwarteten Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung bereits hinzugerechnet haben. Der faire Wert des Eigenkapitals ergibt sich nach Abzug der zinstragenden Verbindlichkeiten.

Der Kapitalkostensatz, der gleichzeitig als Diskontierungsfaktor dient, setzt sich aus dem Fremdkapitalzins nach Steuern und den Eigenkapitalkosten (vor Steuern, da vom Unternehmen steuerlich nicht abzugsfähig) zusammen, jeweils gewichtet mit dem Anteil am Marktwert des Gesamtkapitals. Ihm liegen nachfolgende Annahmen zugrunde:

- Für die künftigen Fremdkapitalkosten haben wir als risikolosen Zinssatz die aktuelle Rendite zehnjähriger Bundesanleihen von 4,44% herangezogen; hinzu kommt ein Aufschlag von 1,6 Prozentpunkten, um die geringere Bonität des Schuldners zu berücksichtigen;
- Die Opportunitätskosten des Eigenkapitals ergeben sich aus dem langfristigen Kapitalmarktzins zuzüglich der mit dem Unternehmens-Beta gewichteten Risikoprämie des Aktienmarktes (= Differenz zwischen erwarteten Aktienreturn und dem Return langlaufender Staatsanleihen). Die Risikoprämie haben wir mit 4% und den Beta-Faktor, der das unternehmensspezifische Risiko abbildet, mit 1,2 angesetzt. Aufgrund der defensiven Qualitäten des Immobiliensektors würden wir den unternehmensspezifischen Risikofaktor eigentlich unter dem Markt-Beta ansiedeln. Der Aufschlag berücksichtigt daher den Umstand, dass es sich um eine Neuemission handelt.

**Return 2007 deutlich
 überzeichnet**

Die entscheidenden Werttreiber des Shareholder value-Modells sind die Rendite auf das eingesetzte Vermögen und das Wachstum der Vermögensbasis. Wie sich aus der nachfolgenden Tabelle entnehmen lässt, gehen in den drei Jahren zwischen 2007 und 2009 sowohl die Kapitalkosten als auch – in noch wesentlich stärkerem Umfang – der Return zurück. Dies hat mehrere Gründe: Zum einen setzen wir das ermittelte Jahresergebnis jeweils ins Verhältnis zur Vermögensbasis am Ende des Vorjahres, weil nur unter dieser Voraussetzung der Shareholder value- und der DCF-Ansatz zum gleichen Ergebnis führen. Für 2007 hat dies jedoch zur Folge, dass der Return deutlich überzeichnet ist. Zum anderen wächst die Vermögensbasis in diesem Zeitraum überproportional, begleitet von einem steigenden Gearing, durch das sich die Kapitalkosten verringern.

Wertschöpfungsmarge als Differenz aus RONA und WACC

	12/07e	12/08e	12/09e
Wertschöpfungsmarge (%)	153,5	4,0	1,5
Return on net assets (%)	162,5	11,6	7,7
WACC (%)	9,0	7,6	6,3

Quelle: Concord Equity Research

Wachstumsfinanzierung bis 2009

Fairer Wert bei € 2,50 je Aktie

Mit der nach dem Börsengang unterstellten Kapitalausstattung kann das Unternehmen nach unserer Einschätzung sein Wachstum bis einschließlich 2009 finanzieren, wäre danach für eine weitere Expansion aber auf frische Eigenmittel angewiesen. Da wir nicht schon heute eine weitere Kapitalerhöhung in die Unternehmensbewertung einfließen lassen wollen, haben wir bei den Annahmen für den Terminal value das Wachstum der Vermögensbasis lediglich an der Preissteigerungsrate orientiert und mit 2,0% angesetzt. Den Return haben wir zunächst für einen Zeitraum von fünf Jahren mit 7% fortgeschrieben, verglichen mit einer für 2009 ermittelten Vermögensrendite von 7,7%. Für die Berechnung der ewigen Rendite haben wir einen nochmaligen Abschlag vorgenommen und 6% angesetzt. Bei langfristigen Kapitalkosten von rund 5,7% unterstellt dies eine über den Terminal value abgebildete dauerhafte Wertschöpfung, die damit allerdings nur einen Anteil von knapp 20% am Unternehmenswert hat.

Insgesamt beläuft sich die künftige Wertschöpfung auf knapp EUR 41,0 Mio. Unter Hinzurechnung des Nettovermögens per Jahresende 2006 sowie dem erwarteten Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung ergibt sich ein Unternehmenswert von rund EUR 93,5 Mio., der sich bei Aufzinsung auf den Betrachtungszeitpunkt auf rund EUR 100,0 Mio. erhöht. Er entspricht auch dem fairen Wert des Eigenkapitals, da die Gesellschaft per Ende 2006 noch über keine Schulden verfügte. FRW hat zwar seither Fremdkapital aufgenommen. Einerseits sind aber die damit finanzierten Immobilien ebenfalls nicht in der Vermögensbasis per 31.12.2006 berücksichtigt, auf der die Bewertung aufsetzt. Andererseits gehen wir modellinhärent davon aus, dass die seither aufgenommenen Fremdmittel einen Nettobarwert von null haben, da die daraus generierten Zahlungsströme genau den mit den Opportunitätskosten des Fremdkapitals diskontierten Rückzahlungsverpflichtungen entsprechen.

Herleitung des Fair value über Wertschöpfungsanalyse und DCF-Verfahren

Mio. EUR

	Wertschöpfung	Freier Cash flow	Diskontierungsfaktor	Wertschöpfung (PV)	Freier Cash flow (PV)*
12/2007e	4,59	(38,33)	0,9174	4,21	(35,16)
12/2008e	3,92	(97,59)	0,8524	3,34	(83,19)
12/2009e	3,02	(110,76)	0,8020	2,42	(88,83)
Terminal- / Continuing value				31,90	300,62
Summe				41,87	93,44
Net assets (12/2006)*				51,57	
Fairer Wert (EK + FK)				93,44	93,44
Adjustierungsfaktor per 16/10/2007					1,071
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					100,04
Verbindlichkeiten (12/2006)					(0,01)
Fairer Wert des Eigenkapitals					100,03
Fair value je Aktie (EUR)					2,50
Modellparameter	(2010 - 2014)	(ab 2015)			
RONA (%)	7,0	6,0			
CAGR Net assets (%)	2,0	2,0			
Netto-Investitionsrate (%)	28,6	33,3			
WACC (%)	5,9	5,7			

* adjustiert um Kapitalerhöhung in 2007

Quelle: Concord Equity Research

Auswirkung bei Änderung der Prämissen

Sensitivität der Bewertung

Aufgrund der zwangsläufigen Unsicherheiten hinsichtlich der Bewertungsprämissen erscheint es uns wichtig, dass sich Investoren den Einfluss unterschiedlicher Annahmen auf die Bewertung verdeutlichen. Nachfolgend sind daher die Sensitivitäten der wichtigsten Prämissen dargestellt.

Aus der Sensitivitätsanalyse geht hervor, dass bereits bei einer Veränderung der langfristigen Vermögensrendite (RONA) um nur einen halben Prozentpunkt das Bewertungsergebnis um gut EUR 32 Mio. Zu- bzw. abnimmt. Anders ausgedrückt, eine Erhöhung der langfristigen Vermögensrendite auf 6,5% würde zu einem fairen Wert von EUR 132 Mio. führen.

RONA-Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert in Abhängigkeit vom RONA

	Concord				
Mfr. RONA (%)	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0
Fairer Wert (Mio. EUR)	87,4	93,7	100,0	106,3	112,6
Lfr. RONA (%)	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
Fairer Wert (Mio. EUR)	35,3	67,7	100,0	132,4	164,7

Quelle: Concord Equity Research

Einfluss der Kapitalkosten

Es könnte ferner sein, dass der Markt eine von unseren Prämissen abweichende Risikoeinschätzung vornimmt und daher explizit oder implizit mit einem höheren Beta und folglich höheren Kapitalkosten rechnet. An dieser Stelle können wir nur versuchen, ein möglichst hohes Maß an Transparenz zu schaffen.

Beta-Sensitivitätsanalyse

Fairer Wert des Eigenkapitals in Abhängigkeit vom mfr. Beta

	Concord				
Mittelfristiges Beta	1,20	1,00	1,20	1,40	1,60
Fairer Wert (Mio. EUR)	100,0	105,4	100,0	94,8	89,8

Quelle: Concord Equity Research

Erhebliche Zinssensitivität

Eine Änderung der aktuellen Marktzinsen hat nicht nur Einfluss auf die Ergebnisperspektiven des Unternehmens, sondern auch unmittelbar auf die Bewertung. Im gleichen Maße, wie ein niedriges Zinsniveau die Aktienbewertung über die kalkulatorischen Kapitalkosten und Diskontierungssätze begünstigt, besteht bei einem Zinsanstieg für Investoren ein Kursrisiko. Würde sich das Zinsniveau zum Beispiel um einen halben Prozentpunkt erhöhen, sinkt der modellabgeleitete faire Wert der FRW ceteris paribus recht deutlich auf rund EUR 68 Mio. Im Gegenzug sollten sich dann allerdings auch die Ankaufspreise reduzieren.

Zinssensitivitäts-Analyse

Fairer Wert des Eigenkapitals nach einer Zinsänderung

	Concord				
Lfr. Kapitalmarktzins (%)	3,44	3,94	4,44	4,94	5,44
Fairer Wert (Mio. EUR)	190,8	139,7	100,0	68,3	42,5

Quelle: Concord Equity Research

Sieben Vergleichs- unternehmen

Kurs/Buchwert-Verhältnis		
	berichtet	adjustiert
Colonia Real Estate	1,72	2,21
Deutsche Wohnen	2,35	2,35
FranconoRheinMain	1,31	1,41
GAGFAH SA	1,06	1,39
Patrizia Immobilien	1,77	1,78
Tag Tegernsee	1,04	1,10
Vivacon	1,75	2,21
Mittelwert (ohne Extrema)	1,52	1,80

Quelle: Thomson Financial, Concord

Kennzahlenbewertung

Ziel der Kennzahlenanalyse ist es, mittels Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen eine marktgeleitete Bewertung für FRW zu ermitteln. Aus dem breiten Spektrum von in Deutschland börsennotierten Immobiliengesellschaften haben wir sieben Unternehmen ausgewählt, deren Geschäftsmodelle aus unserer Sicht am ehesten mit dem von FRW zu vergleichen sind. Die engsten Überschneidungen bestehen in unseren Augen zur Konzernschwesteresellschaft FranconoRheinMain und zu Deutsche Wohnen.

Während wir beim Peer group-Vergleich gewöhnlich auf Gewinngrößen abstellen, halten wir bei der FRW angesichts der Zuschreibungsproblematik ein um eigenkapitalerhöhende Zuschreibungen bereinigtes Kurs/Buchwert-Verhältnis für die geeignetste Bewertungskennziffer. Aus den Eigenkapitalausweisen der Peer group Unternehmen zum Halbjahr leitet sich ein aktuelles, um Extrema bereinigtes Kurs/Buchwert-Verhältnis von knapp 1,6 ab. Rechnet man hingegen die seit 2005 aus Bewertungsanpassungen im Immobilienvermögen resultierenden Ergebnisbeiträge nach Steuern aus dem Eigenkapital heraus, ergibt sich ein adjustiertes Multiple von 1,8. Bezogen auf ein Eigenkapital der FRW nach Kapitalerhöhung und abzüglich Zuschreibungen von rund EUR 56,0 Mio. impliziert dies einen marktgeleiteten Wert von knapp EUR 101,0 Mio. bzw. ebenfalls rund 2,50 je Aktie.

Gleichwohl haben wir zur Plausibilitätsprüfung auch noch eine Bewertung auf Basis der Gewinnmultiplikatoren KGV und EV/EBITDA für die Jahre 2008 und 2009 vorgenommen. Als Bezugsgrößen haben wir dabei das KGV sowie die Kennzahl EV/EBITDA herangezogen. Die Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen sowie die daraus abgeleiteten Mittelwerte sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Bewertungskennziffern der Vergleichsunternehmen

	Währung	Kurs am	Markt- kap. (in Mio.)	EV (in Mio.)	KGV		EV / EBITDA	
		16.10.2007			2008e	2009e	2008e	2009e
Colonia Real Estate	EUR	0,25	543	875	7,1	6,8	7,4	6,3
Deutsche Wohnen	EUR	33,20	876	1.539	37,2	27,0	14,7	12,7
FranconoRheinMain	EUR	2,25	63	104	5,2	n.a.	3,4	n.a.
GAGFAH SA	EUR	13,39	3.020	9.130	12,0	11,5	15,3	13,2
Patrizia Immobilien	EUR	10,25	534	1.678	8,8	7,6	11,8	10,5
Tag Tegernsee	EUR	8,42	274	695	15,3	13,0	13,5	10,9
Vivacon	EUR	17,30	337	756	5,5	5,5	7,5	7,7
Mittelwert (ohne Extrema)					9,7	9,7	11,0	10,4

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Ausgangsdaten FranconoWest in Mio. EUR

	2008e	2009e
EBITDA	16,0	23,3
Bereinigtes Ergebnis	7,1	7,5

Quelle: Concord Equity Research

Die um Extrema bereinigten Mittelwerte haben wir anschließend mit den korrespondierenden Schätzdaten (siehe nebenstehende Tabelle) für FRW multipliziert, wobei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen sei, dass unsere Ergebnisschätzungen für FRW keine Portfoliozuschreibungen beinhalten, während sie in den Konsensschätzungen für die Peer group Unternehmen nach unserer Einschätzung zumindest eine gewisse Rolle spielen. Zudem haben wir bei der Nettoverschuldung der FRW nicht das

**Gewinnbasierte
 Multiple-Bewertung
 kein Widerspruch**

aktuelle Niveau, sondern einen aus dem durchschnittlichen Verschuldungsgrad der Vergleichsunternehmen abgeleiteten Wert herangezogen.

Aus der gewinnbasierten Relativbewertung resultiert ein etwas niedrigerer Wert von EUR 85,2 Mio. Aufgrund der Zuschreibungsproblematik markiert dies aus unserer Sicht allerdings keinen Widerspruch zu den bisherigen Bewertungsergebnissen. Im Vergleich zu einem Kapitalwertverfahren wirkt sich die zeitliche Gewinnverlagerung in einem Zweiperiodenmodell zwangsläufig wertmindernd aus, da Ersteres auch die in der fernerer Zukunft liegenden cashwirksamen Veräußerungsgewinne abbilden kann. Unterstellt man hingegen den gleichen Bewertungsaufschlag wie beim bereinigten Kurs-Buchwertverhältnis (18%), führen auch die gewinnbasierten Multiples zu einer Bewertung von gut EUR 100 Mio.

Eigenkapitalwert von FranconoWest laut Kennzahlenanalyse

auf Basis 2008e und 2009e, Angaben in EUR Mio.

	Auf Grundlage der Marktkapitalisierung	Auf Grundlage des Enterprise value
Enterprise value		209,4
Nettoverbindlichkeiten		(110,0)
Wert des Eigenkapitals	70,9	99,4
Anteil am gewichteten Mittelwert	50%	50%
Gewichteter Eigenkapitalwert		85,2

Quelle: Thomson Financial, Concord Equity Research

Abschließend haben wir noch den Net asset value herangezogen, den wir in der post-money-Betrachtung und auf Basis des aus den bisherigen Bewertungsergebnissen abgeleiteten Mittelzuflusses auf rund EUR 75 Mio. (Immobilienvermögen von EUR 62 Mio. zuzüglich einer unterstellten Nettoliquidität von rund EUR 13 Mio.) veranschlagen. Da wir diesen Bewertungsansatz in der aktuellen Entwicklungsphase des Unternehmens jedoch nur für bedingt aussagekräftig halten, sollte dieser Betrag die absolute Wertuntergrenze markieren.

Kurzprofile der Vergleichsunternehmen

Colonia Real Estate

Die Colonia Real Estate hat einen strategischen Wandel vom opportunistischen Wohnimmobilieninvestor zu einem integrierten Investment- und Asset-Management-Konzern vollzogen und konzentriert sich jetzt auf drei Geschäftsfelder – Asset Management, Investment und Fonds Management. Neben der reinen Investitionstätigkeit in deutsche Immobilien agiert der Konzern auch als Dienstleister für renommierte in- und ausländische Investoren. Per 30. Juni verfügte die Colonia Real Estate über ein Immobilienportfolio im Wert von rund EUR 790 Mio.

Deutsche Wohnen

Die Kernkompetenzen der Deutsche Wohnen, die Ende der 90er Jahr durch den Erwerb der Wohnungsbestände der ehemaligen Hoechst AG und des Heimstätte Rheinland-Pfalz-Konzerns entstand, sind das Portfoliomanagement, die Wohnungsbewirtschaftung und die Wohnungsprivatisierung in Deutschland. Das Wohnimmobilienportfolio des Konzerns im Umfang von rund EUR 957 Mio. besteht aus 23.630 eigenen Wohneinhei-

FranconoRheinMain

ten mit einer Wohnfläche von 1.508.138 qm (Stand: Dezember 2006), die hauptsächlich in Rheinland-Pfalz und im Rhein-Main Gebiet liegen. Die Gesellschaft besteht aus sechs Konzerngesellschaften und beschäftigt aktuell 271 Mitarbeiter.

Die FranconoRheinMain hat sich auf den Erwerb, die Vermietung und die Veräußerung von Mehrfamilienhäusern in Südwestdeutschland mit Schwerpunkt in der Rhein-Main- und der Rhein-Neckar-Region fokussiert. Ziel ist es, den Mietzins des Immobilienbestands (EUR 102,9 Mio. per Ende Juni 2007) durch ein aktives Management zu optimieren und durch Verkäufe zusätzliche Einnahmen zu generieren. Das monatliche Investitionsvolumen liegt bei EUR 8-12 Mio. Ähnlich wie die FranconoWest verzichtet die Gesellschaft auf Paketeinkäufe.

Gagfah

Die Gagfah S.A. wurde 2005 in Luxemburg gegründet. Zu ihr gehören die Tochtergesellschaften Gagfah GmbH, Nileg, Acquisition1 und Woba, deren Tätigkeitsschwerpunkt im Kauf und der Bestandshaltung eines geografisch diversifizierten Wohnungsportfolios in Deutschland liegt. Das gut EUR 9,1 Mrd. schwere Portfolio besteht aus 167.000 Mietwohnungen (Stand März 2007) mit einer Wohnfläche von rund 10 Mio. qm in mehr als 20 deutschen Städten (mit Schwerpunkten in Dresden, Berlin und Hamburg). Damit ist das Unternehmen nach eigenen Angaben die größte in Deutschland börsennotierte Wohnungsgesellschaft.

Patrizia Immobilien

Die Patrizia Immobilien AG ist seit 20 Jahren ein unabhängiger Investor und Dienstleister in der deutschen Immobilienwirtschaft. Das operative Geschäft des Unternehmens unterteilt sich in die beiden Segmente Investments und Services. Der Bereich Investments umfasst die auf eigene Rechnung betriebenen Immobiliengeschäfte und besteht aus den Geschäftsfeldern Wohnungsprivatisierung, Revitalisierung und Projektentwicklung. Im Bereich Services werden immobilienbezogene Dienstleistungen für Dritte angeboten. Zur Gruppe gehören sieben operative Tochtergesellschaften. Im Portfolio (EUR 644 Mio. per 30.6.) befinden sich derzeit rund 12.500 Wohn- und Gewerbeeinheiten deutschen Ballungszentren, davon rund die Hälfte in München.

TAG Tegernsee

Der Ursprung der TAG Tegernsee Immobilien- und Beteiligungs-Aktiengesellschaft geht auf das Jahr 1882 zurück. Heute ist sie die Holding eines auf die deutschen Metropolregionen fokussierten Immobilienkonzerns. Das Unternehmen ist sowohl auf dem Wohn- als auch Gewerbeimmobilienmarkt tätig und verfolgt eine langfristige Wertsteigerungsstrategie. Die Schwerpunkte der Tätigkeit sind die Verwaltung eigener Bestände, die Bestandsentwicklung, der Neubau, das Portfoliomanagement für Dritte sowie Dienstleistungen. Im Eigenbestand des Unternehmens befinden sich rund 5.000 Einheiten von Wohn- und Geschäftsimmobilien, darüber hinaus betreut das Unternehmen 7.200 Einheiten für Dritte. Das Immobilienvolumen der TAG belief sich zur Jahresmitte auf EUR 718 Mio.

Vivacon

Vivacon hat sich auf den Erwerb und die Modernisierung sanierungsbedürftiger, denkmalgeschützter Wohnimmobilien spezialisiert, die anschließend im Erbbaurecht an institutionelle Investoren sowie Privatanleger veräußert werden – Eigentümer bleibt die Vivacon. Zudem ist die Vivacon als Exklusivanbieter von Philippe Starck Designwohnungen in Deutschland tätig. Das Immobilienportfolio hatte per 30. Juni einen Wert von rund EUR 250 Mio.

SWOT - Analyse

Stärken

- Management mit umfangreicher Branchenerfahrung
- Nischenpositionierung als professioneller Marktteilnehmer in einem Segment, das nicht von institutionellen Anlegern dominiert wird
- Großes Netzwerk von Immobilienmaklern
- Schlanke Kostenstruktur mit kurzen Entscheidungswegen und strukturierten Prozessen
- Stabile, wiederkehrende Erträge aus der Vermietung
- Attraktive Mikrolagen, guter baulicher Zustand sowie geringe Leerstandsquoten der Objekte

Schwächen

- Kurze Unternehmenshistorie
- Kapitalintensives Geschäft mit starker Abhängigkeit von der Zinsentwicklung
- Geringe Markteintrittsbarrieren

Chancen

- Wertsteigerung im Immobilienportfolio
- Mieterhöhungspotenziale
- Zusatzrendite durch Paketaufschläge

Risiken

- Abhängigkeit von zwei Schlüsselpersonen
- Steigende Immobilienpreise aufgrund wachsender Nachfrage
- Begrenzte Verfügbarkeit von Anlageobjekten, höhere Leerstandsdaten
- Zinsschranke
- Hohe Zinssensitivität der Bewertung (Diskontierungsfaktor)

Tabellenanhang

FranconoWest - Shareholder value-Analyse

Mio. EUR	Wertschöpfung	Freier Cash flow	Diskontierungsfaktor	Wertschöpfung (PV)	Freier Cash flow (PV)*
12/2007e	4,59	(38,33)	0,9174	4,21	(35,16)
12/2008e	3,92	(97,59)	0,8524	3,34	(83,19)
12/2009e	3,02	(110,76)	0,8020	2,42	(88,83)
Terminal- / Continuing value				31,90	300,62
Summe				41,87	93,44
Net assets (12/2006)*				51,57	
Fairer Wert (EK + FK)				93,44	93,44
Adjustierungsfaktor per 16/10/2007					1,071
Fairer aktueller Wert (EK + FK)					100,04
Verbindlichkeiten (12/2006)					(0,01)
Fairer Wert des Eigenkapitals					100,03
Fair value je Aktie (EUR)					2,50
Modellparameter	(2010 - 2014)	(ab 2015)			
RONA (%)	7,0	6,0			
CAGR Net assets (%)	2,0	2,0			
Netto-Investitionsrate (%)	28,6	33,3			
WACC (%)	5,9	5,7			* adjustiert um Kapitalerhöhung in 2007

Sensitivitätsanalysen für den Fairen Wert des Eigenkapitals

Fairer Wert des Eigenkapitals in Abhängigkeit von RONA und Wertschöpfungswachstum

Mfr. Wachstum p.a. (%)	Mfr. RONA (%)					Lfr. Wachstum p.a. (%)	Lfr. RONA (%)				
	6,50	6,75	7,00	7,25	7,50		5,50	5,75	6,00	6,25	6,50
1,0	92,6	95,7	98,8	101,9	105,0	1,0	70,2	82,9	95,6	108,3	121,1
1,5	93,2	96,3	99,4	102,5	105,7	1,5	69,1	83,3	97,6	111,8	126,0
2,0	93,7	96,9	100,0	103,2	106,3	2,0	67,7	83,9	100,0	116,2	132,4
2,5	94,3	97,5	100,7	103,9	107,0	2,5	65,8	84,6	103,3	122,0	140,7
3,0	94,9	98,1	101,3	104,5	107,7	3,0	63,3	85,5	107,7	129,9	152,1

Zinssensitivitäts-Analyse

Lfr. Kapitalmarktzins (%)		3,69	3,94	4,19	4,44	4,69	4,94	5,19
Fairer Wert (Mio. EUR)		163,6	139,7	118,7	100,0	83,3	68,3	54,8

Risikoprämien-Sensitivitätsanalyse

Risikoprämie (%)		2,50	3,00	3,50	4,00	4,50	5,00	5,50
Fairer Wert (Mio. EUR)		157,4	136,1	117,1	100,0	84,6	70,5	57,8

Beta-Sensitivitätsanalyse

Mittelfristiges Beta		1,20	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50
Fairer Wert (Mio. EUR)		100,0	105,4	102,7	100,0	97,4	94,8	92,3

FranconoWest - Wertschöpfung

	12/04	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Wertschöpfung (Economic profit)		n/m	n/m	4,59	3,92	3,02
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern		0,00	(0,03)	4,86	11,48	16,10
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern		n/m	n/m	0,3	7,6	13,1
Wertschöpfungs-Marge (%)		n/m	n/m	153,5	4,0	1,5
Return on net assets (%)		n/m	n/m	162,5	11,6	7,7
Gewichteter Kapitalkostensatz n. St.* (%)		n/m	n/m	9,0	7,6	6,3

* Vorjahresendwerte

FranconoWest - Adjustiertes Ergebnis und Werttreiberanalyse

Adjustiertes Ergebnis	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Adjustiertes Ergebnis nach Steuern	(0,03)	4,86	11,48	16,10
Adjustiertes Ergebnis vor Steuern	(0,03)	5,88	16,40	23,00
EBIT	(0,04)	6,15	15,80	23,00
Finanzerträge	0,02	0,73	0,60	0,00
A.o. Ergebnis	0,00	(1,00)	0,00	0,00
Adjustierte Steuern	(0,00)	(1,02)	(4,92)	(6,90)
Ertragssteuern (lt. G+V)	0,01	(1,87)	(3,03)	(3,22)
Veränderung latente Steuern	(0,02)	1,34	0,00	0,00
(Steuer) / Steuerersparnis auf:	0,00	(0,48)	(1,89)	(3,68)
Steuerquote (%)	0,00	40,00	30,00	30,00
Zinsaufwand	0,00	(0,48)	(1,89)	(3,68)

Werttreiberanalyse (adjustiert)

Return on net assets	n/m	162,5	11,6	7,7
RONA vor Steuern	n/m	196,5	16,5	11,0
Vorsteuer-Marge	n/m	238,1	140,1	119,8
(Bestandserhöhungen / Gesamtleistung)	n/m	0,0	0,0	0,0
Personalkosten / Gesamtleistung	n/m	(20,2)	(5,9)	(4,7)
Abschreibungen / Gesamtleistung	n/m	(2,8)	(1,6)	(1,4)
Sonstige betriebl. Erträge / Gesamtleistung	n/m	219,0	67,3	47,9
Sonstige betriebl. Aufwend. / Gesamtl.	n/m	(47,0)	(24,9)	(22,0)
Adjustierungen / Gesamtleistung	n/m	48,6	53,8	63,9
Zinsergebnis / Gesamtleistung	n/m	(19,0)	(48,7)	(63,9)
A.o. Ergebnis / Gesamtleistung	n/m	(40,5)	0,0	0,0
Kapitalumschlag	n/m	0,8	0,1	0,1
Sachanlagen / Gesamtleistung	n/m	1,6	5,0	4,6
Working capital / Gesamtleistung	n/m	115,7	232,4	57,3
Übriges operatives Vermögen / Gesamtl.	n/m	0,0	(20,4)	(34,6)
Finanzanlagen / Gesamtleistung	n/m	3,8	629,4	1.057,1

FranconoWest - Kapitalkosten und Kapitalrenditen

Kapitalkosten	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Gewichtete Kapitalkosten nach Steuern*	n/m	0,27	7,56	13,08
Gewichteter Kapitalkostensatz nach Steuern (%)	9,00	7,63	6,28	5,57
Marktwert des Eigenkapitals		100,00	100,00	100,00
Opportunitätskosten des Eigenkapitals (%)	9,00	9,24	9,24	9,24
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	4,20	4,44	4,44	4,44
Risikoprämie (%)	4,00	4,00	4,00	4,00
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20
Wert des Fremdkapitals	0,01	40,00	142,00	267,00
Finanzverbindlichkeiten	0,01	40,00	142,00	267,00
Fremdkapitalkosten vor Steuern (%)	5,8	6,0	6,0	6,0
Langfristiger Kapitalmarktzins (%)	4,2	4,4	4,4	4,4
Bonitätsabschlag (%)	1,6	1,6	1,6	1,6
Net assets	2,99	99,13	208,20	335,05
Capital employed	2,90	25,42	5,24	3,79
Working capital	2,86	27,22	11,00	14,35
Übriges operatives Vermögen	0,04	(1,80)	(5,76)	(10,56)
Sachanlagen	0,04	0,59	0,89	1,04
Sonstige immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,20	0,50	0,70
Lfr. übrige Verbindlichkeiten	0,00	(2,59)	(7,15)	(12,30)
Nicht-operatives Vermögen	0,10	73,71	202,96	331,27
Nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	0,00	0,00	0,00	0,00
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,10	73,71	202,96	331,27

* (WACC x Net assets) per Vorjahresende

Kapitalrenditen

Vor Steuern				
Return on net assets	n/m	196,5	16,5	11,0
Nach Steuern				
Return on net assets	n/m	162,5	11,6	7,7

FranconoWest - Cash flow und Kennziffern aus der Shareholder value-Anal

Cash flow (adjustiert)	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Adjustiertes Betriebsergebnis nach Steuern	(0,05)	5,03	11,06	16,10
Abschreibungen (Sachanl. + sonst. imm. Vermögensgeg.)	0,00	0,07	0,19	0,27
Operativer Cash flow	(0,05)	5,10	11,25	16,37
Veränderung working capital	(2,86)	(24,36)	16,22	(3,35)
Investitionen in sonstige imm. Vermögensgegenstände	0,00	(0,20)	(0,30)	(0,20)
Investitionen in Sachanlagen	0,00	(0,62)	(0,49)	(0,42)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,04)	0,00	0,00	0,00
Sonstige (Netto-) Änderungen im übrigen op. Vermögen	0,00	2,59	4,56	5,16
Operativer freier Cash flow	(2,95)	(17,50)	31,24	17,56
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,00	(0,60)	0,00	0,00
Adjustiertes Finanzergebnis nach Steuern	0,02	0,44	0,42	0,00
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(82,01)	(160,75)	(165,06)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,10)	8,40	31,50	36,75
Veränderung nicht betriebsnotwendige liquide Mittel	0,00	0,00	0,00	0,00
Freier Cash flow	(3,02)	(91,27)	(97,59)	(110,76)
Veränderung kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	0,00	2,00	0,00	0,00
Kapitalgebern zur Verfügung gestellter Cash flow	(3,02)	(89,27)	(97,59)	(110,76)

Finanzierungsrechnung (adjustiert)

Adjustierte Zinsaufwendungen nach Steuern	(0,00)	(0,72)	(4,41)	(8,59)
Anstieg / (Rückgang) Schulden	0,01	40,00	102,00	125,00
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(5,66)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,99	52,01	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	0,02	(2,01)	(0,00)	0,00
Gesamte Finanzierungstätigkeit	3,02	89,27	97,59	110,76

Shareholder value-Kennziffern

Marktwert EK + FK / Net assets	1,4	1,2	1,1
Marktwert EK + FK / Adj. Ergebnis nach Steuern	28,8	21,1	22,8

FranconoWest - Gewinn- und Verlustrechnung

	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Umsatzerlöse (Mieteinnahmen)	0,00	2,47	11,71	19,20
Veränderung (%)	n/m	n/m	374,1	64,0
Gesamtleistung	0,00	2,47	11,71	19,20
Veränderung (%)	n/m	n/m	374,1	64,0
Personalkosten	0,00	(0,50)	(0,69)	(0,90)
Veränderung (%)	n/m	n/m	38,0	30,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,00	5,41	7,88	9,20
Veränderung (%)	n/m	n/m	45,7	16,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(0,04)	(1,16)	(2,91)	(4,23)
Veränderung (%)	n/m	n/m	150,9	45,4
EBITDA	(0,04)	6,22	15,99	23,27
Veränderung (%)	n/m	n/m	157,1	45,5
Abschreibungen (Immat. Vermögensgeg. + Sachanlagen)	0,00	(0,07)	(0,19)	(0,27)
Veränderung (%)	n/m	n/m	171,4	42,1
Sachanlagen	0,00	(0,07)	(0,19)	(0,27)
EBIT	(0,04)	6,15	15,80	23,00
Veränderung (%)	n/m	n/m	156,9	45,6
Finanzergebnis	0,02	(0,47)	(5,70)	(12,27)
Zinsergebnis	0,02	(0,47)	(5,70)	(12,27)
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	(0,03)	5,68	10,10	10,73
Veränderung (%)	n/m	n/m	77,8	6,2
A.o. Ergebnis	0,00	(1,00)	0,00	0,00
Ergebnis vor EE-Steuern	(0,03)	4,68	10,10	10,73
Veränderung (%)	n/m	n/m	115,8	6,2
EE-Steuern	0,01	(1,87)	(3,03)	(3,22)
Abgeführte EE-Steuern	0,01	(1,87)	(3,03)	(3,22)
Steuerquote (%)	n/m	40,0	30,0	30,0
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	(0,02)	2,81	7,07	7,51
Veränderung (%)	n/m	n/m	151,8	6,2
Bereinigungen	0,00	0,60	0,00	0,00
Bereinigtes Ergebnis	(0,02)	3,41	7,07	7,51
Veränderung (%)	n/m	n/m	107,5	6,2
Ergebnis je Aktie (EUR)	(0,00)	0,09	0,18	0,19
Veränderung (%)	n/m	n/m	107,5	6,2
Anzahl Aktien (Mio.)	40,0	40,0	40,0	40,0

FranconoWest - Bilanz

Aktiva	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
Anlagevermögen	0,14	74,50	204,35	333,01
in % der Bilanzsumme	4,4	71,7	93,6	93,5
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	0,20	0,50	0,70
Sachanlagen	0,04	0,59	0,89	1,04
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0,10	73,71	202,96	331,27
Umlaufvermögen	2,92	29,47	14,00	23,10
in % der Bilanzsumme	95,1	28,3	6,4	6,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,00	5,25	13,50	22,70
Übrige Forderungen	0,01	0,00	0,00	0,00
Flüssige Mittel	2,91	24,22	0,50	0,40
Latente Steuern	0,02	0,00	0,00	0,00
Summe Aktiva	3,07	103,96	218,35	356,11
Passiva				
Eigenkapital	2,99	57,81	64,88	66,73
in % der Bilanzsumme	97,5	55,6	29,7	18,7
Gezeichnetes Kapital	3,00	40,00	40,00	40,00
Kapitalrücklage	(0,01)	15,00	15,00	15,00
Gewinnrücklage	0,00	0,81	7,88	9,73
Bilanzverlust	(0,01)	0,00	0,00	0,00
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	0,00	2,00	2,00	2,00
in % der Bilanzsumme	0,0	0,0	0,0	0,0
in % der Bilanzsumme	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten	0,08	44,84	152,15	288,05
in % der Bilanzsumme	2,5	43,1	69,7	80,9
Finanzverbindlichkeiten	0,01	40,00	142,00	267,00
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,07	2,25	3,00	8,75
Übrige Verbindlichkeiten	0,00	2,59	7,15	12,30
Latente Steuern	0,00	1,32	1,32	1,32
Summe Passiva	3,07	103,96	218,35	356,11

FranconoWest - Cash flow und Kapitalflussrechnung

Cash flow	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR	Mio. EUR
EBITDA	(0,04)	6,22	15,99	23,27
Cash flow	(0,04)	6,22	15,99	23,27
Veränderung working capital	0,05	(3,05)	(7,50)	(3,45)
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	0,00	3,91	4,56	5,16
Operativer Cash flow	0,01	7,07	13,05	24,98
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	(0,20)	(0,30)	(0,20)
Investitionen in Sachanlagen	0,00	(0,62)	(0,49)	(0,42)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,14)	8,40	31,50	36,75
Abgeführte EE-Steuer	0,01	(1,87)	(3,03)	(3,22)
Operativer freier Cash flow	(0,12)	12,78	40,73	57,89
Finanzergebnis	0,02	(0,47)	(5,70)	(12,27)
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(82,01)	(160,75)	(165,06)
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,99	52,01	0,00	0,00
Veränderung kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	0,00	2,00	0,00	0,00
Sonstige EK-Veränderungen	0,01	(2,99)	0,00	0,00
Freier Cash flow	2,90	(18,68)	(125,72)	(119,44)
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(5,66)
Residualer Cash flow	2,90	(18,68)	(125,72)	(125,10)

Kapitalflussrechnung

EBITDA	(0,04)	6,22	15,99	23,27
Finanzergebnis (ohne Abschreibungen auf Finanzanl.)	0,02	(0,47)	(5,70)	(12,27)
Abgeführte EE-Steuer	0,01	(1,87)	(3,03)	(3,22)
Veränderung Forderungen + sonstige Vermögensg.	(0,01)	(5,24)	(8,25)	(9,20)
Veränderung Verbindl. aus L.u.L. + sonstige Verbindl.	0,07	4,76	5,31	10,91
Netto-Veränderung sonstige Aktiva	(0,02)	1,34	0,00	0,00
Mittelzufluss aus laufender Geschäftstätigkeit	0,04	4,73	4,32	9,49
Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände	0,00	(0,20)	(0,30)	(0,20)
Investitionen in Sachanlagen	0,00	(0,62)	(0,49)	(0,42)
Investitionen in Finanzanlagen	0,00	(82,01)	(160,75)	(165,06)
Desinvestitionen / Konsolidierungseffekte	(0,14)	8,40	31,50	36,75
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	(0,14)	(74,43)	(130,04)	(128,93)
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,01	40,00	102,00	125,00
Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung	2,99	52,01	0,00	0,00
Dividendensumme	0,00	0,00	0,00	(5,66)
Sonstige EK-Veränderungen	0,01	(0,99)	0,00	0,00
Mittelveränderung aus Finanzierungstätigkeit	3,01	91,01	102,00	119,34
Veränderung liquide Mittel	2,91	21,31	(23,72)	(0,10)
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	0,00	2,91	24,22	0,50
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	2,91	24,22	0,50	0,40
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,01	40,00	102,00	125,00
Veränderung der Nettoliquidität	2,9	(18,7)	(125,7)	(125,1)

FranconoWest - Kennziffern

	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Enterprise value-Definition				
Enterprise value		115,78	241,50	366,60
Marktkapitalisierung		100,00	100,00	100,00
Finanzverbindlichkeiten		40,00	142,00	267,00
Finanzleasingverpflichtungen		0,00	0,00	0,00
Pensionsrückstellungen		0,00	0,00	0,00
Liquide Mittel		(24,22)	(0,50)	(0,40)
Investment-Kennziffern				
Enterprise value / EBITDA		18,6	15,1	15,8
Enterprise value / EBITA		18,8	15,3	15,9
Enterprise value / EBIT		18,8	15,3	15,9
Enterprise value / Operativer cash flow		16,4	18,5	14,7
Operative Margen				
Vorsteuermarge	n/m	189,5	86,3	55,9
Nachsteuermarge	n/m	113,7	60,4	39,1
Kennziffern je Aktie				
Ergebnis je Aktie (EUR)	(0,00)	0,09	0,18	0,19
KGV		29,3	14,1	13,3
KCF		14,1	7,7	4,0
Dividende je Aktie (EUR)	0,00	0,00	0,14	0,15
Dividendenrendite (%)		0,0	5,7	6,0
Buchwert je Aktie (EUR)	0,07	1,48	1,65	1,70
Kurs / Buchwert		1,7	1,5	1,5
Buchwert je Aktie abzgl. Goodwill (EUR)	0,07	1,48	1,65	1,70
Kurs / Buchwert (abzgl. Goodwill)		1,7	1,5	1,5
Finanzkennziffern				
Investitionsintensität (%)	n/m	33,2	6,7	3,2
Operativer cash flow / Investitionen (%)	n/m	862,7	1.652,1	4.028,2
Liquiditätskennziffern				
Gearing (%)				
Finanzverbindlichkeiten / Eigenkapital	0,2	67,6	214,5	392,3
Sonstige				
Zinsdeckung	(26,0)	5,7	2,6	1,9
Eigenkapitalquote (%)	97,0	56,9	30,3	19,1
Ausschüttungsquote (%)	0,0	0,0	80,0	80,0
Eigenkapitalrenditen (ROE)				
Eigenkapitalrendite vor Steuern	(1,8)	15,1	16,1	16,0
Eigenkapitalrendite nach Steuern	(1,1)	9,0	11,3	11,2
DVFA-Eigenkapitalrendite	(1,1)	11,2	12,1	12,5

Concord Investmentbank AG

Große Gallusstraße 9
60311 Frankfurt am Main
Tel.: 069/50951-0
Fax: 069/50951-8200

Disclaimer © 2007 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 einer Tochtergesellschaft oder eines verbundenen Unternehmens der Concord-Gruppe 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 Tochtergesellschaften und verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. 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. Verbindliche Angaben enthält ausschließlich der Wertpapierprospekt. Privatkunden 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 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: Wertpapiersprospekt, Management, Geschäftsberichte, Veröffentlichungen der Peer group Unternehmen, Wirtschafts- und Fachpresse, Informationsdienste (Bloomberg, Thomson Financial), veröffentlichte Statistiken.

Zusammenfassung der bei der Erstellung der Analyse genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden: Kapitalwertverfahren (Shareholder value Analyse) und Kennzahlenbewertung. Die Bewertungsparameter sind äußerst sensitiv und können sich kurzfristig ändern, ohne dass die Concord Investmentbank AG hierüber informiert.

Die Concord Investmentbank AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keine Beteiligung am analysierten Unternehmen.

Die Concord Investmentbank AG ist mit der Durchführung des IPO's an den Prime Standard beauftragt.

Die Concord Investmentbank AG und/oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Studie keinen Handelsbestand in den besprochenen Wertpapieren.

Die Concord Investmentbank AG wird die analysierten Wertpapiere nach erfolgter Einbeziehung in den Handel im General Standard als Designated Sponsor und als Market Maker an der Börse oder am Markt betreuen. Daher kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Concord Investmentbank AG oder Tochtergesellschaften oder verbundene Unternehmen der Concord-Gruppe und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter derselben dann einen Handelsbestand bzw. Long- oder Shortpositionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren oder verwandten Wertpapieren halten.

Diese Analyse wurde im Auftrag des Emittenten erstellt und vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, um die sachliche Richtigkeit sicherzustellen.

Der Analyst hält keinen Bestand in den analysierten Wertpapieren. Die Vergütung des Analysten ist weder an eine spezifische Finanztransaktion noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Bei den verwendeten Kursen handelt es sich um Tagesendkurse in Xetra (20:00 Uhr) am Vortag (bezogen auf das Veröffentlichungsdatum).

Zuständige Aufsichtsbehörde ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).