

## Ariston Real Estate AG

### Stärken und Chancen

- **Attraktive Verzinsung:** Mit einem Coupon von 7,25 Prozent und dem Verzicht auf einen Ausgabeaufschlag weist die von Ariston derzeit angebotene Anleihe eine attraktive Verzinsung auf.
- **Risiko der Anleihe überschaubar:** Angesichts der ausgezeichneten Eigenkapitalausstattung der Konzernmutter (fast 90 Prozent) und der hohen Restlaufzeiten der Mietverträge (mehr als 7 Jahre) sind gleichzeitig die Risiken der Anleihe überschaubar.
- **Wieder profitabel:** Dazu trägt auch der Turnaround bei, der 2010 bei geringfügig reduzierten Erlösen vollzogen wurde. Für 2011 und die kommenden Jahre sind hohe Gewinnsteigerungen zu erwarten.
- **Risikooptimierte Struktur:** Durch die Ausgliederung der Immobilien in Tochtergesellschaften wird das Risiko für den Konzern begrenzt.

### Schwächen und Risiken

- **Geringe Unternehmensgröße:** Durch die noch geringe Portfolio-Größe ist die Abhängigkeit von einzelnen Objekten relativ groß.
- **Neues Standbein mit erhöhten Risiken:** Die Ausweitung der Aktivitäten auf sanierungs- und umbaubedürftige Immobilien und auf Projektentwicklungen bedingt ein im Vergleich mit der Bestandhaltung ausgeprägteres Chance-Risiko-Profil.

Geschäftsjahr	2009	2010	2011e	2012e	Stammdaten Aktie	
Umsatz (Mio. Euro)	10,9	10,1	10,0	14,4	ISIN / WKN	DE000A0F5XM5 / A0F5XM
Umsatzwachstum	-11,0%	-7,1%	-0,7%	43,2%	Branche	Immobilien
EBIT (Mio. Euro)	6,0	7,4	7,6	11,2	Sitz der Gesellschaft	München
EBIT-Marge	55,3%	73,3%	75,8%	78,3%	Internet	www.ariston-ag.de
EpS	-0,02	0,22	0,14	0,23		
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Datum der Erstnotiz	Februar 2007
KUV	1,79	1,93	1,94	1,35	Marktsegment	General Standard
KGV	-	9,7	14,6	9,2	Ausstehende Aktien	9,23 Mio. Stück
Dividendenrendite	-	-	-	-	Free Float	35,1 %

## Anleihe zeichnen (Ersteinschätzung)

### Stammdaten Anleihe

Volumen	bis zu 25 Mio. Euro
Laufzeit	5 Jahre
Coupon	7,25 % p.a.
Ausgabekurs	100 %
Rückzahlungskurs	100 %
Rückzahlungsdatum	13.03.2016
Stückelung	1.000 Euro
Handel	FV Düsseldorf
ISIN	DE000A1H3Q84



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,30	2,30	2,30
Tief (Euro)	1,72	1,50	1,41
Performance	+12,0%	+23,9%	+8,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	6.851	4.343	3.604

### Kennzahlen Aktie

Kursziel	4,86 Euro
Aktueller Kurs	2,11 Euro (Xetra)
Marktkapitalisierung	19,4 Mio. Euro

## Unternehmensprofil

### Bestandshalter von Gewerbeimmobilien

Die Münchener Ariston Real Estate AG wurde 2005 gegründet und im Februar 2007 an der Börse eingeführt. Gründer und Alleinvorstand ist Hans-Dieter Lorenz, der noch heute zusammen mit seiner Familie rund 65 Prozent der Anteile hält. Das Unternehmen hat sich seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit auf den Immobiliensektor spezialisiert und dabei als Bestandshalter von Gewerbeimmobilien positioniert. Darüber hinaus soll zukünftig auch das Geschäftsfeld „opportunistische Investitionen“ forciert werden, in dem Objekte in Sondersituationen wie etwa einem hohen Sanierungsbedarf oder einer Umwidmung der Nutzungsart erworben und nach Abschluss der Maßnahmen weiterveräußert werden. Um die Expansion in beiden Geschäftsfeldern voranzutreiben, führt Ariston aktuell eine Anleiheemission mit einem Volumen von 25 Mio. Euro durch.

### Holdingsstruktur

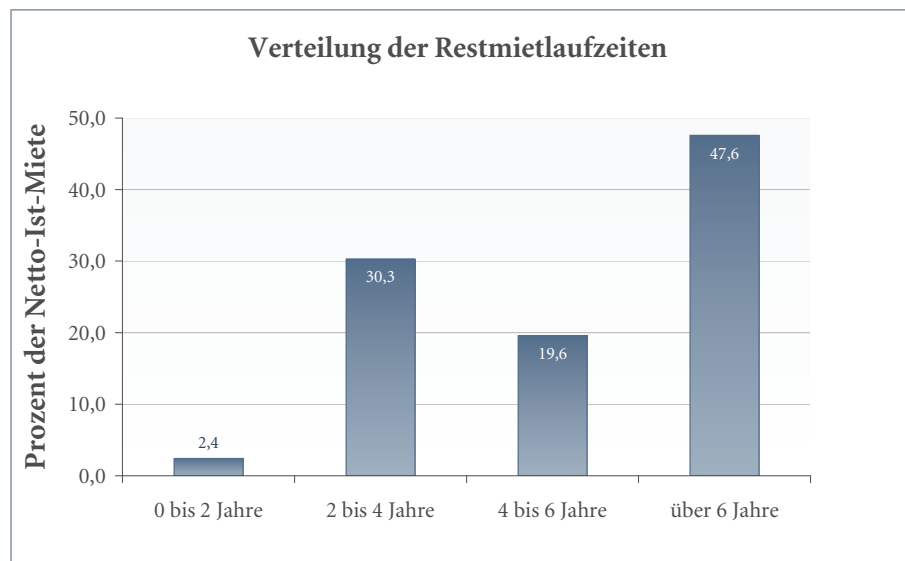
Derzeit ist die Gesellschaft allerdings noch ausschließlich als Bestandshalter aktiv, wobei die AG selbst keine Immobilien besitzt. Stattdessen sind die Assets in insgesamt neun Objektgesellschaften untergebracht, die überwiegend als GmbH & Co. KGs geführt werden und an denen Ariston eine Beteiligung zwischen 92 und 100 Prozent hält. Die Konzernmutter übernimmt hierbei im Rahmen von Dienstleistungsverträgen das Asset Management, während das technische Gebäudemanagement und die Mieterverwaltung an Dritte ausgelagert werden. Als Komplementär für die Kommanditgesellschaften fungiert die Ariston Grundbesitz GmbH, ebenfalls eine 100-prozentige Tochter, die nur diese Funktion erfüllt. Neben steuerlichen Vorteilen (Befreiung von der Gewerbesteuer) ermöglicht die Konstruktion auch eine Risikobeschränkung für den Konzern, dessen Haftung aus einzelnen Objekten – grundsätzlich – auf die jeweilige Eigenkapitalbeteiligung an der betreffenden Tochtergesellschaft und die gegebenenfalls an sie gewährten Darlehen ((Bilanzansatz 2010: 30,3 Mio. Euro) begrenzt bleibt.

Standort	Nutzung	Fläche	Leerstand	Miete	Laufzeit
Bonn	Büro	4.700 m <sup>2</sup>	100,0%	0,0 Mio.	-
Brandenburg a.d.H.	Büro	7.600 m <sup>2</sup>	0,0%	0,9 Mio.	ca. 2 Jahre
Bremen	Logistik	71.300 m <sup>2</sup>	85,0%	0,2 Mio.	ca. 2 Jahre
Krailing	Büro	11.500 m <sup>2</sup>	0,0%	1,2 Mio.	ca. 11 Jahre
Ansbach	Büro	10.300 m <sup>2</sup>	5,6%	1,2 Mio.	ca. 5 Jahre
Frankfurt a. M.	Büro	3.800 m <sup>2</sup>	0,0%	0,4 Mio.	ca. 2 Jahre
Freising	Einzelhandel	8.900 m <sup>2</sup>	0,0%	0,5 Mio.	ca. 6 Jahre
Freising	Einzelhandel	15.600 m <sup>2</sup>	5,3%	2,3 Mio.	ca. 10 Jahre
Freising	Logistik	7.200 m <sup>2</sup>	0,0%	1,0 Mio.	ca. 4 Jahre
<b>Portfolio</b>		<b>141.000 m<sup>2</sup></b>	<b>21,0%</b>	<b>7,8 Mio.</b>	<b>ca. 7,3 Jahre</b>

### Portfolio

Aktuell umfasst das Portfolio neun Immobilien mit einer kumulierten Mietfläche von 141 Tsd. Quadratmetern. Bilanziell sind die Bestände derzeit mit 126,5

Mio. Euro bewertet, wovon rund 30 Prozent auf das Fachmarktzentrum in Freising entfallen. Mit einer Gesamtfläche von 15,6 Tsd. Quadratmetern, die vor allem an Einzelhandelsunternehmen vermietet wurde, trägt dieses gleichzeitig auch 30 Prozent zur aktuellen Netto-Ist-Miete des Konzerns bei. Der Ankermieter Kaufland, der für fast zwei Drittel der Mieteinnahmen aus diesem Objekt sorgt, ist dabei noch für weitere 15 Jahre vertraglich gebunden. Zusammen mit zwei weiteren Objekten am gleichen Standort sowie in Krailling trägt der Großraum München somit 67 Prozent zu den Mieteinnahmen bei, Bayern insgesamt ist für 81 Prozent der Mieten verantwortlich.



Quelle: Unternehmen

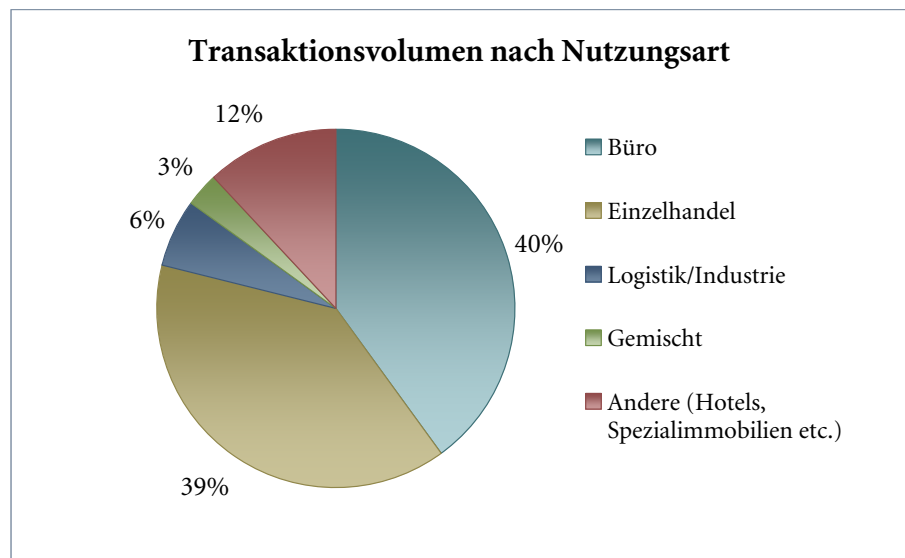
### **Schwerpunkt bei Büro- und Handelsimmobilien**

Bezogen auf die abgedeckten Nutzungsarten dominieren Büro- und Einzelhandelsobjekte das Portfolio, die für 42 resp. 41 Prozent der Mieteinnahmen sorgen. Die restlichen 17 Prozent steuern Logistikimmobilien bei, wobei der Anteil aufgrund der Belegungsprobleme am Standort Bremen derzeit unter dem Potenzial liegt. Dort sind nach dem Auszug des ehemaligen Hauptmieters zur Jahresmitte 2009 aktuell nur 15 Prozent der Fläche vermietet. Damit ist dieses Objekt, neben dem Bürogebäude in Bonn, das nach dem Auszug des Bundesinnenministeriums zum Jahreswechsel aktuell leer steht, maßgeblich für die portfolioweite Leerstandsquote von 20 Prozent verantwortlich (Differenz der Ist- zu der Potenzialmiete). Die übrigen Immobilien sind hingegen nahezu restlos – und langjährig – vermietet. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge beträgt 7,3 Jahre, in den nächsten zwei Jahren stehen lediglich für 2,4 Prozent der vertraglich gesicherten Mieteinnahmen Vertragsneuverhandlungen an.

## Markt und Strategie

### Attraktive Rahmenbedingungen

Mit einem Leitzins, der sich mit 1,25 Prozent trotz der Erhöhung am 13. April immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau bewegt, und dem gleichzeitig unverändert dynamischen Wirtschaftswachstum sind die Rahmenbedingungen in Deutschland derzeit wie geschaffen für den Immobilienmarkt. Da mit deutschen Gewerbeimmobilien derzeit noch Netto-Anfangsrenditen von bis zu 7 Prozent erzielbar sind, ist diese Anlageklasse angesichts der mageren Alternativen derzeit nahezu konkurrenzlos attraktiv. Dies gilt insbesondere für große institutionelle Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen, die wegen der Renditearmut der Staatsanleihen mit hoher Bonität händeringend nach relativ risikoarmen Möglichkeiten suchen, ihre Garantieverzinsungen zu erwirtschaften. Dementsprechend stieg die Zahl der hierzulande durchgeführten Transaktionen im Gewerbeimmobilienbereich letztes Jahr um 87 Prozent auf 19,3 Mrd. Euro. Auch im ersten Quartal 2011 setzte sich der Anstieg fort, mit einer Zunahme des bundesweiten Transaktionsvolumens um 15 Prozent. Eine wichtige Triebfeder dieser Belebung ist die Rückkehr ausländischer Investoren, die sich in der Krise fast vollständig zurückgezogen hatten (2009 engagierten sie sich mit lediglich 1,5 Mrd. Euro) und letztes Jahr mit 7 Mio. Euro mehr als ein Drittel des Kaufvolumens stemmten (Quelle: Jones Lang Lasalle).



Quelle: Jones Lang Lasalle

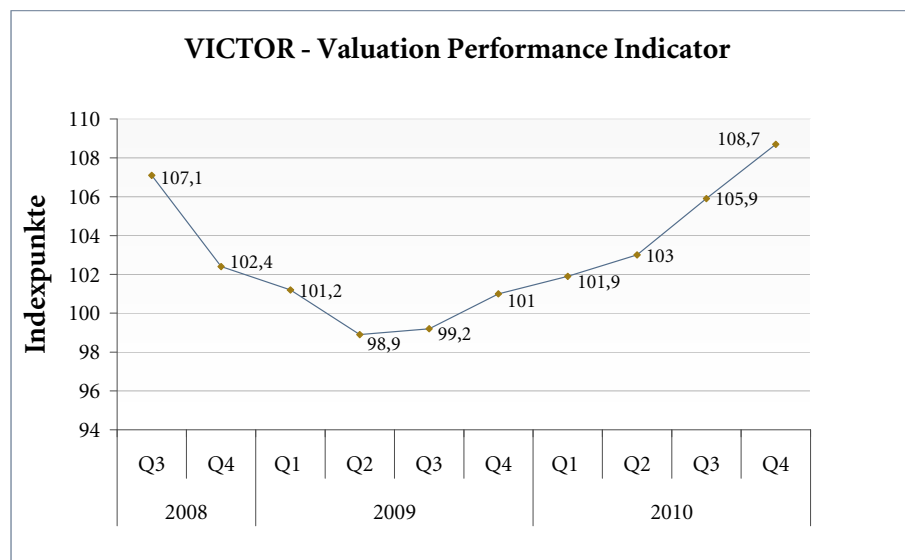
### Handelsimmobilien besonders gefragt

Als besonders attraktiv gelten hochwertige und großflächige Einzelhandelsimmobilien, auf die letztes Jahr 39 Prozent des Transaktionsvolumens entfielen. Bis Ende des dritten Quartals waren diese sogar das größte Marktsegment, erst der Abschluss einiger sehr großer Büro-Transaktionen zum Jahresende stellte die langjährige Dominanz des Büroimmobiliensegments wieder her. Laut einer ak-

tuellen Umfrage im Rahmen des Hahn Retail Real Estate Reports rechnen 76,7 Prozent der befragten Investoren mit weiter steigenden Transaktionsvolumina, 60 Prozent wollen selbst weiter zukaufen. Besonders im Fokus liegen Fachmarktzentren und Shopping-Center, für die auch rund die Hälfte der Befragten weiter anziehenden Preisen erwartet. Diese Angaben korrespondieren mit der Einschätzung der Handelsunternehmen, also der Mieter. Sie gehen zu fast drei Vierteln von hoher bis sehr hoher Flächennachfrage in ihrer jeweiligen Branche aus, rund die Hälfte kalkuliert mit höheren Mieten. Als zentrales Argument werden dabei baurechtliche Restriktionen genannt, die der Erweiterung der bestehenden Flächen bzw. der Neuerschließung enge Grenzen setzen und somit für den Bestand de facto einen Wettbewerbschutz darstellen.

**Büromarkt wieder im Expansionsmodus**

Inzwischen hat aber auch der deutsche Büroimmobilienmarkt die Krise hinter sich gelassen. Nachdem hier noch bis weit ins letzte Jahr hinein zweistellige Leerstände und zahlreiche Fertigstellungen der noch im letzten Boom projektierten Bauvorhaben auf den Mieten lasteten, verzeichnen zumindest die Objekte in Spitzenlagen ein wieder steigendes Mietniveau. Da zudem die Zahl der Fertigstellungen dieses Jahr fast ein Viertel unter dem Vorjahr liegen dürfte und da zwei Drittel dieses Volumens bereits belegt sind und damit dem Mietmarkt nicht mehr zur Verfügung stehen, wird für die kommenden Monate mit weiter zunehmenden Mieten gerechnet. Einen Eindruck davon vermittelt der von Jones Lang Lasalle berechnete VICTOR-Index, der die Wertentwicklung der Büroimmobilien in den Spitzenlagen der Top-5 Bürostandorte in Deutschland abbildet und für den Gesamtmarkt die Funktion eines Frühindikators erfüllt: Nach einem tiefen Fall bis Mitte 2009 hat er sich über mehrere Quartale stabilisiert, um seit dem Sommer 2010 wieder in eine dynamische Aufwärtsbewegung zu wechseln.



Quelle: Jones Lang Lasalle

### *Großes Wettbewerbsfeld*

Als große Bestandhalter spielen auf dem deutschen Immobilienmarkt seit Jahrzehnten die offenen und geschlossenen Immobilienfonds eine wichtige Rolle. So belief sich das von den Ersteren verwaltete Vermögen zuletzt auf 85,8 Mrd. Euro. Nur etwas weniger, 73,8 Mrd. Euro, hatten Ende des letzten Jahres die geschlossenen Fonds unter Verwaltung. Demgegenüber ist die Bedeutung börsennotierter Immobiliengesellschaften, verglichen mit dem Ausland, hierzulande noch unterdurchschnittlich. Die kumulierte Marktkapitalisierung der im umfangreichsten Branchenindex, dem von Ellwanger & Geiger seit 1995 berechneten E&G DIMAX-Index, erfassten 75 Unternehmen betrug Mitte April 11,1 Mrd. Euro. Die durchschnittliche Marktkapitalisierung deutscher Immobilienaktien liegt somit bei knapp 150 Mio. Euro. Verglichen damit handelt es sich bei Ariston mit einem aktuellen Börsenwert von 17,3 Mio. Euro um einen der kleineren Anbieter, die meisten Konkurrenten sind um ein Vielfaches größer.

### *Nischenstrategie*

Allerdings bedingt der Größenunterschied auch, dass im täglichen operativen Geschäft die Berührungspunkte mit den größeren Konkurrenten überschaubar bleiben. Ariston fokussiert sich nämlich auf Objekte, die mit einem Investitionsvolumen von 5 bis maximal 25 Mio. Euro unterhalb des Horizonts der großen Wettbewerber liegen. In dieser Nische konkurriert die Gesellschaft vielmehr mit zahlreichen kleinen Immobiliengesellschaften sowie mit Privatinvestoren. Andererseits bedingt die noch geringe Größe eine relativ stark ausgeprägte Abhängigkeit von einzelnen Objekten. Auch der kleine Mitarbeiterstamm, der im Normalfall eine geringe Personalkostenbelastung ermöglicht, birgt die Gefahr einer Abhängigkeit von wenigen Schlüsselpersonen.

### *Neues Standbein*

Diese Risikoaspekte würden durch weiteres Wachstum zunehmend an Bedeutung verlieren. Um dieses zu forcieren, will Ariston zukünftig das Geschäftsmodell erweitern. Die Wachstumsstrategie zielt nicht mehr ausschließlich auf die Portfolioerweiterung um hochwertige, attraktiv gelegene und solide vermietete Gewerbeimmobilien, sondern auch auf opportunistische Investitionen. Diese betreffen Objekte in Sondersituationen, deren Lösung die Erzielung hoher Zusatzrenditen ermöglicht. Dazu gehören beispielsweise Immobilien mit hohem aber nicht strukturell bedingtem Leerstand, sanierungsbedürftige Objekte und solche, die nach entsprechenden Umbaumaßnahmen für andere Nutzungsarten erschlossen werden sollen. Schließlich nennt Ariston explizit auch die Beteiligung an oder die eigenständige Durchführung von Immobilienprojekten. Da dieses im Gegensatz zur Bestandhaltung kurz- und mittelfristig ausgerichtete Geschäftsfeld nicht nur höhere Renditechancen bietet, sondern auch größere Risiken birgt, sollen sich derartige Engagements auf 1 bis 5 Mio. Euro begrenzen.

### *Anleiheemission zur Wachstumsfinanzierung*

Um den finanziellen Spielraum sowohl für den Portfolioausbau als auch für die Expansion in das neue Geschäftsfeld zu erweitern, führt Ariston derzeit eine großskalierte Anleiheemission durch. Das Wertpapier hat eine fünfjährige Lauf-

zeit bis zum 13.03.2016. Ein vorzeitiges Kündigungsrecht wurde sowohl für den Emittenten als auch für die Halter ausgeschlossen, dafür soll die Anleihe aber nach dem Ende der Zeichnungsfrist in den Freiverkehr der Düsseldorfer Börse aufgenommen werden, um so die Flexibilität für die Zeichner zu erhöhen. Damit, sowie mit dem Nominalzins von 7,25 Prozent und dem Verzicht auf einen Ausgabeaufschlag, hat Ariston ein interessantes Paket geschnürt, das die Realisierung des angestrebten Emissionsvolumens von bis zu 25 Mio. Euro wahrscheinlich erscheinen lässt.

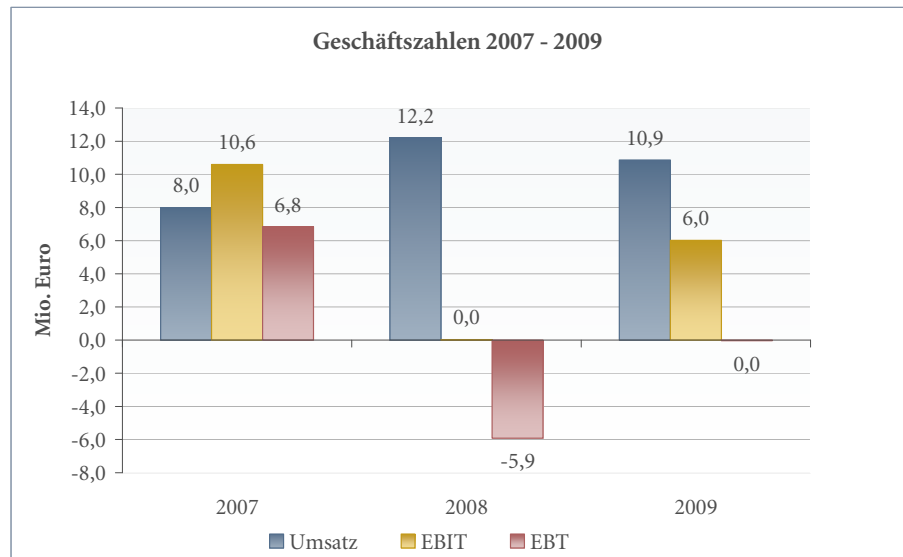
### *Gesunde Bilanzstruktur*

Dies umso mehr, als die Laufzeit deutlich unter der durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge liegt, genaugenommen haben mehr als 70 Prozent des aktuellen Netto-Mietvolumens eine längere Laufzeit als die Anleihe. Auch die solide Bilanzstruktur der AG (Einzelabschluss), die zum Jahresende durch eine Eigenkapitalquote von fast 90 Prozent gekennzeichnet war, wirkt risikomindernd und dürfte die Platzierung erleichtern. Denn die Verschuldung würde selbst bei einer Vollzeichnung der Anleihe unterhalb von 45 Prozent der Bilanzsumme liegen. Das aus der Anleihe resultierende Klumpenrisiko für den Rückzahlungszeitpunkt dürfte hingegen an Bedeutung verlieren, sobald die akquirierten Mittel tatsächlich in weiteres Wachstum umgemünzt werden können. Unterstellt man konservativ eine durchschnittliche Fremdfinanzierung von 75 Prozent, könnte Ariston nach der Emission ein zusätzliches Immobilienvermögen im Wert von 100 Mio. Euro stemmen und damit – einen durchschnittlichen Kaufpreis in Höhe des 13-fachen der jährlichen Netto-Mieten unterstellt – die Konzernmieteerlöse verdoppeln (gegenüber 2009).

## **Geschäftsentwicklung**

### *Bewertungsergebnis prägt Zahlenwerk*

Die seit dem Börsengang vorgelegten Abschlüsse zeichnen sich durch eine ausgesprochen hohe Ergebnisvolatilität aus, die vor allem aus den Bewertungsänderungen des Immobilienvermögens resultieren. Diese sorgten im Jahr 2007 noch für einen positiven Nettoeffekt von 5,1 Mio. Euro und damit für ein EBIT, das mit 10,6 Mio. Euro sogar über den Umsatzerlösen lag. Umgekehrt bedingten die Abschreibungen in den Krisenjahren 2008 und 2009 Nettoergebnisbelastungen von 8,2 resp. 13,0 Mio. Euro. Vor Steuern und Zinsen wurden dadurch ein ausgeglichenes Ergebnis in 2008 und ein Überschuss von 6,0 Mio. Euro in 2009 erwirtschaftet. Nach Abzug des Finanzergebnisses musste nach einem hohen Vorsteuergewinn von 6,8 Mio. Euro in 2007 in 2008 ein Defizit von 5,9 Mio. Euro ausgewiesen werden, 2009 hingegen blieb das EBT ausgeglichen. Hier wirkte sich ein weiterer Sondereffekt positiv aus. Und zwar konnte Ariston für die seit Mitte 2009 fast vollständig leerstehende Immobilie in Bremen einen Schuldenerlass in Höhe von 10,3 Mio. Euro erwirken, der entsprechend ertragswirksam verbucht wurde.



Quelle: Unternehmen

### *Leerstand in den FFO sichtbar*

Die um die sprunghaften und nicht-liquiditätswirksamen Effekte bereinigte Entwicklung zeigt die Kennzahl Funds from Operations (FFO). Diese konnte dank der Einnahmen des Börsengangs und der dadurch ermöglichten Expansion des Immobilienbesitzes zwischen 2007 und 2008 auf 2,75 Mio. Euro nahezu verdoppelt werden. 2009 blieben die FFO bei einem rund 11-prozentigen Umsatzrückgang dann minimal unter diesem Niveau, auch 2010 wirkte sich der Wegfall der Mieteinnahmen in Bremen belastend auf die FFO aus, die deutlich auf 0,94 Mio. Euro zurückgingen. Die hohe Differenz zum Vorjahr liegt darin begründet, dass 2009 noch eine Abstandszahlung in Höhe von 1,5 Mio. Euro vereinnahmt werden konnte, zu deren Zahlung sich der ehemalige Bremer Hauptmieter im Rahmen eines gerichtlichen Vergleichs verpflichtet hatte.

### *2010 wieder profitabel*

Da 2010 das Portfolio gegenüber 2009 unverändert geblieben ist, resultiert die einzige signifikante Änderung des Umsatzes aus der zur Jahresmitte 2009 veränderten Vermietungssituation in Bremen. Dadurch haben sich Mietumsätze zwar erneut reduziert, doch blieb der Rückgang mit -7,3 Prozent auf 10,1 Mio. Euro nur sehr moderat. Inklusiv des Bewertungsergebnisses von 0,9 Mio. Euro konnte beim EBIT eine Steigerung um 1,4 Mio. Euro auf 7,4 Mio. Euro erzielt werden. Nach Berücksichtigung der Zinsen und Steuern blieb unter dem Strich ein Konzernjahresüberschuss von 2 Mio. Euro.

### *Wandelanleihe zurückerworben*

Einen wichtigen Beitrag zu der Ergebnisverbesserung leistete die kräftige Rückführung der zinstragenden Verbindlichkeiten, die innerhalb der 12 Monate bis zum 31. Dezember 2010 um ca. 7,5 Mio. Euro auf 90 Mio. Euro reduziert wurden. Dazu gehörte auch der Rückerwerb einer Wandelanleihe aus dem Jahr 2006, wodurch die Konzerneigenkapitalquote auf 21,5 Prozent verbesserte. Kor-

rigiert um die im Eigenkapital erfassten nicht zahlungswirksamen negativen Marktwerte der Zinsswapverbindlichkeiten in Höhe von 6,48 Mio. EUR beträgt die Eigenkapitalquote sogar rund 26,4 Prozent.

## Bewertung

### *Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von Ariston ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

### *Diskontierungszins nach CAPM 11,3 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,9 Prozent und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen einer geringen Korrelation der Ariston-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Als Bestandhalter verfolgt Ariston zwar ein risikoarmes Geschäftsmodell, das für einen stetigen Erlösstrom bei gut kalkulierbaren Kostenstrukturen sorgen sollte. Allerdings bedingt die Fokussierung auf Gewerbeimmobilien eine etwas höhere Konjunkturabhängigkeit. Dies gilt insbesondere für die Büro- und Logistikimmobilien. Wie die derzeit leerstehenden Fälle Bremen und Bonn zudem zeigen, birgt auch die nach wie vor geringe Portfoliogröße in Verbindung mit relativ großen Mietern das Risiko erhöhter Erlös- und Ergebnisschwankungen. Schließlich bedeutet auch die angestrebte Ausweitung der Aktivitäten auf opportunistische Investments den Einstieg in ein zwar renditeträchtigeres, gleichzeitig aber risikoreicheres Geschäftsfeld. Aus diesem Grund halten wir einen Risikozuschlag gegenüber dem Marktportfolio für angemessen. Wir taxieren den Betafaktor deswegen auf 1,4, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,3 Prozent ergibt.

### *Potenzial durch Leerstandbeseitigung ...*

Die Schätzung der künftigen Erlössituation hängt wesentlich davon ab, wie rasch die beiden leer bzw. fast leer stehenden Immobilien wieder vermietet werden können. Die erfolgreiche Akquise würde Ariston zusätzliche Einnahmen von 2 bis 2,5 Mio. Euro ermöglichen, die bei fixen personellen Kapazitäten und Kostenstrukturen und den inzwischen durch Vergleiche weitgehend reduzierten Kreditlasten dieser beiden Objekte sehr stark auf das Ergebnis durchschlagen würden. Zumindest für das Bürogebäude in Bonn scheint sich nach Unternehmensangaben bereits eine Lösung abzuzeichnen, die eine Weitervermietung noch in diesem Jahr wahrscheinlich macht. Da zuvor, im März, mit der kreditgebenden Bank ein Teilerlass des Darlehens vereinbart worden ist, aus dem ein Sonderertrag in Höhe von 2,6 Mio. Euro (vor Steuern) resultieren wird, wird der

anschließende Gewinnbeitrag des Bonner Objekts aller Voraussicht nach sogar höher liegen als vor dem Mieterwechsel.

### *...und Portfolioausbau*

Mittel- und langfristig ist jedoch der Erfolg der aktuellen Anleihenemission von größerer Bedeutung. Hier könnte eine Vollplatzierung die Erweiterung des Portfolios um Immobilien im Wert von 100 Mio. Euro ermöglichen, woraus sich konzernweit ein zusätzliches Mietpotenzial von 7,5 bis 8 Mio. Euro ergäbe. Da zudem die Mittel aus der Anleihe auf der Ebene der Tochtergesellschaften als Eigenkapital für die Sicherung der objektbezogenen Mischfinanzierung fungieren sollen, wären die neuen Immobilien aus Konzernsicht weitestgehend fremdfinanziert. Im Erfolgsfall dürfte das Modell so höhere Renditen auf das Eigenkapital ermöglichen, andererseits aber birgt es grundsätzlich ein erhöhtes Risiko für die Krisenresistenz der betreffenden Objektgesellschaften. Diesbezüglich hat das Management jedoch schon in der Vergangenheit bewiesen, dass es in der Lage ist, bei Schwierigkeiten die finanzierende Bank in die Restrukturierung einzubeziehen und durch die Erträge aus Schuldenerlassen die Belastungen für den Konzernabschluss in engen Grenzen zu halten.

### *Investitionsschub in 2012*

Wie sich der angestrebte Expansionskurs genau auf die Erlös- und Ertragsströme der nächsten Jahre auswirken wird, hängt vor allem davon ab, wann die geplanten Zukäufe realisiert werden. Da das gewählte Emissionsverfahren eine mehrmonatige Zeichnungsdauer erwarten lässt, ist davon auszugehen, dass die neuen Mittel Ariston über einen längeren Zeitraum verteilt, der bis ins nächste Jahr reichen könnte, zufließen werden. Gleichzeitig könnten aber Unternehmensangaben zufolge schon bald genug Zeichnungsaufträge vorliegen, um die ersten Transaktionen anzugehen. Auch wurde in der Zwischenmitteilung zum dritten Quartal 2010 auf den Plan hingewiesen, in 2011 eine Immobilie aus dem Bestand zu veräußern und damit sowohl einen signifikanten Ertrag zu generieren (der allerdings schon via Zuschreibung im Abschluss 2010 wirksam werden würde) als auch einen größeren Liquiditätszufluss zu realisieren. In Summe gehen wir davon aus, dass der Großteil der anvisierten Zukäufe im Jahresverlauf 2012 erfolgen wird. Auf Basis dieser Annahmen rechnen wir für die kommenden acht Jahre mit dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>10,0</b>	<b>14,4</b>	<b>19,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,3</b>	<b>21,7</b>
Erlöswachstum		43,2%	33,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	13,3%	14,7%	23,4%	24,5%	24,3%	24,1%	23,9%	23,7%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>1,33</b>	<b>2,11</b>	<b>4,48</b>	<b>4,92</b>	<b>4,98</b>	<b>5,03</b>	<b>5,08</b>	<b>5,13</b>
Gewinnwachstum		58,2%	112%	9,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%

### *Fairer Wert 4,86 Euro je Aktie*

Aus diesen Annahmen resultiert ein Ertragswert von 44,83 Mio. Euro bzw. 4,86 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir auf dieser Basis somit

ein hohes Potenzial von rund 130 Prozent. Als „ewige“ Ertragswachstumsrate im Anschluss an den detaillierten Prognosezeitraum haben wir dabei 2 Prozent p.a. angenommen. Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter für den Diskontierungszins und das „ewige“ Wachstum ergeben würden, zeigt die nachfolgende Tabelle. Auffällig ist dabei, dass auf Basis unseres Modells und unserer Annahmen sämtliche Szenarien einen Ertragswert signalisieren, der deutlich oberhalb des aktuellen Kurses liegt.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Diskontierungszins	10,3%	10,84 EUR	5,28 EUR	5,48 EUR	5,70 EUR	5,95 EUR
	10,8%	4,83 EUR	4,98 EUR	5,15 EUR	5,34 EUR	5,56 EUR
	11,3%	4,57 EUR	4,71 EUR	<b>4,86 EUR</b>	5,02 EUR	5,21 EUR
	11,8%	4,35 EUR	4,46 EUR	4,59 EUR	4,74 EUR	4,90 EUR
	12,3%	4,14 EUR	4,24 EUR	4,36 EUR	4,48 EUR	4,62 EUR

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Als etablierter und markterprobter Bestandhalter von Gewerbeimmobilien ist Ariston Real Estate gut positioniert, um von dem immobilienfreundlichen Umfeld mit einem niedrigen Zinsniveau und einem hohen Wirtschaftswachstum zu profitieren. Für einen zusätzlichen Schub dürfte zudem die laufende Anleiheplatzierung sorgen, die dem Münchener Unternehmen eine signifikante Expansion des Portfolios ermöglichen sollte. Da die Anleihe mit einer attraktiven Verzinsung von 7,25 Prozent und einer Laufzeit lockt, die noch vor dem Auslaufen der meisten aktuellen Mietverträge endet, und da das Risiko angesichts einer Eigenkapitalquote (auf AG-Ebene) von fast 90 Prozent begrenzt scheint, gehen wir von einer erfolgreichen Platzierung aus. Auf dieser Basis sehen wir auch für die Aktie, die aufgrund von – voraussichtlich nur vorübergehenden – Schwierigkeiten mit zwei Immobilien den Branchenaufschwung noch nicht nachvollzogen hat und sogar deutlich unter ihrem NAV von 3,71 Euro je Aktie notiert, beachtliches Potenzial von 130 Prozent. Unser Anlageurteil lautet daher „Kaufen“ mit einem Kursziel von 4,86 Euro. Für Anleger, die eine festverzinsliche Alternative suchen, sehen wir hingegen die Ariston-Anleihe als eine attraktive Option, die wir zur Zeichnung empfehlen.

## Anhang

### 1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen.

**Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)**

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
<b>Keine, Erststudie</b>		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

## 2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

**Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

## 3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

### Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

### Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

**Telefon:** + 49 (0)89 / 44 77 16-0

**Fax:** + 49 (0)89 / 44 77 16-20

**Internet:** <http://www.performaxx.de>

**E-Mail:** [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)