

Ariston Real Estate AG

Zusammenfassung

- **Gewinn gesteigert:** Im ersten Quartal hat der Spezialist für Gewerbeimmobilien trotz des erwartungsgemäß geringfügig niedrigeren Umsatzes den Gewinn von 0,15 auf 0,20 Mio. Euro gesteigert. Ausschlaggebend dafür war das deutlich verbesserte Finanzergebnis, das vom erfolgreichen Rückkauf der Wandelanleihe im letzten Herbst profitierte.
- **Anleihe in der Zeichnung:** Um das Wachstum zu forcieren, bietet Ariston derzeit eine Anleihe zur Zeichnung an, mit der bis zu 25 Mio. Euro eingenommen werden sollen.
- **Attraktive Konditionen:** Als Zeichnungsanreiz dient nicht nur die Verzinsung von 7,25 Prozent, sondern auch das vergleichsweise reduzierte Risiko. Dafür sorgt vor allem die risikooptimierte Konzernstruktur, in deren Rahmen die Immobilien und damit die damit verbundenen Risiken ausnahmslos in separate Objektgesellschaften ausgegliedert werden. Aber auch die hohe Eigenkapitalausstattung der Konzernmutter (fast 90 Prozent) und die langen Restlaufzeiten der Mietverträge (mehr als 7 Jahre) wirken risikomindernd.
- **Hohes Potenzial:** Auf Basis unserer Schätzungen könnte Ariston bei Vollplatzierung der Anleihe innerhalb von zwei Jahren den Umsatz verdoppeln und den Gewinn auf das Dreieinhalbfache steigern.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e	Stammdaten Aktie
Umsatz (Mio. Euro)	10,9	10,1	10,0	14,4	ISIN / WKN
Umsatzwachstum	-11,0%	-7,1%	-0,7%	43,2%	Branche
EBIT (Mio. Euro)	6,0	7,4	7,6	11,2	Sitz der Gesellschaft
EBIT-Marge	55,3%	73,3%	75,8%	78,3%	Internet
EpS	-0,02	0,22	0,14	0,23	Datum der Erstnotiz
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Februar 2007
KUV	1,74	1,87	1,89	1,32	Marktsegment
KGV	-	9,5	14,2	9,0	Ausstehende Aktien
Dividendenrendite	-	-	-	-	Free Float

Anleihe zeichnen (unverändert)

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)	2,24	2,24	2,24
Tief (Euro)	1,683	1,426	1,38
Performance	+13,6%	+16,8%	-5,5%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	1.352	682	430

Kennzahlen Aktie

Kursziel	4,86 Euro
Aktueller Kurs	2,05 Euro
Marktkapitalisierung	18,9 Mio. Euro

Jüngste Geschäftsentwicklung

Mieteinnahmen stabil

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres hat das Münchener Immobilienunternehmen Mieterlöse von 2,3 Mio. Euro erzielt und damit das Vorjahresniveau (2,4 Mio. Euro) trotz der seit dem 1. Januar leer stehenden Büroimmobilie in Bonn nur minimal verfehlt. Auch das EBIT blieb trotz der fehlenden Deckungsbeiträge mit 1,4 Mio. Euro nur unwesentlich unter dem Vorjahreswert (1,6 Mio. Euro). Demgegenüber konnte aufgrund der reduzierten Bankverbindlichkeiten und der zurück erworbenen Wandelanleihe das Finanzergebnis von -1,4 auf -1,1 Mio. Euro verbessert werden, weswegen das EBT leicht, um 6,7 Prozent, auf 0,32 Mio. Euro zulegte.

Geschäftszahlen	Q1 2010	Q1 2011	Änderung
Umsatz	2,4	2,3	-4,2%
EBIT	1,6	1,4	-12,5%
Finanzergebnis	-1,4	-1,1	-21,4%
EBT	0,30	0,32	+6,7%
Periodenergebnis	0,15	0,20	+33,3%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Hohes Gewinnwachstum durch Sonderertrag

Für das zweite Quartal ist bereits eine hohe Gewinnsteigerung absehbar, da Ariston aus einem Bankvergleich einen außerordentlichen nicht-liquiditätswirksamen Sonderertrag in Höhe von 2,6 Mio. Euro erzielt hat, der im laufenden Quartal verbucht wird. Da zudem nach Unternehmensangaben die Verhandlungen für eine Anschlussvermietung des Objekts bereits weit fortgeschritten sind und damit eine Vermietung ab dem Sommer wahrscheinlich erscheint, dürften die kommenden Quartale auch operativ eine Verbesserung mit sich bringen.

Liquiditätszufluss erwartet

Darüber hinaus hat das Unternehmen bekräftigt, den bereits im letzten Jahr angekündigten Verkauf einer Immobilie noch dieses Jahr durchzuführen und damit einen Liquiditätszufluss im mittleren einstelligen Millionenbereich zu generieren. Da die Immobilien zum Marktwert bilanziert werden, dürfte der Ertragseffekt der Transaktion gering sein.

Zeichnung der Anleihe läuft

Keine konkreten Angaben machte das Unternehmen hingegen zum Stand der Zeichnung der derzeit angebotenen Anleihe, mit der insgesamt bis zu 25 Mio. Euro eingesammelt werden sollen. Es war lediglich zu erfahren, dass das Management mit dem Verlauf zufrieden ist und dass die bereits eingegangenen Mittel ausreichend seien, um bald ein erstes opportunistisches Investment einzugehen. Angesichts der attraktiven Verzinsung von 7,25 Prozent, der hohen Eigenkapitalquote (fast 90 Prozent auf der Ebene der AG, also der Emittentin) und der noch im Schnitt für mehr als sieben Jahre vertraglich gesicherten Mieteinnahmen gehen wir davon aus, dass die Platzierung gelingt. Schließlich kann das

Unternehmen auch auf die im letzten Jahr zurückgezahlte Wandelanleihe verweisen, mit der sich Ariston schon einmal als solider Schuldner beweisen konnte.

Ausblick

Hohes Potenzial

Mit dem Liquiditätszufluss aus der Anleihe könnte Ariston das Portfolio um Immobilien im Wert von bis zu 100 Mio. Euro erweitern und sich damit ein zusätzliches Mietpotenzial von 7,5 bis 8 Mio. Euro erschließen. Gleichzeitig bergen die beiden derzeit nicht oder nur zu einem geringen Teil vermieteten Objekte in Bonn und Bremen ein Erlöspotenzial von 2 Mio. Euro, das bei bestehenden Kosten überproportional auf das Ergebnis durchschlagen würde.

Schätzung unverändert

Insofern hat sich mit der Bekanntgabe der Zahlen zum ersten Quartal an unserer Einschätzung nichts geändert. Wir gehen weiterhin davon aus, dass der diesjährige Umsatz minimal unter dem Vorjahreswert liegen und der für unser Modell relevante Gewinn ohne Sondereffekte (also ohne den Sonderertrag in Höhe von 2,6 Mio. Euro) 1,3 Mio. Euro erreichen wird. Der durch die aktuelle Anleihe ermöglichte Wachstumsschub kommt in unseren Schätzungen vor allem in den Jahren 2012 und 2013 zum Tragen, in denen der Umsatz fast verdoppelt und der Überschuss auf das Dreieinhalbfache gesteigert wird. Der von uns unterstellte und gegenüber der Erststudie unveränderte modellhafte Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre stellt sich damit wie folgt dar:

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

Fairer Wert: 4,86 Euro je Aktie

Aus diesen Annahmen ergibt sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 11,3 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,9 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent nun ein fairer Ertragswert von 44,8 Mio. Euro oder 4,86 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs weist die Ariston-Aktie demnach ein hohes Aufwärtspotenzial von 140 Prozent auf. Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, bleibt die Feststellung eines hohen Kurspotenzials auch bei Annahme deutlich restriktiverer Rahmendaten (Diskontierungsfaktor und das ewige Wachstum) bestehen, selbst im ungünstigsten der hier gezeigten Fälle signalisiert unser Modell ein Verdopplungspotenzial auf 4,14 Euro.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	10,3%	5,11 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	4,86 EUR	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“

Mit der Vorlage der Quartalszahlen hat Ariston unsere Erwartungen erfüllt und unsere positive Einstellung sowohl zur Aktie des Unternehmens als auch zu der gerade laufenden Anleiheemission bestätigt. Das Unternehmen ist solide aufgestellt und dürfte von dem zu erwartenden Aufschwung der Branche profitieren. Gleichzeitig birgt die laufende Anleiheemission die Chance auf einen signifikanten Wachstumssprung, der sich auch im Aktienkurs deutlich bemerkbar machen würde. Auf Basis der Annahme einer Vollplatzierung sehen wir den fairen Wert deswegen bei 4,86 Euro und damit deutlich oberhalb des aktuellen Kurses. Wir bestätigen unser Kaufurteil. Gleichzeitig sehen wir die Anleihe weiterhin als eine attraktiv verzinst und relativ risikoarme Option für die Anleger, die eine festverzinsliche Alternative suchen.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung 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:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
12.05.2011	2,11 Euro	Kaufen

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) 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