

## Ariston Real Estate AG

### Zusammenfassung

- **Gewinn deutlich erhöht:** Im ersten Halbjahr hat der Spezialist für Gewerbeimmobilien dank zweier Einmaleffekte den Gewinn um 374 Prozent auf 1,8 Mio. Euro verbessert.
- **Anleiheemission ermöglicht neue Investition:** Wie angekündigt, wurde im Juli ein Wohngebäude in München erworben, das modernisiert und bis Ende nächsten Jahres weiterverkauft werden soll. Die hierfür nötigen Eigenmittel hat Ariston mit der laufenden Anleihenemission eingenommen.
- **Anleihe in der Zeichnung:** Die Vollplatzierung der Anleihe, die auf ein Volumen von bis zu 25 Mio. Euro ausgelegt ist und weiterhin gezeichnet werden kann, würde weitere Zukäufe ermöglichen.
- **Attraktive Konditionen:** Als Zeichnungsanreiz dient nicht nur die Verzinsung von 7,25 Prozent, sondern auch das vergleichsweise reduzierte Risiko. Dafür sorgen vor allem die risikooptimierte Konzernstruktur, die hohe Eigenkapitalausstattung der Konzernmutter (fast 90 Prozent) und die langen Restlaufzeiten der Mietverträge.
- **Hohes Potenzial:** Auf Basis unserer Schätzungen könnte Ariston bei Vollplatzierung der Anleihe innerhalb von drei Jahren das Immobilienvermögen und den Umsatz verdoppeln.

## 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)	2,11	2,40	2,40
Tief (Euro)	1,82	1,61	1,41
Performance	-1,8%	-9,8%	+5,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	4.714	5.522	3.917

### Kennzahlen Aktie

Kursziel	5,03 Euro
Aktueller Kurs	1,85 Euro
Marktkapitalisierung	17,1 Mio. Euro

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e	Stammdaten Aktie
Umsatz (Mio. Euro)	10,9	10,1	10,0	12,6	ISIN / WKN DE000A0F5XM5 / A0F5XM
Umsatzwachstum	-11,0%	-7,1%	-0,7%	26,0%	Branche Immobilien
EBIT (Mio. Euro)	6,0	7,4	6,8	8,9	Sitz der Gesellschaft München
EBIT-Marge	55,3%	73,3%	68,3%	70,8%	Internet www.ariston-ag.de
EpS	-0,02	0,22	0,33	0,33	Datum der Erstnotiz Februar 2007
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	Marktsegment General Standard
KUV	1,57	1,69	1,70	1,35	Ausstehende Aktien 9,23 Mio. Stück
KGV	-	8,5	5,6	5,7	Free Float 35,1 %
Dividendenrendite	-	-	-	-	

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Starker Gewinnsprung

Das zweite Quartal der laufenden Geschäftsperiode brachte Ariston eine hohe Gewinnsteigerung, in deren Folge das Halbjahres-EBIT um 36 Prozent auf 4,5 Mio. Euro und das Halbjahres-Vorsteuerergebnis sogar um 207 Prozent auf 2 Mio. Euro zulegte. Bei nur geringfügig rückläufigen Mieteinnahmen (vor allem aufgrund der seit dem 1. Januar leer stehenden Büroimmobilie in Bonn) sorgten zwei Sondereffekte sowie ein verbessertes Finanzergebnis für diese Gewinnsteigerung. Zum einen konnten die Münchener im zweiten Quartal einen außerordentlichen nicht-liquiditätswirksamen Sonderertrag in Höhe von 2,6 Mio. Euro verbuchen, der aus dem Darlehensersatz für die Immobilie in Bonn erzielt wurde. Und darüber hinaus konnte sich Ariston mit dem bisherigen Mieter dieses Bürohauses auf eine Abstandszahlung in Höhe 0,66 Mio. Euro einigen, die bereits im zweiten Quartal ergebniswirksam wurde.

Geschäftszahlen	Q2 10	Q2 11	Änderung	1. HJ 10	1. HJ 11	Änderung
Umsatz	2,4	2,1	-14,8%	4,8	4,4	-9,5%
EBIT	1,7	3,1	80,7%	3,3	4,5	36,0%
Finanzergebnis	-1,3	-1,4	11,6%	-2,7	-2,5	-5,7%
EBT	0,4	1,7	378,1%	0,7	2,0	207,2%
Periodenergebnis	0,2	1,6	604,5%	0,4	1,8	374,2%

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

### Büroimmobilie in Bonn wieder vermietet

Ein noch besseres Ergebnis verhinderten erhöhte Rückstellungen für Modernisierungsmaßnahmen der Büroimmobilie in Bonn. Hintergrund dieser einmaligen Sonderbelastung in Höhe von 1,2 Mio. Euro ist aber eine erfreuliche Entwicklung. Denn Ariston konnte die im Frühjahr getroffene Ankündigung erfüllen und tatsächlich schon zur Jahresmitte einen neuen Mieter für das leerstehende Objekt präsentieren. Es handelt sich hierbei um das Städtische Gebäudemanagement der Stadt Bonn, das das Gebäude für zwei städtische Behörden langfristig angemietet hat. Der Bezug soll nach Abschluss der laufenden Modernisierungsmaßnahmen im September oder Oktober erfolgen. Da Ariston den zwischenzeitlichen Leerstand zudem für eine kräftige Reduktion der auf dem Objekt lastenden Schulden genutzt hat, dürften sich die künftigen Mieterlöse nun überproportional auf das Ergebnis auswirken. Demgegenüber konnte für das andere „Problemobjekt“, die Logistikimmobilie in Bremen, noch keine Lösung gefunden werden.

### Erstes opportunistisches Investment getätigt

Ebenfalls pünktlich umgesetzt wurde die Ankündigung, schon zeitnah ein erstes Investment aus der Kategorie „opportunistisch“ tätigen zu wollen. Hierbei handelt es sich um Objekte, bei denen nicht die langfristige Bestandhaltung im Vordergrund steht, sondern die Ausnutzung von relativ kurzfristigen Wertschöpfungs- und Renditepotentialen, die sich aus besonderen Situationen erge-

ben können. Als Beispiele nennt Ariston Immobilien mit höherem, nicht strukturellen Leerstand, Objekte mit höherem Modernisierungsbedarf oder mit einer Änderung der Nutzungsart. Eine solche Immobilie hat Ariston nun in München erworben. Bei dem Gebäude handelt es sich um ein Mehrfamilienhaus in einer der besten Wohnlagen Münchens, das Ariston modernisieren, optisch instandsetzen und teilweise neu zuschneiden will, um anschließend die Wohnungen wahlweise im Einzelverkauf oder en Block zu vermarkten. Nach Unternehmensangaben soll das Projekt bereits bis Ende des nächsten Jahres abgeschlossen werden. Die Gesamtinvestitionssumme, also inkl. der Modernisierungsaufwendungen, beziffert Ariston auf rund 16 Mio. Euro, die branchenüblich mit ca. 70 Prozent Fremdkapital finanziert werden sollen.

### *Finanzierung aus Anleihenemission*

Für den Eigenanteil nutzt Ariston die Mittel aus der laufenden Anleihenemission, aus der bis Ende Juni über 2 Mio. Euro eingenommen werden konnten. Insgesamt umfasst die Emission ein Volumen von bis zu 25 Mio. Euro. Inwiefern sie bis heute gezeichnet wurde, war vom Unternehmen nicht zu erfahren. Wir gehen zwar davon aus, dass die aktuellen Börsenturbulenzen dem Platzierungserfolg abträglich sind, doch sind wir weiterhin zuversichtlich, dass Ariston, sobald sich die Lage wieder beruhigt hat, ausreichend Zeichner finden wird. Dafür spricht nicht nur die attraktive Verzinsung von 7,25 Prozent, sondern auch die gute Qualität des Emittenten, was gerade heutzutage für viele Anleger ein gewichtiges Argument sein dürfte. So kann Ariston auf die hohe Eigenkapitalquote bei der AG (also der Emittentin) von fast 90 Prozent verweisen wie auch auf die im Schnitt für mehr als sieben Jahre vertraglich gesicherten Mieteinnahmen, die den Kapitaleinsatz absichern. Auch hat sich Ariston mit der im letzten Jahr zurückgezahlten Wandelanleihe schon einmal als ein solider Schuldner bewiesen.

## **Ausblick**

### *Weiter auf Kurs*

Mit den Zahlen zum ersten Halbjahr, dem Vermietungserfolg in Bonn und dem Erwerb der Münchener Immobilie hat Ariston den eigenen Ankündigungen Taten folgen lassen und damit die Erwartungen weitgehend erfüllt. Abzuwarten bleibt hingegen, wie es mit der weitgehend leerstehenden Immobilie in Bremen weitergeht. Eine erneute Vermietung des Objekts könnte Ariston bei gleichbleibenden Kosten zusätzliche Einnahmen in siebenstelliger Höhe beschern und damit zu einer überproportionalen Ergebnisverbesserung beitragen, ist aber leider derzeit noch nicht absehbar. Ohnehin stufen wir für die weiteren Perspektiven den Platzierungserfolg der Anleiheemission als ungleich wichtiger ein, würde eine Vollplatzierung doch eine Ausweitung des Portfolios um Immobilien im Wert von bis zu 100 Mio. Euro ermöglichen.

**Schätzungen unverändert**

Die Annahme, dass diese Vollplatzierung gelingt oder zumindest annähernd gelingt, bildet unverändert die Basis unserer Schätzungen. Gegenüber unserem letzten Update haben wir allerdings ein Teil der mit den neuen Mitteln ermöglichten Einnahmen und Erträge etwas weiter in die Zukunft verschoben. Damit tragen wir dem bisherigen Tempo der Platzierung sowie den aktuellen Marktturbulenzen Rechnung, die eine weitere Verzögerung bedingen dürften. Andererseits haben wir den Ergebnisbeitrag der ersten opportunistischen Investitionen, der bisher nur in einer pauschalierten Form im Modell erfasst war, konkretisiert. Wir kalkulieren nun damit, dass Ariston dieses Engagement im Jahr 2012 beendet, dabei eine Eigenkapitalrendite von 25 Prozent realisiert und die daraus erzielten Mittel rasch wieder in ähnliche Projekte reinvestiert. In Summe basiert unsere Wertermittlung nun auf dem in der nachfolgenden Tabelle zusammengefassten modellhaften Geschäftsverlauf für die kommenden acht Jahre.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>10,0</b>	<b>12,6</b>	<b>16,1</b>	<b>18,0</b>	<b>18,3</b>	<b>18,7</b>	<b>19,1</b>	<b>19,5</b>
Erlöswachstum		26,0%	27,0%	12,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Nettorendite	30,2%	23,9%	24,3%	24,5%	24,3%	24,1%	23,9%	23,7%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>3,03</b>	<b>3,02</b>	<b>3,90</b>	<b>4,41</b>	<b>4,46</b>	<b>4,51</b>	<b>4,55</b>	<b>4,60</b>
Gewinnwachstum		-0,3%	29,1%	13,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%

**Fairer Wert: 5,03 Euro je  
Aktie**

Bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10,9 Prozent (gemittelte Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) und einem ewigen Wachstum von 2,0 Prozent ergibt sich hieraus ein Ertragswert von 46,4 Mio. Euro oder 5,03 Euro je Aktie. Die geringfügige Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist dabei der zwischenzeitlich deutlich gesunkenen Umlaufrendite geschuldet.

**Sensitivitätsanalyse**

Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, ändert auch die Wahl deutlich restriktiverer Parameter für den Diskontierungsfaktor und das ewige Wachstum nichts an dem Befund einer signifikanten Unterbewertung. Selbst im ungünstigsten der hier gezeigten Fälle signalisiert unser Modell einen fairen Wert von 4,30 Euro und damit ein Kurspotential von rund 130 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	9,9%	5,26 EUR	5,45 EUR	5,65 EUR	5,89 EUR	6,16 EUR
	10,4%	4,98 EUR	5,14 EUR	5,32 EUR	5,52 EUR	5,75 EUR
	10,9%	4,73 EUR	4,87 EUR	5,03 EUR	5,20 EUR	5,40 EUR
	11,4%	4,51 EUR	4,63 EUR	4,77 EUR	4,92 EUR	5,08 EUR
	11,9%	4,30 EUR	4,41 EUR	4,53 EUR	4,66 EUR	4,81 EUR

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Nachdem Ariston bereits mit den Zahlen zum ersten Quartal die Erwartungen erfüllen konnte, brachten die Halbjahreszahlen ebenfalls keine negativen Überraschungen. Auch hinsichtlich der Ankündigungen zur Vermietung des Bürogebäudes in Bonn sowie zum Erwerb einer neuen Immobilie hat das Management Wort gehalten. Insofern sehen wir unsere positive Einstellung bestätigt und belassen unsere bisherigen Schätzungen weitgehend unverändert. Korrekturen haben wir lediglich in Bezug auf den Zeitrahmen vorgenommen, in dem die unseren Schätzungen zugrundeliegende Annahme der Vollplatzierung der Anleihe erfolgen soll. Aufgrund des bisherigen Verlaufs und vor allem der aktuellen Marktturbulenzen haben wir den Abschluss der Platzierung nun weiter in die Zukunft verschoben, woraus sich entsprechende Verschiebungen innerhalb unseres Schätzgerüsts ergeben haben. Nichtsdestotrotz sehen wir für die Aktie weiterhin ein Kurspotenzial von 170 Prozent und bestätigen weiterhin unser Kaufurteil. Gleichzeitig sehen wir die Anleihe unverändert 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
24.05.2011	2,05 Euro	<b>Kaufen</b>
12.05.2011	2,11 Euro	<b>Kaufen</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 abgezinsten 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)