



**Researchstudie (Update)**

**AGROB Immobilien AG**



**„Leichtes Umsatz- und Ergebniswachstum erreicht;  
Weitere Potenziale durch neuen Gebäudekomplex“**

**Kursziel: 15,25 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

## AGROB Immobilien AG<sup>\*5</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 15,25**

aktueller Kurs / ST: 13,49  
aktueller Kurs / VZ: 12,40  
10.12.2014 / MCH / 17:36 Uhr

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004  
ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900  
WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR  
Börsenkürzel/VZ: AGR3

Aktienanzahl<sup>3</sup>/ST: 2,314  
Aktienanzahl<sup>3</sup>/VZ: 1,582

Marketcap<sup>3</sup>: 50,83  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 111,79  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 20,1 %  
Freefloat/VZ: 75,0 %

Transparenzlevel:  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Dominik Gerbing  
gerbing@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

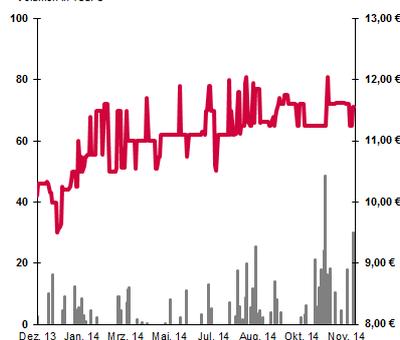
Mitarbeiter: 9 Stand: 30.09.2014

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs

Volumen in Tsd. €



Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB Immobilien AG ist nach dem Ausgliedern sämtlicher operativer Beteiligungsgesellschaften im Jahre 1992 in den Geschäftsfeldern Bestandsbewirtschaftung, Immobiliendienstleistungen und Projektentwicklung für den eigenen Bedarf tätig. Mit dem Betrieb eines Medien- und Gewerbeparks im Münchner Vorort Ismaning liegt die strategische Ausrichtung auf der Bewirtschaftung und Entwicklung von Gewerbeimmobilien, mit dem Schwerpunkt auf Medienunternehmen. Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Anlagen wie z. B. Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes. Zu den Mietern zählen namhafte, überregional bekannte Unternehmen wie zum Beispiel Antenne Bayern, SPORT 1, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, Constantin Medien AG, HSE 24 und aus dem Printbereich der Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: WAZ Zeitschriftenverlag).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	11,22	10,92	10,98	11,10
EBITDA	8,03	7,94	7,80	7,87
EBIT	4,71	4,58	4,50	4,53
Jahresüberschuss	1,57	1,61	1,63	1,69

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,40	0,41	0,42	0,43
Dividende je ST-Aktie	0,16	0,16	0,16	0,16
Dividende je VZ-Aktie	0,21	0,21	0,21	0,21

### Kennzahlen

EV/Umsatz	9,96	10,24	10,18	10,07
EV/EBITDA	13,92	14,08	14,33	14,20
EV/EBIT	23,73	24,41	24,84	24,68
KGV	32,38	31,57	31,13	30,15
KBV		2,26		

### Finanztermine

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 15,00 / KAUFEN

2.7.2014: RS / 15,00 / KAUFEN

2.12.2013: RS / 15,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Eine sukzessive Erhöhung der Auslastungsquote auf einen im Branchenvergleich überdurchschnittlichen Wert von 97,6 % (30.09.2014) hat im Jahresverlauf 2014 bei der AGROB Immobilien AG zu einem stetigen Anstieg der Umsatzerlöse geführt. Die um Nebenkostenabrechnungen bereinigten Umsatzerlöse verbesserten sich in den ersten neun Monaten 2014 um 1,4 % auf 8,20 Mio. € (VJ: 8,08 Mio. €).
- Herauszustellen ist neben der positiven Umsatzentwicklung die hohe Kostendisziplin der Gesellschaft, welche von einer rückläufigen Entwicklung bei den Pensionsaufwendungen flankiert wird. Darüber hinaus konnten die Finanzaufwendungen sowohl tilgungsbedingt, als auch durch eine weitere Verbesserung des durchschnittlichen Zinssatzes, erneut reduziert werden. In Summe bewirkten diese Faktoren eine überproportionale Entwicklung des Nachsteuerergebnisses. In den ersten neun Monaten 2014 verbesserte sich dieses um 3,4 % auf 1,40 Mio. € (VJ: 1,35 Mio. €).
- Die bisherige Geschäftsentwicklung 2014 liefert eine gute Basis für unsere Gesamtjahresprognosen 2014. Im Trend steigender Mieterlöse, bei einer gleichzeitig überproportionalen Ergebnisentwicklung, rechnen wir mit Umsätzen (inkl. Nebenkostenabrechnung) in Höhe von 10,98 Mio. € (GJ 2013: 10,92 Mio. €) und einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,63 Mio. € (GJ 2013: 1,61 Mio. €). Damit liegen wir in etwa auf dem Niveau der Unternehmens-Guidance, wonach für 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 10,9 - 11,0 Mio. € und ein Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 1,5 - 1,6 Mio. € in Aussicht gestellt werden. Angesichts einer weiterhin erwarteten hohen Auslastungsquote dürfte unserer Ansicht nach das Umsatzniveau im kommenden Jahr auf 11,10 Mio. € und der Jahresüberschuss auf 1,69 Mio. € zulegen.
- Mittelfristig erkennen wir klare Potenziale aus der Errichtung eines neuen multifunktionalen Gebäudekomplexes, dessen Projektbeginn bereits erfolgt ist. Mit einem erwarteten Gesamtinvestitionsvolumen von etwa 5,4 Mio. € sollen neue Nutzflächen im Umfang von 2.500 qm für ARRI Rental Deutschland GmbH, einem bestehenden Mieterunternehmen, zusätzlich errichtet werden. Da im Zuge dieser Anmietung keine Flächen zurückgegeben werden, ist beim AGROB Medien- und Gewerbepark von einem unverändert hohen Auslastungsniveau auszugehen. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale beziffern wir ab dem ersten Quartal 2016 auf 0,30 - 0,35 Mio. €, was einer jährlichen Mietrendite von 5,6 - 6,5% entspricht. Dieses Neubauvorhaben haben wir in der Stetigkeitsphase unserer DCF-Bewertung ab dem Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt.
- **Im Rahmen des DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 15,25 € (bisher: 15,00 €) ermittelt. Die Anhebung des fairen Wertes basiert auf dem Roll-Over-Effekt und damit der Prolongation des Kursziels auf Ende 2015. Bei aktuellen Kursniveaus (Kurs je Stammaktie: 13,49 €; Kurs je Vorzugsaktie: 12,40 €) erkennen wir weitere Kurspotenziale und erneuern daher unser Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Stammaktien – WKN 501900 .....	4
Vorzugsaktien – WKN 501903 .....	4
Wichtige Referenzkunden .....	4
<b>Geschäftsentwicklung .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2014 .....	5
Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2014 .....	5
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2014 .....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014 .....	7
Neubewertung des Immobilienportfolios .....	8
<b>Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Umsatz- und Ergebnisprognosen .....	9
Modellannahmen .....	10
Bestimmung der Kapitalkosten .....	10
Bewertungsergebnis .....	10
DCF-Modell .....	11
<b>Anhang .....</b>	<b>12</b>

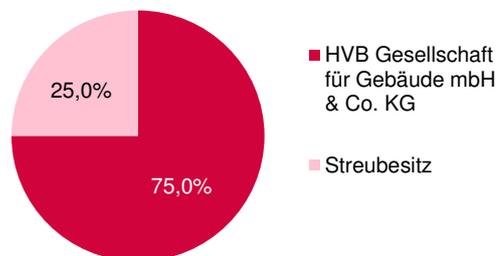
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

#### Stammaktien – WKN 501900

HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>

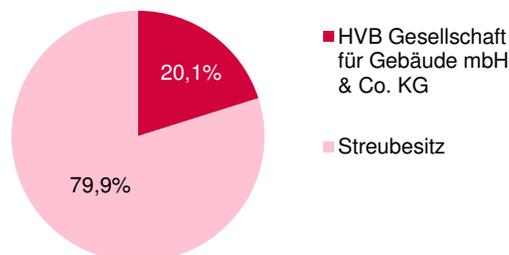
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG



#### Vorzugsaktien – WKN 501903

HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG



### Wichtige Referenzkunden

Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes. Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie:



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG

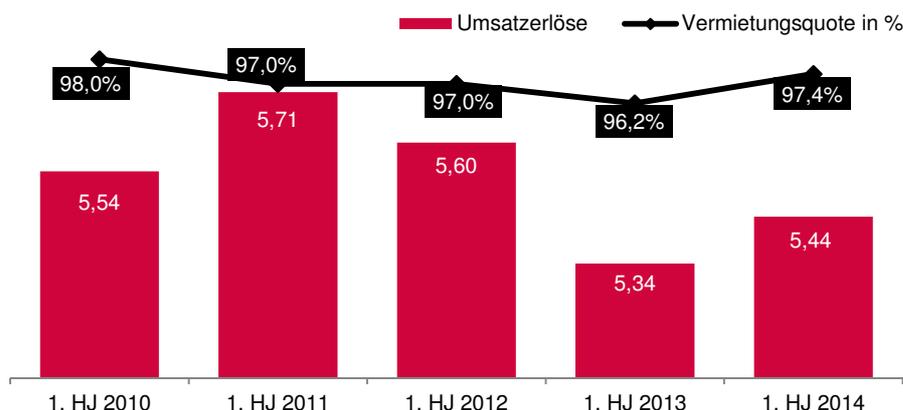
GuV (in Mio. €)	1. Halbjahr 2013	Δ zum VJ.	1. Halbjahr 2014
Umsatzerlöse	5,34	+1,8 %	5,44
Gesamtleistung	5,51	-0,4 %	5,48
EBITDA (inkl. DSCB-Aufwand)	3,98	+2,8 %	4,09
EBITDA-Marge (in % vom Umsatz)	72,2 %	+0,7 Pp.	74,5 %
EBIT (inkl. DSCB-Aufwand)	2,32	+3,4 %	2,40
EBIT-Marge (in % vom Umsatz)	42,1 %	+0,7 %	43,7 %
Periodenergebnis	0,81	+8,6 %	0,88
EPS in €	0,21		0,23

Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

### Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2014

Während nach dem ersten Quartal 2014 die Umsatzerlöse noch auf dem Niveau des Vorjahres lagen, konnte zum Halbjahr 2014 durch eine auf 97,4 % gesteigerte Vermietungsquote das Umsatzniveau im Vergleich zum Vorjahr gesteigert werden. Mit 5,44 Mio. € lagen die Umsatzerlöse des ersten Halbjahres 2014 um 1,8 % über dem Vorjahreswert von 5,34 Mio. €.

#### Umsatzerlöse (in Mio. €) und Vermietungsquote der Hauptnutzflächen (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

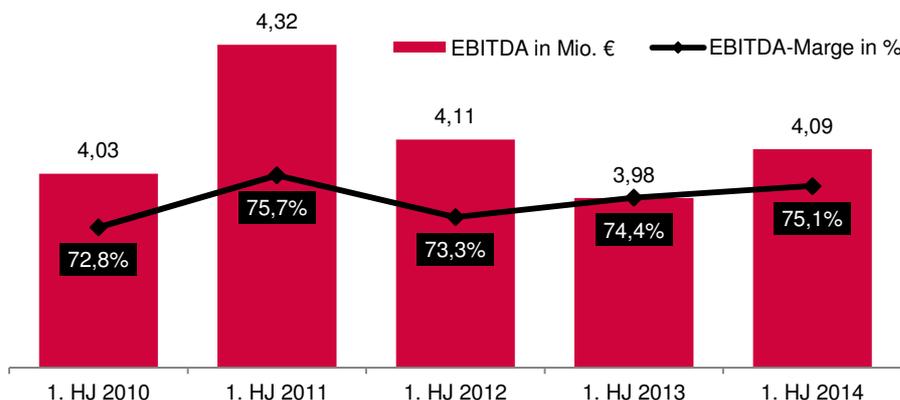
Die Auslastungsquote der Hauptnutzflächen liegt damit erneut auf einem sehr hohen Niveau und über dem für die Stadt München durchschnittlichen Wert von 94,9 %, beziehungsweise 93,8 % für den Raum München (BNP Paribas Real Estate). Dabei wurden zum Halbjahr 2014 sämtliche Mietverträge vertragskonform bedient. Des Weiteren waren zum Abschlusszeitpunkt keinerlei außerplanmäßigen Flächenrückgaben bekannt. Dieser Umstand ist auf die solide Mieterstruktur der AGROB Immobilien AG zurückzuführen und bietet auch in Zukunft eine hohe Stabilität der Umsatzerlöse.

### Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2014

Im Verhältnis zum Umsatz hat sich das Ergebnis der AGROB Immobilien AG innerhalb der ersten sechs Monate 2014 überproportional entwickelt und konnte damit im Vergleich zum Vorjahreszeitraum gesteigert werden. Hier hat sich erneut die konsequente Kostenoptimierung positiv ausgewirkt. So wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um rund 12 % auf 0,89 Mio. € gesenkt (VJ: 1,01 Mio. €). Gleichzeitig lagen die Personalaufwendungen mit insgesamt 0,42 Mio. € auf dem Vorjahresniveau.

Auf Basis der verbesserten Kostenstruktur erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG ein gegenüber dem Vorjahr leicht höheres EBITDA in Höhe von 4,09 Mio. € (VJ: 3,98 Mio. €). Die EBITDA-Marge verbesserte sich folglich von 74,5 % auf 75,1 %.

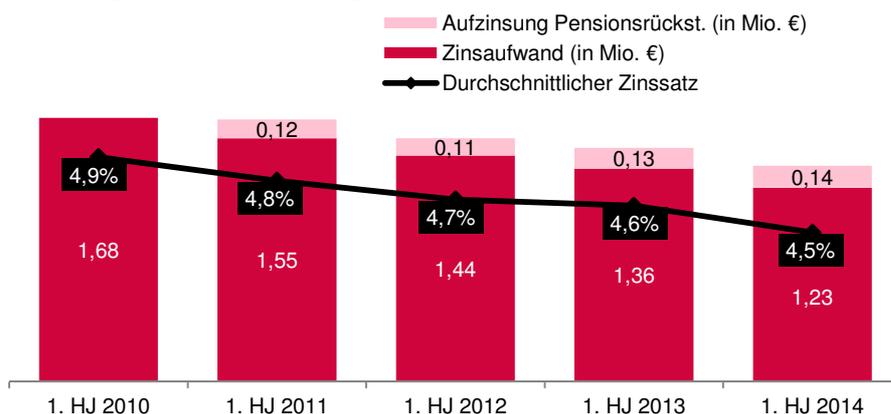
#### Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Während die Abschreibungen mit 1,69 Mio. € auf dem Niveau des Vorjahres lagen (1,66 Mio. €), haben sich im ersten Halbjahr 2014 die Zinsaufwendungen erneut positiv entwickelt. Diese lagen mit 1,37 Mio. € zum 30.06.2014 um 7,7 % unter den 1,49 Mio. € des Vorjahreswertes. Hier wirkten sich zum einen das niedrige Zinsniveau und zum anderen die sukzessive Rückführung der Finanzverbindlichkeiten positiv aus. Um auch in Zukunft von einem niedrigen Zinsniveau profitieren zu können, nutzt das Unternehmen Zinsabsicherungsgeschäfte. Der durchschnittliche Zinssatz lag zum Halbjahr bei 4,45 % (VJ: 4,62 %). Zum Jahresende soll dieser weiter auf 4,15 % und Ende 2015 auf 3,88 % reduziert werden.

#### Entwicklung der Zinsaufwendungen (in Mio. €) und des Zinsniveaus (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Hervorzuheben ist der seit Jahren rückläufige Zinsaufwand vor allem auch vor dem Hintergrund, dass der Betrag für die Aufzinsung der Pensionsrückstellungen für ehemalige AGROB Mitarbeiter kontinuierlich angestiegen ist und somit eine noch bessere Entwicklung verhinderte.

Nachdem zum Halbjahr 2014 die Verlustvorräte nun vollständig aufgebraucht waren, ist der Steueraufwand im Vergleich zum Vorjahreszeitraum verhältnismäßig stark angestiegen und betrug 0,15 Mio. € (VJ: 0,02 Mio. €). Die Ersparnis aus dem erneut reduzierten

Zinsaufwand konnte den erhöhten Steueraufwand jedoch vollständig kompensieren. Am Ende der ersten sechs Monate 2014 erzielte das Unternehmen ein Periodenergebnis von 0,88 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €).

## Geschäftsentwicklung 9 Monate 2014

in Mio. €	30.09.2013	Δ zum VJ.	30.09.2014
Umsatzerlöse	8,22	-0,5%	8,18
EBITDA (Marge)	5,90 (71,8%)	+1,1%	5,96 (72,9%)
EBIT (Marge)	3,39 (41,2%)	+1,2%	3,43 (41,9%)
Periodenergebnis	1,35	+3,4%	1,40

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Nach der positiven Umsatztendenz innerhalb der ersten sechs Monate 2014 präsentierte die AGROB Immobilien AG einen leichten Umsatzrückgang in Höhe von 0,5 % auf 8,18 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €). Diese geringfügige Abweichung erklärt sich dabei in erster Linie durch Nebenkostenabrechnungen, welche den Vorjahreswert um 0,14 Mio. € positiv beeinflusst haben. Bereinigt um Nebenkostenabrechnungen hätte die AGROB Immobilien AG auch zum 30.09.2014 einen Umsatzanstieg in Höhe von 1,4 % auf 8,20 Mio. € (VJ: 8,08 Mio. €) erwirtschaftet und damit die positive Umsatztendenz fortgesetzt. Das bereinigte Umsatzwachstum geht auch mit der leicht erhöhten Vermietungsquote auf 97,5 % (VJ: 95,9 %) konform.

Angesichts einer weiterhin reduzierten Kostenbasis wurden alle wesentlichen Ergebnisebenen verbessert. Der EBITDA-Anstieg in Höhe von 1,1 % auf 5,96 Mio. € (VJ: 5,90 Mio. €) ist einerseits eine Folge der hohen Kostendisziplin sowie andererseits auf geringere Nettoaufwendungen für Pensionsverpflichtungen zurückzuführen. Parallel hierzu profitierte die AGROB Immobilien AG von einer tilgungsbedingt weiteren Minderung der Finanzaufwendungen auf insgesamt 1,81 Mio. € (VJ: 2,00 Mio. €), so dass der Periodenüberschuss überproportional auf 1,40 Mio. € (VJ: 1,35 Mio. €) zugelegt hat. Der deutliche und infolge des vollständigen Verbrauches der Verlustvträge gestiegene Steueraufwand auf 0,22 Mio. € (VJ: 0,19 Mio. €) konnte somit überkompensiert werden.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014

Bilanzposition in Mio. €	30.06.2013	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital	21,67	22,47	23,35
EK-Quote in %	25,3%	26,6 %	27,9 %
Bankverbindlichkeiten	58,41	56,96	55,38
Immobilienvermögen (Bilanzansatz nach HGB)	85,61	84,42	83,05
Verkehrswert Immobilienvermögen	126,74	123,41	123,41
Loan-to-Value (LTV)	68,2%	67,5%	66,7%
Verkehrswert LTV	46,1%	46,2%	44,9%

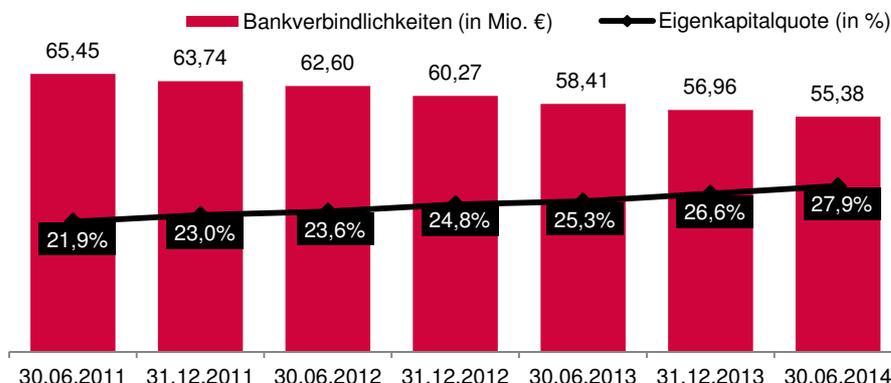
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die stetig positiven Jahresergebnisse der vergangenen Jahre haben einen sukzessiven Anstieg des Eigenkapitals nach sich gezogen. Bei gleichzeitiger Bilanzverkürzung hat sich die Eigenkapitalquote zum 30.06.2014 entsprechend auf 27,9 % erhöht (31.12.2013: 26,6 %). Nicht berücksichtigt ist zum Halbjahr 2014 die Dividendenaus-schüttung in Höhe von insgesamt 0,70 Mio. €.

Die kontinuierliche Rückführung der Bankverbindlichkeiten konnte darüber hinaus weiter fortgesetzt werden. Nachdem die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zum

31.12.2013 noch 56,96 Mio. € betragen, wurden diese durch sukzessive Tilgungsleistungen auf 55,38 Mio. € zum 30.06.2014 reduziert.

#### Entwicklung der Bankverbindlichkeiten (in Mio. €) und der EK-Quote (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Aufgrund der geplanten Investitionstätigkeiten, die in den kommenden zwei Jahren deutlich über dem Niveau der Vorjahre liegen dürften, sollte sich der Gesamtbetrag der Bankverbindlichkeiten jedoch wieder etwas erhöhen. Bereits für das vierte Quartal 2014 ist der Baubeginn für einen neuen multifunktionalen Gebäudekomplex mit 2.500 qm geplant. Dieser umfasst ein Investitionsvolumen von etwa 5,4 Mio. € und wird an ein bestehendes Mietunternehmen zusätzlich vermietet. Gleichzeitig wird ein weiteres Projekt mit 7.000 qm Bruttogeschossfläche für ein Ankermietunternehmen geplant. Beide Projekte sollen teilweise durch Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden.

#### Neubewertung des Immobilienportfolios

Marktwerte / Verkehrswerte (in Mio. €)	Oktober 2013	Oktober 2014
<b>Gesamt vor Abschlägen</b>	<b>121,60</b>	<b>121,70</b>
Pauschalisierte Abschläge	-2,00	-2,00
<b>Gesamt nach Abschlägen</b>	<b>119,60</b>	<b>119,70</b>
Baurechte Süderweiterung	3,81	3,81
<b>Gesamt inkl. Süderweiterung</b>	<b>123,41</b>	<b>123,51</b>

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bereits ein Jahr nach der letzten gutachterlichen Wertermittlung des Immobilienportfolios legt die AGROB Immobilien AG eine Bewertungsaktualisierung vor. Gegenüber der im Oktober 2013 ermittelten Werte lassen sich im Oktober 2014 keine nennenswerten Veränderungen feststellen und folglich ist der Verkehrswert des Immobilienvermögens mit 123,51 Mio. € (VJ: 123,41 Mio. €) nahezu unverändert geblieben. Eine wesentliche Wertaufholung in Höhe von 0,30 Mio. € ergibt sich in erster Linie am Gebäude 22, welches an HSE 24 in März 2014 nachvermietet wurde.

Wird der HGB-Bilanzansatz des Immobilienvermögens zum 30.06.2014 in Höhe von 83,05 Mio. € dem Marktwert gegenübergestellt, ergeben sich signifikante stille Reserven in Höhe von 40,46 Mio. €. Würde die AGROB Immobilien AG eine Bilanzierung nach IFRS vornehmen, dann wäre sowohl das bilanzierte Immobilienvermögen, als auch das ausgewiesene Eigenkapital, um die stillen Reserven nach oben zu korrigieren.

## BEWERTUNG

### Umsatz- und Ergebnisprognosen

GuV in Mio. €	GJ 2013	GJ 14e (alt)	GJ 14e (neu)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)
Umsatzerlöse	10,92	10,98	10,98	11,27	11,10
EBITDA	7,94	7,73	7,80	8,02	7,87
EBITDA-Marge	72,7 %	70,4 %	71,0%	71,2 %	70,9%
EBIT	4,58	4,45	4,50	4,68	4,53
EBIT-Marge	41,9 %	40,5 %	41,0%	41,5 %	40,8%
JÜ	1,61	1,52	1,63	1,73	1,69
EPS in €	0,41	0,39	0,42	0,44	0,43

Quelle: GBC AG

Die derzeitige hohe Auslastungsquote in Höhe von 97,5 % sowie die im laufenden Geschäftsjahr 2014 vertragskonform und ohne Leistungsstörungen erfolgten Zahlungen der Mieterunternehmen liefern eine gute Prognosegrundlage für die AGROB Immobilien AG. Ausgehend vom Umsatzniveau zum 30.09.2014 sowie vor dem Hintergrund einer erwarteten linearen Entwicklung der Mieterträge, prognostizieren wir auf Gesamtjahresbasis 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 10,98 Mio. €. Dies entspricht der bestätigten Unternehmens-Guidance, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 10,9-11,0 Mio. € in Aussicht gestellt werden. Da wir in großen Teilen mit einer Verlängerung bei den zum 31.12.2014 ausstehenden Mietverträgen rechnen und einer auch in 2015 weiterhin hohen Vermietungsquote, dürfte unserer Ansicht nach das Umsatzniveau im kommenden Jahr erneut steigen und bei 11,10 Mio. € (bisher: 11,27 Mio. €) liegen. Die leichte Reduktion unserer Umsatzprognosen resultiert aus der Annahme, wonach zusätzliche Umsatzpotenziale im Rahmen des neuen Gebäudekomplexes erst im Geschäftsjahr 2016 umsatz- und ergebniswirksam werden.

Ergebnisseitig konnte die AGORB Immobilien AG im laufenden Geschäftsjahr 2014 sowohl von einer hohen Kostendisziplin, als auch von geringeren Pensionsbelastungen und einem weiteren tilgungsbedingten Rückgang der Zinsaufwendungen, profitieren. Insbesondere das Nachsteuerergebnis ist im Verlaufe des Jahres oberhalb unserer Erwartungen ausgefallen, was wir zum Anlass einer leichten Anpassung unserer Ergebnisprognosen 2014 genommen haben. Unsere leichte Reduktion der prognostizierten Ergebniskennzahlen für das Geschäftsjahr 2015 beruht ausschließlich auf der Erwartung leicht geringerer Umsatzerlöse.

Mittelfristig erkennen wir klare Potenziale aus der Errichtung eines neuen multifunktionalen Gebäudekomplexes, dessen Projektbeginn bereits erfolgt ist. Mit einem erwarteten Gesamtinvestitionsvolumen von etwa 5,4 Mio. € sollen neue Nutzflächen im Umfang von 2.500 qm für ARRI Rental Deutschland GmbH, einem bestehenden Mieterunternehmen, zusätzlich errichtet werden. Da im Zuge dieser Anmietung keine Flächen zurückgegeben werden, ist beim AGROB Medien- und Gewerbepark von einem weiterhin hohen Auslastungsniveau auszugehen. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale beziffern wir ab dem ersten Quartal 2016 auf 0,30 - 0,35 Mio. €, was einer jährlichen Mietrendite von 5,6 - 6,5% entspricht. Dieses Neubauvorhaben haben wir in der Stetigkeitsphase unserer DCF-Bewertung ab dem Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt. Darüber hinausgehende Potenziale erkennen wir beim Bauquartier GE A5, im Rahmen dessen sich derzeit ein Neubauvorhaben mit einem wichtigen Anker-Mieterunternehmen in der Planungsphase befindet. Der Beginn des Projektes mit einer voraussichtlichen Fläche von ca. 6.000 qm und Gestehungskosten von mindestens 15,00 Mio. € soll frühestens im vierten Quartal 2015 erfolgen.

Diese zwei Erweiterungsprojekte, welche darüber hinaus von einer möglichen Süderweiterung des AGROB Medien- und Gewerbeparkes flankiert werden, stehen stellvertretend für die Strategie der Gesellschaft. Die Zusammenarbeit mit wichtigen Mietunternehmen und das regelmäßige Ausloten neuer gemeinsamer Projekte sollen diesbezüglich die Attraktivität des Standortes stärken und die Bindung zu den bestehenden Mieterunternehmen erhöhen.

## **Modellannahmen**

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine Steigerung beim Umsatz von 0,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 72,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 18,8 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

## **Bestimmung der Kapitalkosten**

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AGROB Immobilien AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,80 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,42 % (bisher: 6,42 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,83 % (bisher: 4,83 %).

## **Bewertungsergebnis**

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,83 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 15,25 € (bisher: 15,00 €). Die Anhebung des fairen Wertes basiert auf dem Roll-Over-Effekt und damit der Prolongation des Kursziels auf Ende 2015.

## DCF-Modell

### AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	72,3%	ewige EBITA - Marge	50,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-9,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	10,98	11,10	11,40	11,46	11,51	11,57	11,63	11,69	
US Veränderung	0,6%	1,1%	2,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	
EBITDA	7,80	7,87	8,25	8,29	8,33	8,37	8,41	8,46	
EBITDA-Marge	71,0%	70,9%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	
EBITA	4,50	4,53	4,94	5,08	5,21	5,34	5,47	5,59	50,3%
EBITA-Marge	41,0%	40,8%	43,3%	44,3%	45,2%	46,1%	47,0%	47,8%	
Steuern auf EBITA	-0,60	-0,77	-0,78	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	
zu EBITA	13,4%	17,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
EBI (NOPLAT)	3,90	3,76	4,16	4,27	4,39	4,49	4,60	4,70	
Kapitalrendite	4,7%	4,6%	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%	6,3%	6,6%	7,2%
Working Capital (WC)	-1,05	-1,02	-1,05	-1,06	-1,07	-1,07	-1,08	-1,08	
WC zu Umsatz	-9,6%	-9,1%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	
Investitionen in WC	0,07	-0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	82,06	83,72	81,31	79,00	76,78	74,65	72,60	70,63	
AFA auf OAV	-3,30	-3,34	-3,31	-3,21	-3,12	-3,03	-2,95	-2,87	
AFA zu OAV	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-0,95	-5,00	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	
Investiertes Kapital	81,01	82,71	80,26	77,94	75,72	73,58	71,52	69,55	
EBITDA	7,80	7,87	8,25	8,29	8,33	8,37	8,41	8,46	
Steuern auf EBITA	-0,60	-0,77	-0,78	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	
Investitionen gesamt	-0,88	-5,03	-0,86	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	
Investitionen in OAV	-0,95	-5,00	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	
Investitionen in WC	0,07	-0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,32	2,07	6,61	6,59	6,61	6,63	6,65	6,68	112,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	115,01	118,49
Barwert expliziter FCFs	34,23	33,82
Barwert des Continuing Value	80,77	84,67
Nettoschulden (Net debt)	57,96	59,09
Wert des Eigenkapitals	57,05	59,40
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,05	59,40
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,64	<b>15,25</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	22,0%
WACC	<b>4,8%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	4,2%	4,5%	4,8%	5,1%	5,4%
6,7%	18,03	15,56	13,49	11,72	10,20
6,9%	19,11	16,53	14,37	12,52	10,93
7,2%	20,19	17,50	<b>15,25</b>	13,32	11,67
7,4%	21,27	18,47	16,12	14,12	12,40
7,7%	22,35	19,44	17,00	14,93	13,14

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)