



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



**„Positive Ergebnisentwicklung bei konstantem Umsatzniveau,
neue Investitionen werden sich positiv auswirken“**

Kursziel: 16,30 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

AGROB Immobilien AG *5a, 7, 11

Kaufen

Kursziel: 16,30

aktueller Kurs / ST: 13,00
aktueller Kurs / VZ: 12,50
30.06.2014 / MCH / 17:30 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004
ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900
WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR
Börsenkürzel/VZ: AGR3

Aktienanzahl³/ST: 2,314
Aktienanzahl³/VZ: 1,582

Marketcap³: 49,86
EnterpriseValue³: 106,83
³ 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

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

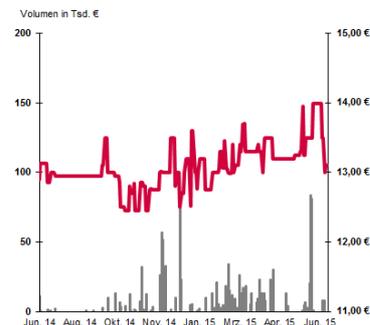
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 10 Stand: 31.12.2014

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs



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 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 den Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: WAZ Zeitschriftenverlag).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	10,92	10,93	11,00	11,27
EBITDA	7,94	8,03	8,05	8,27
EBIT	4,58	4,66	4,70	4,70
Jahresüberschuss	1,61	1,72	1,90	2,00

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (gem. GBC-Berechnung)	0,41	0,44	0,49	0,51
Dividende je Stamm-Aktie	0,16	0,18	0,18	0,18
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,21	0,23	0,23	0,23

Kennzahlen

EV/Umsatz	9,78	9,77	9,71	9,48
EV/EBITDA	13,46	13,30	13,27	12,92
EV/EBIT	23,33	22,93	22,73	22,73
KGV	30,97	28,99	26,24	24,93
KBV		2,12		

Finanztermine

10.07.2015: Hauptversammlung
28.08.2015: Halbjahresbericht 2015

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.1.2015: RG / 15,25 / KAUFEN
11.12.2014: RG / 15,25 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 15,25 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 15,00 / KAUFEN
2.7.2014: RG / 15,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 war die AGROB Immobilien AG in der Lage die ohnehin hohe Auslastungsquote weiter auf 97,6 % (VJ: 95,0 %) zu verbessern. Während Hauptnutzflächen in einem Umfang von 1.723 qm zurückgegeben wurden, konnten in 2014 neue Flächen in Höhe von 2.420 qm neu vermietet werden. Auf dieser Grundlage verzeichnete die Gesellschaft zwar eine nahezu konstante Umsatzentwicklung auf 10,93 Mio. € (VJ: 10,92 Mio. €), hier gilt es jedoch zu bedenken, dass der Vorjahreswert von Mieternachzahlungen im Rahmen der Nebenkostenabrechnung positiv beeinflusst war.
- Positiv war auch die Entwicklung des EBITDA, welches insbesondere infolge einer Normalisierung bei den Personalaufwendungen (Anpassungseffekt für die Pensionsrückstellungen ist geringer ausgefallen als im Vorjahr) auf 8,03 Mio. € (VJ: 7,94 Mio. €) ausgebaut wurde. Die dazu korrespondierende EBITDA-Marge legte auf 73,5 % (VJ: 72,7 %) zu. Insgesamt weist die AGROB Immobilien AG über die letzten Geschäftsjahre hinweg tendenziell einen Rentabilitätsanstieg auf. Dieser ist auf den Wegfall der BilMoG-Anpassung von Pensionsrückstellungen zurückzuführen, welche in den Geschäftsjahren 2010 bis 2012 vollständig geleistet wurden. Aufgrund des künftigen Wegfalls dieses Sondereffektes wird die AGROB zukünftig wieder höhere Ergebnisniveaus erzielen.
- Unterstützt wird diese Entwicklung von den rückläufigen Finanzaufwendungen. Sowohl tilgungsbedingt als auch aufgrund von Konditionenanpassungen bei den Bankverbindlichkeiten hatte die AGROB Immobilien AG in den vergangenen Geschäftsjahren erhebliche Einspareffekte beim Finanzaufwand erzielen können. Alleine zwischen 2010 und 2015 wurden die Finanzaufwendungen um rund ein Viertel auf 2,65 Mio. € reduziert. Dies ist unter anderem auch auf das niedrige Investitionsniveau der Vorjahre zurückzuführen.
- Wir rechnen allerdings für das laufende und für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Anstieg des Investitionsvolumens. Im Rahmen eines konkreten und bereits angelaufenen Neubauvorhabens sollen bis zum Jahresanfang 2016 Flächen in einem Umfang von 2.500 qm neu geschaffen werden. Hierfür hat die AGROB bereits langfristige Mietzusagen von ARRI Rental GmbH erhalten, was zu einer nachhaltigen Anhebung des Umsatzniveaus um etwa 0,32 Mio. € p.a. führen wird. Zwar rechnen wir im Zuge dieses Projektes mit der Neuaufnahme von Bankkrediten in Höhe von ca. 3,8 Mio. € (Investitionsvolumen: 5,4 Mio. €), aufgrund des aktuell niedrigen Zinsniveaus sowie der fortschreitenden Tilgung der bisherigen Darlehen dürfte sich der Trend rückläufiger Finanzaufwendungen fortsetzen. Weitere größere Projekte befinden sich derzeit in der Sondierungsphase.
- Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein konstantes Umsatzniveau, wohingegen wir für das kommende Geschäftsjahr von einem Umsatzanstieg auf 11,27 Mio. € ausgehen. Auf Ergebnisebene dürfte die Gesellschaft leicht überproportional zulegen.
- **Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 16,30 € (bisher: 15,25 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung beruht maßgeblich auf einer Reduktion des risikolosen Zinssatzes, als Grundlage zur Berechnung der Kapitalkosten. Das ermittelte Kursziel wird durch den gutachterlich ermittelten Substanzwert (Stand: 31.10.2014) bestätigt, wonach sich der NAV unter Einbeziehung der stillen Reserven auf 16,36 € je Aktie beläuft. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

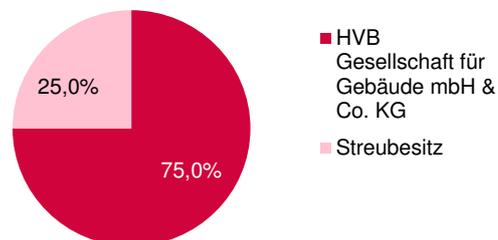
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien – WKN 501900	4
Vorzugsaktien – WKN 501903	4
Wichtige Kunden der AGROB Immobilien AG	4
Markt und Marktumfeld	5
Gewerbeimmobilienmarkt und Investmentmarkt	5
Teilbereich Büroimmobilien	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2014	8
Umsatzentwicklung 2014	8
Ergebnisentwicklung 2014	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Cashflow-Entwicklung	13
Entwicklung Q1 2015	14
SWOT-Analyse	15
Prognose und Modellannahmen	16
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	17
NAV-Bewertung	18
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

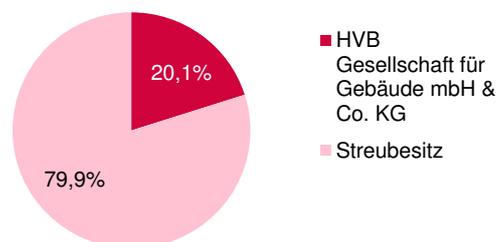
Stammaktien – WKN 501900

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
Summe	100,0 %



Vorzugsaktien – WKN 501903

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
Summe	100,0 %



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Wichtige Kunden der AGROB Immobilien AG

Der Medien- und Gewerbepark der AGROB Immobilien AG (kurz: AGROB) zeichnet sich durch eine moderne Gestaltung und großzügig angelegte Parkflächen aus. Die Nutzfläche beträgt dabei rund 133.000 m² und beinhaltet Lagerflächen, Technikräume, Fernsehstudios und Büroräume. Dabei sorgen eine groß dimensionierte Satellitenanlage sowie die weitgehende Vernetzung des Areals durch Glasfaserkabel für eine den Bedürfnissen der Mieter entsprechende technische Anbindung. Zu den zahlreichen Mietern zählen dabei unter anderem die folgenden Unternehmen:



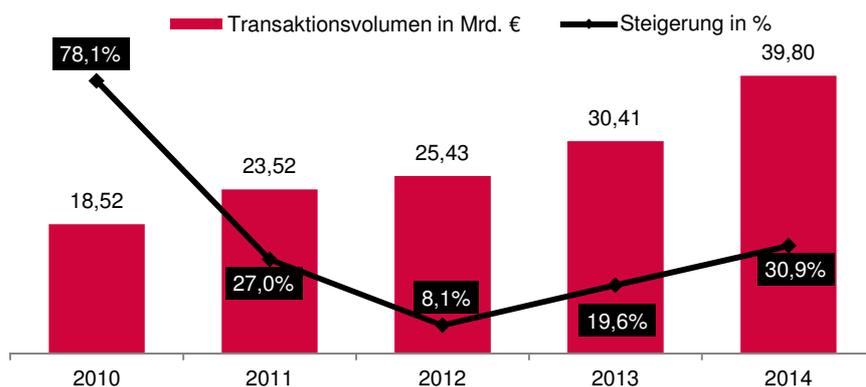
MARKT UND MARKTUMFELD

Gewerbeimmobilienmarkt und Investmentmarkt

Trotz der weiterhin heterogenen Entwicklungen in Europa und den Unsicherheiten bezüglich des Verbleibs von Griechenland in der EU sowie des Ukraine Konflikts, konnte die deutsche Wirtschaft im vergangenen Jahr um 1,5% zulegen und damit im Vergleich zu 2013 an Dynamik gewinnen.

Auch innerhalb des deutschen Investmentmarktes für Gewerbeimmobilien war die Entwicklung sehr erfreulich. Nachdem die Investitionen bereits im Vorjahr um knapp 20,0% zugelegt hatten, stieg das Investitionsvolumen in 2014 laut Savills Research Germany deutlich stärker um 30,9 % auf 39,8 Mrd. € an. Getrieben wurde diese Entwicklung insbesondere durch die weiterhin sehr starke wirtschaftliche Stellung Deutschlands innerhalb Europas sowie durch die weiterhin niedrigen Zinsen und soliden Fundamentaldaten. Insbesondere auch das vierte Quartal 2014, mit einem Investitionsvolumen von mehr als 14 Mrd. €, zeigt die hohe Attraktivität auf.

Transaktionsvolumen im deutschen Gewerbeinvestmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Savills Research Germany, GBC AG

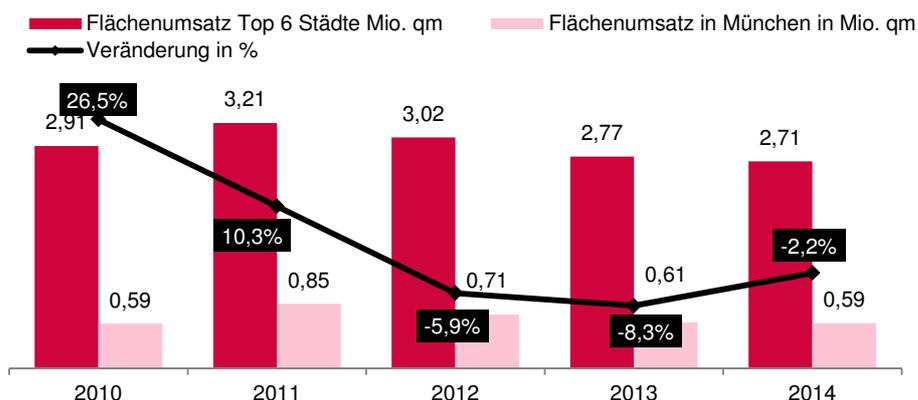
Bei der regionalen Betrachtung gibt es hingegen erneut einen Wechsel an der Spitze der attraktivsten Standorte. Nachdem im Vorjahr München Berlin als Nummer 1 abgelöst hatte, wurde 2014 in Frankfurt am Main mit 12 % (Vorjahr: 11 %) vor München mit 11 % (Vorjahr: 15 %) am meisten investiert. Damit hat München im Gegensatz zu den anderen Top 6 Standorten absolut zwar weniger zugelegt, jedoch ist dies weniger auf die geringere Attraktivität der Stadt, sondern vielmehr auf das geringe Angebot und damit einen deutlichen Nachfrageüberhang zurückzuführen. Dies ist damit begründet, dass viele Investoren mit langfristiger Absicht in den Jahren 2009 - 2011 verstärkt Immobilien gekauft hatten und diese entsprechend aktuell nicht dem Markt zur Verfügung stehen. Zwar bevorzugen Investoren weiterhin die 6 größten deutschen Städte Frankfurt am Main, München, Berlin, Hamburg, Düsseldorf und Köln, weichen jedoch aufgrund der derzeitigen Höchststände bei Immobilienpreisen zunehmend auf Randbereiche und weniger stark nachgefragte Standorte aus, um Renditerückgänge in den Core-Bereichen zu kompensieren.

Auch für 2015 bleiben die Experten aufgrund der genannten Treiber sowie einem weiterhin steigenden Investitionsvolumen ausländischer Investoren, vor allem aus dem asiatischen Raum, positiv gestimmt und erwarten einen Anstieg bei den Investitionen auf deutlich über 40 Mrd. €.

Teilbereich Büroimmobilien

Der Büromarkt in den deutschen Top 6 Städten hat sich im vergangenen Jahr hingegen weiter rückläufig entwickelt, jedoch verlangsamte sich der Rückgang beim Flächenumsatz im Vergleich zu den Vorjahren, so dass das Minus gegenüber 2013 bei lediglich 2,2 % lag. Auch München konnte sich dem negativen Trend nicht entziehen. Hier lag der Rückgang aber nur bei 1,0 % nachdem er im Vorjahr bei 15,7 % gelegen hatte. Für 2015 wird sowohl für die Top 6 Städte als auch für München mit einem leichten Zuwachs von 0,7 % respektive 1,2 % gerechnet.

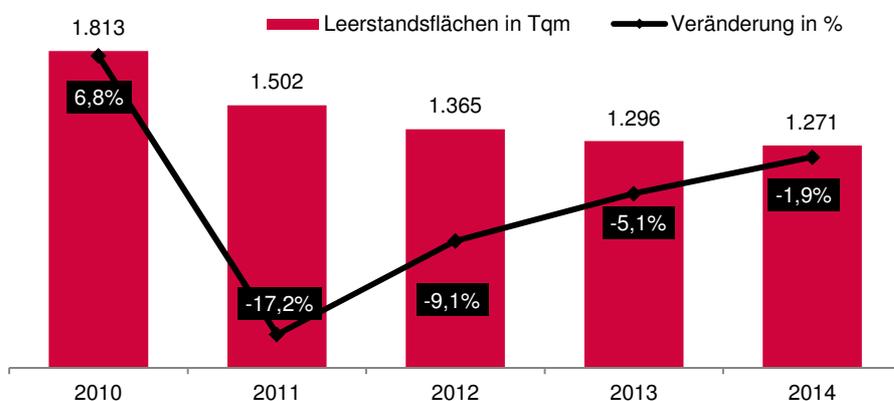
Entwicklung des Flächenumsatzes in den Top 6 Städten und München in Mio. m²



Quelle: Savills Research Germany, GBC AG

Andererseits war das Jahr 2014 durch einen sinkenden Leerstand sowie steigende Durchschnittsmieten gekennzeichnet. So sank die Leerstandsquote laut Savills Research Germany in den Top 6 Städten um 30 Basispunkte auf 7,7 %, während sie in München nicht ganz so stark, aber dennoch um 20 Basispunkte zurückging. Es ist allerdings zu beachten, dass die Leerstandsquote dort mit 6,6 % deutlich unter dem Durchschnitt der Top 6 Städte liegt. Ebenso bei der Durchschnittsmiete, die in München im vierten Quartal des letzten Jahres bei 15,85 € und damit 4,3 % über dem Vorjahresquartal lag, weist München im Vergleich zum Durchschnitt von 14,60 € (+4,5 %) einen besseren Wert auf. Für 2015 wird für München aufgrund einer geringeren marktgängigen Fläche mit einem Rückgang der Leerstandsquote auf unter 6 % gerechnet. Auch für die Durchschnittsmiete wird im laufenden Jahr von einem weiteren Anstieg ausgegangen.

Entwicklung der Leerstandsflächen in München (in Tqm)



Quelle: BNP Paribas Real Estate, GBC AG

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	11,22	10,92	10,93	11,00	11,27
Sonstige betriebliche Erträge	0,27	0,33	0,15	0,17	0,15
Personalaufwand	-0,76	-1,02	-0,83	-0,87	-0,95
Abschreibung auf Sachanlagen	-3,31	-3,36	-3,37	-3,35	-3,57
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,17	-2,11	-2,04	-2,08	-2,05
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-3,09	-2,93	-2,65	-2,46	-2,32
Ergebnis der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	2,16	1,83	2,18	2,41	2,53
Bilmog-Anpassung Pensionen	-0,38	0,00	0,00	0,00	0,00
Steuern	-0,05	-0,03	-0,28	-0,34	-0,38
Sonstige Steuern	-0,15	-0,18	-0,17	-0,17	-0,15
Jahresüberschuss	1,57	1,61	1,72	1,90	2,00
EBITDA	8,03	7,94	8,03	8,05	8,27
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>71,5%</i>	<i>72,7%</i>	<i>73,5%</i>	<i>73,2%</i>	<i>73,4%</i>
EBIT	4,71	4,58	4,66	4,70	4,70
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>42,0%</i>	<i>41,9%</i>	<i>42,6%</i>	<i>42,7%</i>	<i>41,7%</i>
Aktienzahl Stammaktien in Mio. Stück	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Aktienzahl Vorzugsaktien in Mio. Stück	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58
Dividende je Stammaktie in €	0,16	0,16	0,18	0,18	0,18
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,21	0,21	0,23	0,23	0,23

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

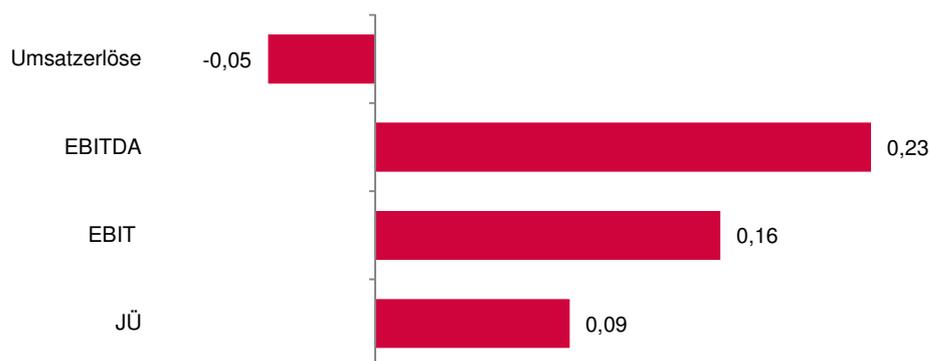
Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	11,22	10,92	10,93
EBITDA	8,03	7,94	8,03
<i>EBITDA-Marge</i>	71,5%	72,7%	73,5%
EBIT	4,71	4,58	4,66
<i>EBIT-Marge</i>	42,0%	41,9%	42,6%
Jahresüberschuss	1,57	1,61	1,72

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Für das Geschäftsjahr 2014 weist die AGROB insbesondere auf Ergebnisebene eine erfreuliche Entwicklung auf. Während die Umsatzerlöse in Höhe von 10,93 Mio. € in etwa unsere Erwartungen erfüllt hatten, übertraf das erreichte Ergebnisniveau sowohl die Unternehmens-Guidance als auch unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 11.12.2014). Dabei lagen die 2014er Umsatzerlöse mit 0,05 Mio. € leicht unterhalb unserer Erwartungen, gleichzeitig übertraf jedoch das EBITDA um 0,23 Mio. € deutlich unsere Ergebnisschätzung:

Operative Entwicklung 2014 vs. GBC-Prognosen (in Mio. €)

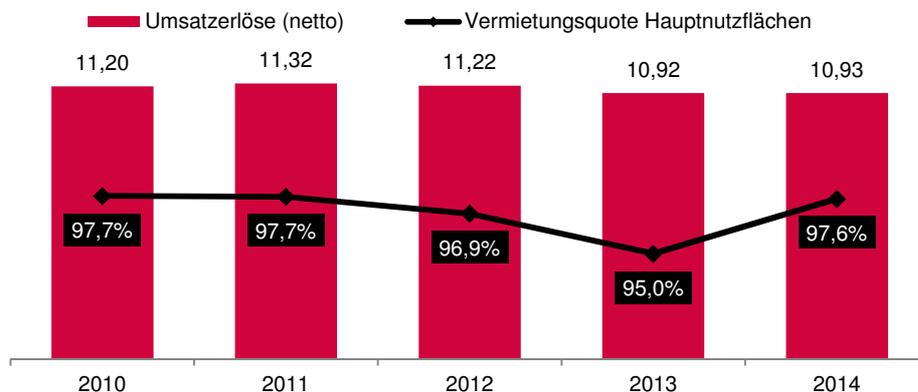


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Die auf den ersten Blick gegenüber dem Vorjahr unveränderten Umsatzerlöse in Höhe von 10,93 Mio. € (VJ: 10,92 Mio. €) sind als positiv einzustufen. Die 2013er Umsätze waren dabei von Mieternachzahlungen und -Anpassungen im Rahmen der Nebenkostenabrechnung in Höhe von 0,15 Mio. € positiv beeinflusst, so dass AGROB ein bereinigtes Umsatzwachstum in Höhe von 1,5 % erzielt hat. Kennzeichnend für das abgelaufene Geschäftsjahr war die vertragskonforme Bedienung der Mietverträge, in Verbindung mit einem weiteren Anstieg der im Branchenvergleich ohnehin sehr hohen Vermietungsquote. Bei einer fristgerechten Rückgabe von Hauptnutzflächen in Höhe von 1.723 qm ist es der Gesellschaft gelungen, vakante Flächen in Höhe von 4.144 qm neu zu vermieten, so dass in Summe ein Anstieg der vermieteten Flächen um 2.420 qm erreicht wurde. Bezogen auf den nahezu unveränderten Gesamtbestand der Hauptnutzflächen in Höhe von 93.935 qm (31.12.13: 93.872 qm) kommt dies einem Anstieg der Auslastungsquote um 2,6 Prozentpunkte auf 97,6 % (31.12.13: 95,0 %) gleich. Die Umkehr des zuvor rückläufigen Auslastungstrends ist primär auf die Neuvermietung von insgesamt 2.578 qm an die HSE 24 zurückzuführen.

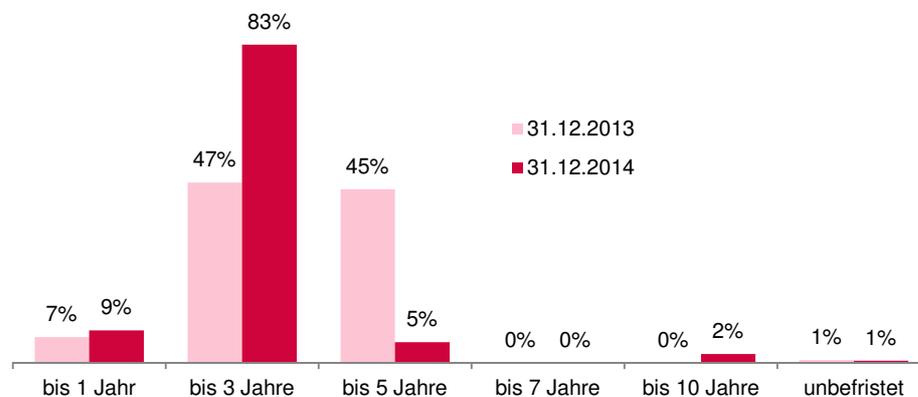
Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote der Hauptnutzflächen (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Wie zu erkennen ist, verfügt die AGROB über eine äußerst solide Umsatzbasis, welche nur geringfügige auslastungsbedingte Veränderungen aufweist. In diesem Zusammenhang ist die Laufzeitstruktur der Verträge ein wichtiger Faktor für die Solidität der Mietverträge, wobei sich hier naturgemäß Veränderungen im Zeitablauf ergeben. Zum 31.12.2014 weist der überwiegende Anteil der Mietverträge (83,3 %) eine Laufzeit von weniger als drei Jahren auf. Diesbezüglich rechnen wir mit einer turnusmäßigen Verlängerung der Verträge, wobei, gemäß Unternehmensangaben, der Trend zu kurzlaufenden Festmietzeiten zu beobachten ist. Insgesamt stufen wir dies als nicht kritisch ein, da der AGROB Medienpark über eine für Medienunternehmen nutzerspezifische Ausstattung verfügt sowie ein etablierter Standort ist.

Laufzeitstruktur der Mietverträge

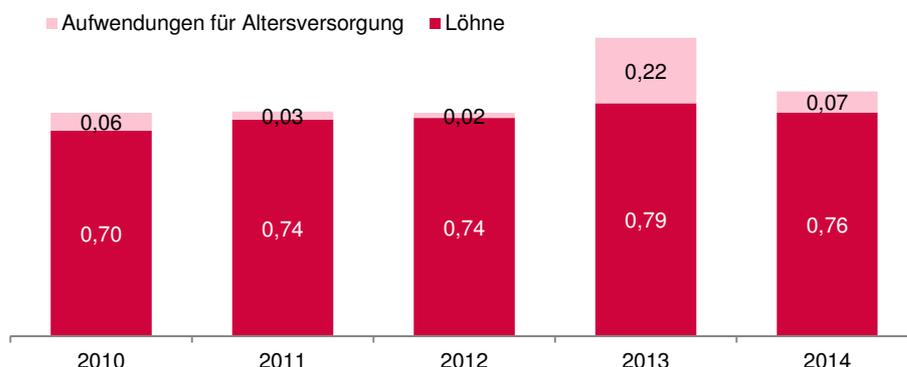


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2014

Ausgehend von der soliden Umsatzentwicklung war die AGROB Immobilien AG in der Lage, das EBITDA auf 8,03 Mio. € (VJ: 7,94 Mio. €) auszubauen und damit die dazu korrespondierende EBITDA-Marge auf 73,5 % (VJ: 72,7 %) anzuheben. Dieser Anstieg ist auch vor dem Hintergrund niedrigerer sonstiger betrieblicher Erträge (vornehmlich weiterverrechnete Kosten) in Höhe von 0,15 Mio. € (VJ: 0,33 Mio. €) und damit einer insgesamt geringeren Gesamtleistung in Höhe von 11,08 Mio. € (VJ: 11,25 Mio. €) zu sehen. Einen maßgeblichen Einfluss auf die Ergebnisentwicklung übten dabei die Personalaufwendungen aus, welche in erster Linie von einer Normalisierung bei der Auflösung der Pensionsrückstellungen geprägt waren und daher mit 0,83 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) die fehlenden sonstigen betrieblichen Erträge kompensiert haben.

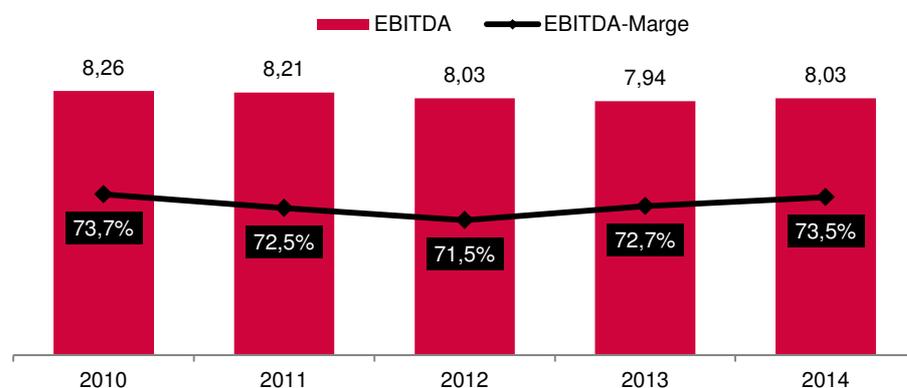
Personalaufwand (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei einer weitestgehend soliden und schlanken Kostenstruktur ist es der AGROB gelungen, die EBITDA-Marge wieder auf das Niveau des Geschäftsjahres 2010 anzuheben. Zwischenzeitlich lagen Belastungen im Zusammenhang mit der BilMoG-Anpassung von Pensionsrückstellungen vor, welche aber in den Geschäftsjahren 2010 bis 2012 vollständig geleistet wurden. Durch den Wegfall dieser Sonderbelastungen, hat sich seit dem Geschäftsjahr 2012 tendenziell eine Verbesserung der operativen Ergebnismargen ergeben:

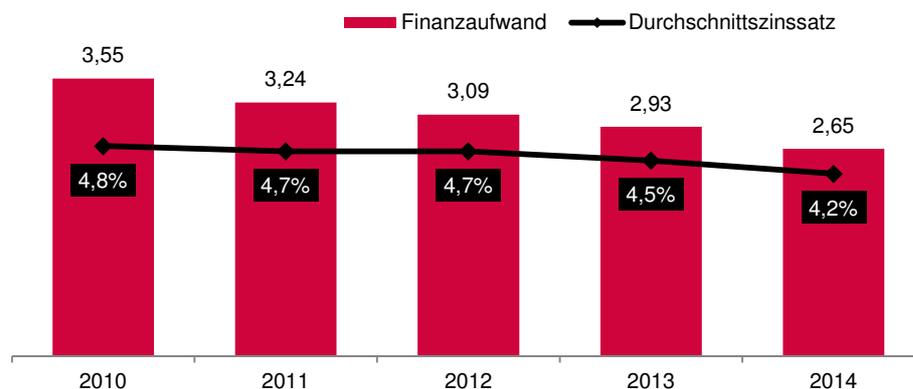
EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Neben den planmäßigen, jedoch nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen des Immobilienvermögens, stellen die Finanzaufwendungen als Folge der überwiegenden Fremdfinanzierung des Immobilienvermögens den wichtigsten Kostenblock der AGROB dar. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg konnte die Gesellschaft dabei sowohl von planmäßigen Tilgungsleistungen als auch von einer sukzessiven Verbesserung der Finanzierungsbedingungen profitieren, was sich in einer tendenziell rückläufigen Entwicklung des Finanzaufwandes niedergeschlagen hat. Bei einem gleichzeitig niedrigen Investitionsniveau wurden die Finanzaufwendungen gegenüber dem Geschäftsjahr 2010 erheblich um 25,2 % reduziert. Gleichzeitig verbesserte sich der zum Jahresende bestehende Durchschnittszinssatz im gleichen Zeitraum von 4,8 % auf 4,2 %.

Finanzaufwand (in Mio. €) und Durchschnittszinssatz zum Jahresende (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der rückläufigen Entwicklung des Finanzaufwandes stand ein deutlicher Anstieg der Steueraufwendungen auf 0,28 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) entgegen, so dass das Nachsteuerergebnis im Vergleich zur operativen Ergebnisentwicklung unterproportional auf 1,72 Mio. € (VJ: 1,61 Mio. €) zugelegt hat. Der zu Beginn des Geschäftsjahres 2014 vollständige Verbrauch der körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge zeichnet für den nachhaltigen Anstieg der Steueraufwendungen verantwortlich.

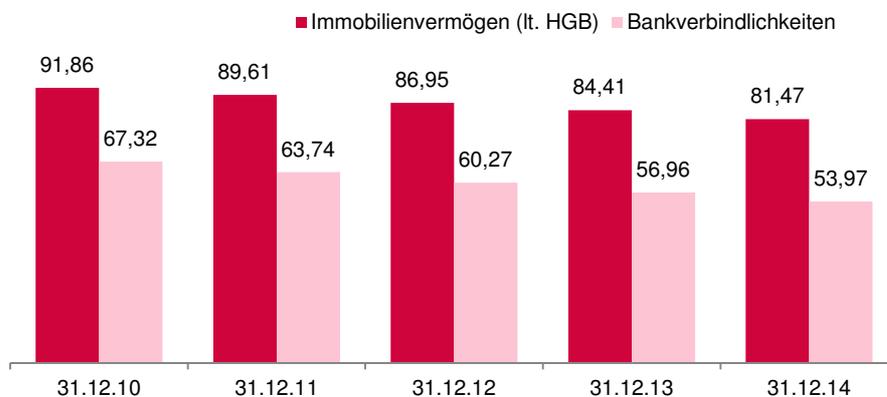
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	21,56	22,47	23,50
EK-Quote (in %)	24,8 %	26,6 %	28,5%
Verkehrswert Eigenkapital	61,05	59,66	63,72
Verkehrswert EK-Quote (in %)	48,2 %	49,0 %	51,9%
Bankverbindlichkeiten	60,27	56,96	53,97
Immobilienvermögen nach Abschlägen	86,95	84,41	81,47
Verkehrswert Immobilienvermögen	126,43	121,60	121,70
Loan-to-Value (LTV)	69,3 %	67,5 %	66,2%
Verkehrswert LTV	47,7 %	46,8 %	44,4%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr war die AGROB in der Lage, die ohnehin soliden Bilanzrelationen weiter zu verbessern. Allen voran zu nennen ist mit einem Anstieg der Eigenkapitalquote auf 28,5 % (31.12.13: 26,6 %) die weitere Annäherung an der von der Gesellschaft anvisierten Zielgröße von 30,0 %. Einerseits ist hier der ergebnisbedingte Anstieg des Eigenkapitals zu erwähnen sowie andererseits die anhaltende Tendenz einer rückläufigen Entwicklung der Bilanzsumme. Die Verkürzung der Bilanzsumme beruht ausschließlich auf dem niedrigen Investitionsniveau der letzten Geschäftsjahre, wodurch sich abschreibungsbedingt der Wertansatz des Immobilienvermögens nach HGB sukzessive gemindert hat. Parallel wurde die Darlehenstilgung fortgesetzt und damit die Bankverbindlichkeiten weiter reduziert:

Anlagevermögen und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

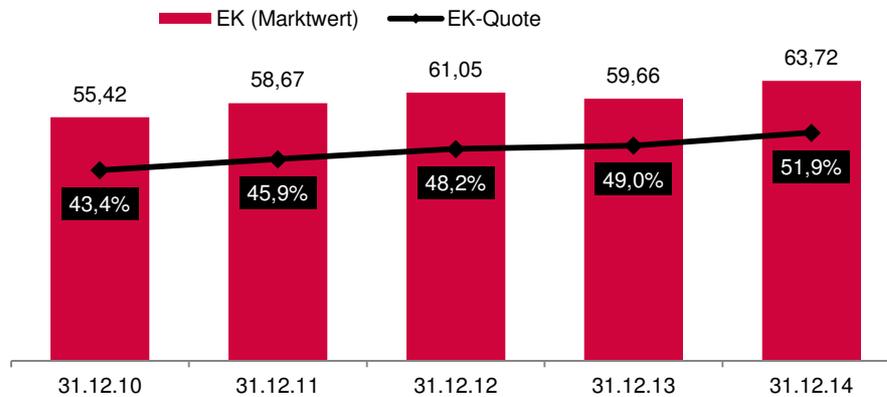
Angesichts anstehender Investitionsvorhaben (siehe Prognosen und Modellannahmen) wird die AGROB künftig wieder einen Anstieg des Anlagevermögens sowie bei der Inanspruchnahme von Bankkrediten ausweisen.

Bei der Analyse der Bilanzrelationen der AGROB gilt es zu beachten, dass es sich hierbei um HGB-Wertansätze handelt, was einer konservativen Vorgehensweise entspricht. Um eine hohe Transparenz zu erreichen, führt die Gesellschaft im regelmäßigen Turnus Wertgutachten des Immobilienvermögens durch. Gemäß dem aktuellen Wertgutachten vom 31.10.2014 liegen die Immobilienmarktwerte (vor pauschalisierten Abschlägen) bei 121,70 Mio. € und damit verfügt die Gesellschaft über erhebliche stille Reserven in Höhe von 40,23 Mio. €.

Werden die stillen Reserven auf das Eigenkapital aufgeschlagen, wie es bei IFRS-bilanzierenden Gesellschaften üblich ist, dann verfügt die AGROB über ein Eigenkapital (nach Marktwerten) in Höhe von 63,72 Mio. € (31.12.13: 59,66 Mio. €) und die dazu

korrespondierende Eigenkapitalquote beläuft sich auf 51,9 % (31.12.13: 49,0 %). Damit weist die AGROB eine für Immobilienunternehmen überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung nach Marktwerten auf.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %) nach Marktwerten



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Cashflow-Entwicklung

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014
Cashflow (operativ)	7,49	7,29
Cashflow (Investition)	-0,82	-0,43
Cashflow (Finanzierung)	-6,31	-5,86

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Mit ihrer Geschäftstätigkeit generiert die AGROB einen hohen Liquiditätszufluss, welcher sich im vergangenen Geschäftsjahr auf 7,29 Mio. € (VJ: 7,49 Mio. €) belief. Die gegenüber dem Vorjahr leicht rückläufige Entwicklung ist in erster Linie eine Folge der höheren ergebniswirksamen jedoch nicht liquiditätswirksamen Auflösung von Rückstellungen im Geschäftsjahr 2014.

Der hohe operative Cashflow in Verbindung mit einer unverändert niedrigen Investitionstätigkeit hat die AGROB dabei erneut in die Lage versetzt, Bankverbindlichkeiten in Höhe von 2,76 Mio. € (VJ: 2,96 Mio. €) zurückzuführen. Insgesamt spricht dies für eine hohe Innenfinanzierungskraft, wobei gleichzeitig der Liquiditätsbestand deutlich auf 0,86 Mio. € (31.12.13: 0,06 Mio. €) ausgebaut wurde.

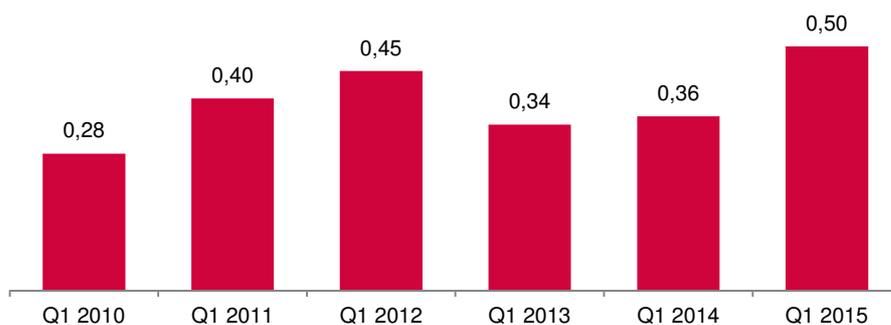
Geschäftsentwicklung Q1 2015

GuV (in Mio. €)	Q1 2013	Q1 2014	Q1 2015
Gesamtleistung	2,73	2,72	2,77
EBITDA (ohne DSCB)	1,98	1,99	2,10
EBIT (ohne DSCB)	1,15	1,15	1,26
Nettoaufwand DSCB	0,12	0,11	0,13
Periodenüberschuss nach DSCB	0,34	0,36	0,50

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die positive Tendenz des Geschäftsjahres 2014 hat sich auch im ersten Quartal 2015 fortgesetzt. Auf Basis einer unverändert hohen Auslastungsquote von 97,4 % konnten im Vergleich zum Vorjahr alle wesentlichen Kennzahlen zum Teil deutlich verbessert werden. Neben der leicht verbesserten Gesamtleistung in Höhe von 2,77 Mio. € (Q1/14: 2,72 Mio. €) ist die operative Ergebnisentwicklung besonders positiv ausgefallen. Speziell beim Periodenüberschuss erzielte die AGROB einen deutlichen Anstieg auf 0,50 Mio. € (Q1/14: 0,36 Mio. €), was den besten Wert der letzten Geschäftsjahre markiert.

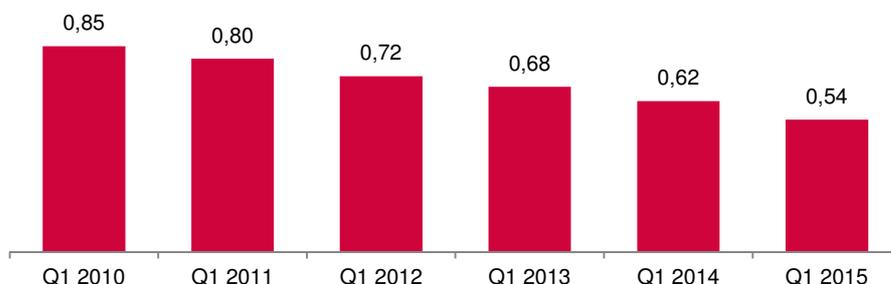
Entwicklung des Periodenüberschusses (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Maßgeblich beigetragen haben dazu, parallel zur verbesserten Gesamtleistung und zur allgemein soliden Kostenentwicklung, die abermals rückläufigen Finanzaufwendungen auf 0,54 Mio. € (Q1/14: 0,62 Mio. €). Besonders in diesem Bereich war die AGROB in der Lage sowohl konditionenseitig als auch aufgrund der fortschreitenden Tilgungsleistungen Einsparungen zu erzielen.

Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Mit dem ersten Quartal ist die AGROB damit sehr gut ins Geschäftsjahr 2015 gestartet und hat folglich die Basis für einen weiteren Ausbau des Umsatz- und vor allem des Ergebnisniveaus gelegt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Äußerst niedrige Leerstandsquote, die unter dem durchschnittlichen Branchenwert liegt und Stabilität in Bezug auf die Mieteinnahmen gewährleistet. • Vorausschauende Finanzplanung und vorzeitige Zinssicherung resultiert in weiter sinkenden Zinsaufwendungen. • Dividendenkontinuität bietet den Aktionären Sicherheit. • Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit. • Eine kontinuierlich verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von bestimmten Ankermietern führt zu geringem Verhandlungsspielraum bei der Prolongation von Mietverträgen. • Spezialisierung auf den Mieterkreis von Medienunternehmen und nahestehenden Unternehmen schafft Abhängigkeiten von der Medienbranche. • Schaffung neuer Flächen und damit zusätzliches Angebot innerhalb Münchens könnte zu einer weiteren Verschärfung innerhalb der Mietpreisverhandlungen führen.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglicht erneute Ergebnisverbesserung. • Erweiterung der Bestandsflächen dürfte zu weiteren Umsatz- sowie Ergebnissteigerungen führen. • Weitere Verknappung des Flächenangebots aufgrund erneuter Rückführung der Leerstände in 2014 sollte die Mietpreise auf einem hohen Niveau halten. • Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eintrübung des Marktumfeldes könnte zu weiteren Eingeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen. • Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilienparks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen. • Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	10,93	11,00	11,27
EBITDA	8,03	8,05	8,27
EBITDA-Marge	73,5%	73,2%	73,4%
EBIT	4,66	4,70	4,70
EBIT-Marge	42,6%	42,7%	41,7%
Jahresüberschuss	1,72	1,90	2,00

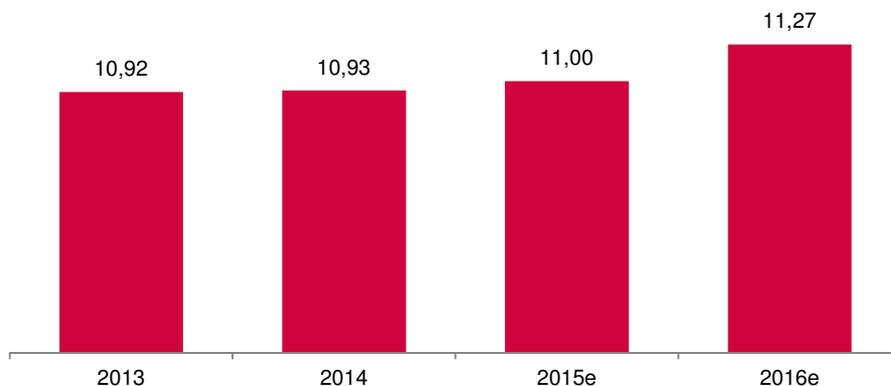
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Infolge nur geringfügiger Schwankungen bei der ohnehin hohen Auslastungsquote weist die AGROB über die letzten Geschäftsjahre hinweg eine sehr solide Umsatzentwicklung auf. Die hohen Auslastungsquoten dürften gemäß unseren Erwartungen auch in den kommenden Geschäftsjahren Bestand haben und infolge dessen rechnen wir zunächst mit einer unverändert stabilen Umsatzentwicklung. Aufgrund der starken Konzentration auf Unternehmen aus dem Medienbereich verfügt der AGROB Medienpark über eine nutzerspezifische Infrastruktur, was in unseren Augen eine hohe Mieterbindung mit sich bringt. Für das laufende Geschäftsjahr 2015 stehen dabei Mietvertragsausläufe in nur geringem Umfang an. Erst für 2016 stehen Vertragsverlängerungen im größeren Umfang an, wobei wir derzeit kein Ausfallrisiko erkennen können.

Ein maßgeblicher Faktor für die künftige Umsatzentwicklung, insbesondere ab dem kommenden Geschäftsjahr 2016, findet sich in der geplanten Flächenerweiterung um insgesamt 2.500 qm im Rahmen eines konkreten und bereits angelaufenen Neubaufvorhabens (Bauquartier GE A7). Vom Mieter „ARRI Rental GmbH“ wurden langfristige Mietzusagen für dieses neue Objekt geleistet, wodurch eine hohe Planungssicherheit gegeben ist. Die Fertigstellung des Projektes, mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von 5,4 Mio. €, soll zu Beginn des Geschäftsjahres 2016 erfolgen und demzufolge rechnen wir mit einer umsatzwirksamen Vermietung im Laufe des ersten Quartals 2016. Unseren Erwartungen zufolge wird das Umsatzniveau der AGROB damit um ca. 0,32 Mio. € p.a. angehoben. Diese Erwartung findet sich in unseren Umsatzschätzungen wieder, wonach wir für 2015 von einer seitwärtsgerichteten Umsatzentwicklung (11,00 Mio. €) ausgehen und einen Umsatzanstieg in 2016 auf 11,27 Mio. € erwarten. Diese Schätzungen liegen in der von der Gesellschaft kommunizierten Bandbreite der Umsatz-Guidance.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



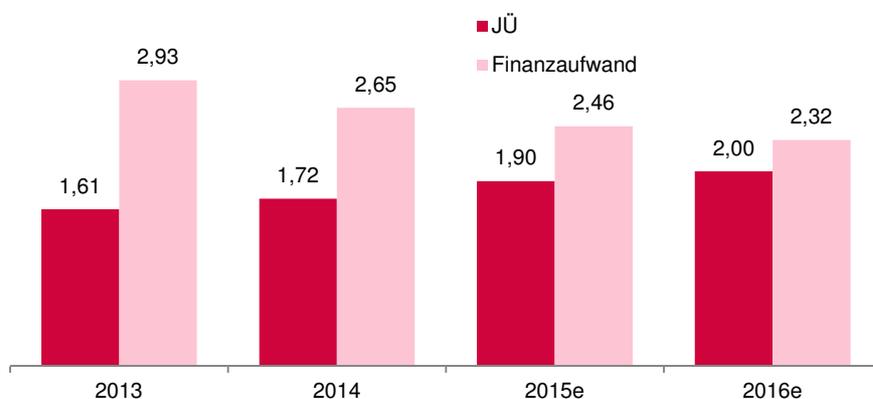
Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Erwartungsgemäß werden die Ergebniskennzahlen von den prognostizierten höheren Umsatzniveaus profitieren. Dabei dürfte die AGROB insbesondere auf Ebene des Nachsteuerergebnisses eine überproportionale Entwicklung vorweisen. Ausschlaggebend hierfür ist einerseits eine weiterhin von uns erwartete stabile operative Kostenentwicklung, welche darüber hinaus von einem Rückgang der Zinsaufwendungen flankiert werden sollte. Dieser bereits in den vergangenen Geschäftsjahren sichtbar gewordene Trend wird sich auch in den kommenden Geschäftsjahren, trotz der anstehenden Investition für das Neubauvorhaben, fortsetzen.

Bei einem Gesamtinvestitionsvolumen von ca. 5,4 Mio. € rechnen wir mit einer Fremdkapitalaufnahme von ca. 3,8 Mio. €, was einer Fremdfinanzierungsquote von 70,0 % entspricht. Ausgehend vom aktuell niedrigen Zinsniveau dürfte die AGROB in der Lage sein, sich günstige Finanzierungsbedingungen zu sichern. Bei einem von uns antizipierten Zinssatz von ca. 1,5 % liegen die erwarteten zusätzlichen jährlichen Finanzierungskosten bei lediglich 57.000 T€. Die Tilgung des Fremdkapitals sowie die anhaltend rückläufige Entwicklung des durchschnittlichen Zinssatzes sollten die zusätzlichen Belastungen überkompensieren und damit insgesamt zu einem Rückgang des Zinsaufwandes führen. Gemäß Unternehmensangaben wird der gewichtete Durchschnittzinssatz nach Inkrafttreten von Bedingungsanpassungen zum 31.12.15 auf 3,88 % (31.12.14: 4,15 %) und zum 31.12.16 auf 3,47 % weiter verbessert werden. Diesen Rückgang haben wir berücksichtigt und gehen folglich von einer im Vergleich zur Umsatzentwicklung überproportionalen Verbesserung des Nachsteuerergebnisses auf 1,90 Mio. € (2015e) sowie auf 2,00 Mio. € (2016e) aus. Diese Schätzungen bewegen sich im oberen Bereich der von der Gesellschaft kommunizierten Prognosebandbreite.

Jahresüberschuss und Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund des vollständigen Verbrauches der Verlustvorträge, wird bei der AGROB zukünftig der volle Körperschaftssteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag) zur Geltung kommen und damit wird die Gesellschaft insgesamt höhere Steueraufwendungen als in der Vergangenheit aufweisen.

NAV-Bewertung

Der **Net Asset Value** (Substanzwert) spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er errechnet sich aus der Summe der Marktwerte der einzelnen Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Dabei bilden bei einer Immobiliengesellschaft im Wesentlichen die Grundstücke und Gebäude die entsprechenden Vermögenswerte.

Der Net Asset Value (NAV) der AGROB Immobilien AG wird auf Basis der gutachterlichen Bewertung der Verkehrswerte zum 31.10.2014 berechnet. Der Immobilienbestand vor pauschalisierten Abschlägen belief sich demnach auf insgesamt 121,70 Mio. € und beinhaltete aufgrund der Bilanzierung nach HGB stille Reserven in Höhe von 40,23 Mio. € (VJ: 37,19 Mio. €). Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 23,50 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 63,72 Mio. € oder 16,36 € je Aktie (VJ: 15,31 €).

Unternehmen	Aktienkurs zum 30.06.15	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	11,55 €	10,80 €	-6,5%
Deutsche Euroshop AG	41,40 €	33,17 €	-19,9%
Deutsche Wohnen AG	21,65 €	18,83 €	-13,0%
Fair Value REIT-AG	7,89 €	8,71 €	+10,4%
Hamborner REIT-AG	9,34 €	8,81 €	-5,7%
KWG Kommunale Wohnen AG	7,85 €	10,75 €	+36,9%
LEG Immobilien	65,61 €	54,53 €	-16,9%
DO Deutsche Office AG	4,28 €	4,51 €	+5,5%
TAG Immobilien AG	10,50 €	10,24 €	-2,5%
VIB Vermögen AG	16,00 €	14,88 €	-7,0%
Mittelwert			-1,9%
AGROB Immobilien AG (VZ)	12,50 €	16,36 €	+30,9%
AGROB Immobilien AG (ST)	13,00 €	16,36 €	+25,8%

Zum 23.06.2015 haben wir eine NAV-Peer-Group-Bewertung durchgeführt und die jeweiligen Differenzen zwischen dem Börsenwert der einzelnen Immobilienunternehmen zum Substanzwert betrachtet. Aufgrund der zuletzt sehr guten Kursperformance vieler Immobilienwerte ergibt sich daraus eine marginale durchschnittliche Überbewertung von derzeit 1,9%, im Vergleich zu einer Unterbewertung von 20,9 % ein Jahr zuvor.

Trotz der positiven Kursentwicklung, sowohl bei den Vorzügen als auch bei den Stämmen, besteht bei der AGROB Immobilien AG weiterhin ein deutlicher Abschlag gegenüber dem NAV je Aktie. Des Weiteren liegt der Abschlag mit 30,9 %, beziehungsweise 25,8 % deutlich über dem durchschnittlichen NAV-Abschlag der anderen Marktteilnehmer. Demnach bestehen bei der AGROB Immobilien AG auch auf Basis der NAV-Bewertung in Zukunft ein gewisses Aufholpotenzial sowie eine im Branchenvergleich derzeit günstige Bewertung.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir aufgrund der Schaffung neuer Vermietungsflächen und Projekte eine Erhöhung der Mieterlöse im Jahr 2016 und 2017 und anschließend eine Steigerung beim Umsatz von 0,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 72,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 15,8 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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 5,4 % (bisher: 6,4 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,3 % (bisher: 4,8 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 16,30 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 15,25 € nach oben hin angepasst. Diese Kurszielanpassung ist größtenteils auf die Reduktion des risikolosen Zinssatzes, zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten zurückzuführen.

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	44,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,3%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	8,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,00	11,27	11,40	11,46	11,51	11,57	11,63	11,69	
US Veränderung	0,6%	2,4%	1,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,14	0,14	0,15	0,16	0,16	0,17	0,17	
EBITDA	8,05	8,27	8,25	8,29	8,33	8,37	8,41	8,46	
EBITDA-Marge	73,2%	73,4%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	72,3%	
EBITA	4,70	4,70	4,75	4,90	5,04	5,18	5,32	5,45	
EBITA-Marge	42,7%	41,7%	41,7%	42,8%	43,8%	44,8%	45,7%	46,6%	44,0%
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,75	-0,75	-0,78	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	
zu EBITA	15,1%	15,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
EBI (NOPLAT)	3,99	3,95	4,00	4,12	4,25	4,36	4,48	4,59	
Kapitalrendite	5,0%	4,9%	4,8%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,5%	6,3%
Working Capital (WC)	-1,05	1,50	1,01	1,02	1,02	1,03	1,03	1,04	
WC zu Umsatz	-9,5%	13,3%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	
Investitionen in WC	0,05	-2,55	0,49	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	81,88	81,30	78,80	76,42	74,13	71,94	69,85	67,85	
AFA auf OAV	-3,35	-3,57	-3,50	-3,39	-3,29	-3,19	-3,09	-3,00	
AFA zu OAV	4,1%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Investitionen in OAV	-3,76	-2,99	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	80,83	82,80	79,82	77,43	75,15	72,97	70,88	68,88	
EBITDA	8,05	8,27	8,25	8,29	8,33	8,37	8,41	8,46	
Steuern auf EBITA	-0,71	-0,75	-0,75	-0,78	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	
Investitionen gesamt	-3,71	-5,54	-0,51	-1,01	-1,01	-1,01	-1,01	-1,01	
Investitionen in OAV	-3,76	-2,99	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	0,05	-2,55	0,49	-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	3,63	1,98	6,98	6,51	6,53	6,55	6,57	6,59	111,74

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	118,13	121,22
Barwert expliziter FCFs	34,88	34,40
Barwert des Continuing Value	83,24	86,82
Nettoschulden (Net debt)	56,58	57,70
Wert des Eigenkapitals	61,54	63,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	61,54	63,52
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,80	16,30

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	5,4%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	23,5%
WACC	4,3%

Kapitalrendite	WACC				
	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%	4,9%
5,8%	19,59	16,63	14,22	12,22	10,53
6,1%	20,90	17,80	15,26	13,16	11,38
6,3%	22,22	18,96	16,30	14,10	12,23
6,6%	23,54	20,13	17,35	15,03	13,09
6,8%	24,86	21,29	18,39	15,97	13,94

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,7,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 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



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