



**Researchstudie (Anno)**

**AGROB Immobilien AG**



**Neues Rekordergebnis bei solider Umsatzentwicklung;  
Zukünftige Finanzierungsbedingungen sollten weitere  
Margenverbesserungen zulassen**

**Kursziel: 20,50 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20**

## AGROB Immobilien AG \*5a,7,11

20,50 EUR

Kursziel: Kaufen

aktueller Kurs / ST: 18,55 EUR  
aktueller Kurs / VZ: 17,75 EUR  
04.07.2017 / MCH / 11:00 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>: 71,01  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 124,51  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 16,8 %  
Freefloat/VZ: 71,7 %

Transparenzlevel:  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

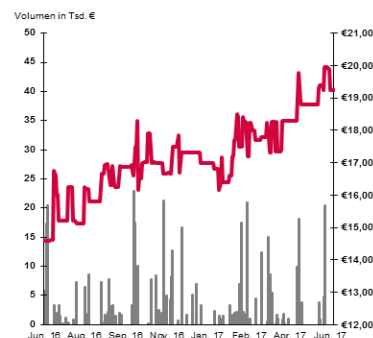
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 10 Stand: 31.12.2016

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 der Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: WAZ Zeitschriftenverlag).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	10,99	11,09	11,29	10,65
EBITDA	7,29	7,96	8,06	7,29
EBIT	3,91	4,45	4,46	3,64
Jahresüberschuss	1,27	2,01	2,13	1,68

### Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,18	0,21	0,23	0,23
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,23	0,26	0,28	0,28

### Kennzahlen

EV/Umsatz	11,33	11,23	11,03	11,69
EV/EBITDA	17,08	15,63	15,45	17,08
EV/EBIT	31,81	27,96	27,93	34,22
KGV	55,89	35,26	33,36	42,18
KBV		2,82		

### Finanztermine

12.07.2017: Hauptversammlung  
30.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
15.12.2016: RG / 19,60 / KAUFEN  
08.07.2016: RG / 17,30 / KAUFEN  
05.07.2016: RG / 17,30 / 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

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 konnte die AGROB Immobilien AG (AGROB) ihre Umsatzerlöse um 0,9% auf 11,09 Mio. € steigern (VJ: 10,99 Mio. €). Hintergrund dieser Umsatzsteigerung ist zum einen die weiterhin äußerst hohe Vermietungsquote der Hauptnutzflächen von 97,7% und zum anderen der zusätzliche Mieterlös aus dem Neubauvorhaben Gebäude 39. Die Umsatzsteigerung wäre zudem noch deutlicher ausgefallen, sofern keine negative Anpassung der Nebenkostenvorauszahlung von rund 0,1 Mio. € angefallen wäre.
- Die gestiegenen Umsatzerlöse wirkten sich überproportional auf das Netto-Ergebnis aus und so konnte ein neues Rekordergebnis der jüngeren Unternehmensgeschichte erzielt werden. Der Jahresüberschuss wurde um 58,3% auf 2,01 Mio. € gesteigert (VJ: 1,27 Mio. €), jedoch war das Vorjahresergebnis durch Rückstellungen für Revitalisierungsmaßnahmen in Höhe von 1,2 Mio. € belastet. Das überaus gute Nachsteuerergebnis konnte durch die hohe Kostendisziplin sowie durch den rückläufigen Finanzaufwand erzielt werden. Der Finanzaufwand beeinflusst weiterhin maßgeblich das Ergebnis und reduziert sich seit Jahren stetig. Der Grund hierfür ist zum einen die konsequente Tilgung von hochverzinsten Darlehen sowie zum anderen die rückläufige Zinslast durch die anhaltende Niedrigzinspolitik der EZB. Hierdurch reduzierte die Gesellschaft den Finanzaufwand auf 2,04 Mio. € (VJ: 2,44 Mio. €) bei einem Durchschnittszinssatz von 3,3% (VJ: 3,6%).
- Die AGROB Immobilien AG weist seit Jahren eine äußerst solide Umsatzentwicklung auf, welche in den wiederkehrenden Mieterlösen und der nahezu vollständigen Vermietung der Hauptnutzflächen begründet ist. Auch zukünftig gehen wir davon aus, dass AGROB durch die nutzerspezifische Infrastruktur eine sehr hohe Mieterbindung erzielen kann und die Umsatzerlöse durch eine sukzessive Erweiterung des Medienparks weiter ausgebaut werden können. Konkret gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 11,29 Mio. € für 2017 bzw. 10,65 Mio. € für 2018 aus. Der Umsatzrückgang im Jahr 2018 erklärt sich aus der kurzfristigen Veränderung der Vermietungssituation. So werden 6.100 qm der Hauptnutzfläche zum 01.12.2017 zurückgegeben. Jedoch gehen wir davon aus, dass eine nahezu Vollvermietung zum Jahr 2019 wieder erreicht wird, da der Standort über eine sehr gute Infrastruktur verfügt und eine hohe Nachfrage nach hochwertigen Standorten besteht.
- Ergebnisseitig sollte das Unternehmen zukünftig auch von dem rückläufigen Finanzaufwand profitieren und mit steigenden Umsatzerlösen sollten überproportionale Netto-Ergebnissteigerungen möglich sein. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen einen Jahresüberschuss von 2,13 Mio. € in 2017 und 1,68 Mio. € in 2018 erwirtschaftet. Analog zu der Umsatzentwicklung erwarten wir auch, dass sich im Jahr 2019 ein Vermietungsniveau wie in den Vorjahren erreichen lässt und die Jahresüberschüsse wieder deutlich über 2 Mio. € liegen werden.
- **Insgesamt ist die AGROB Immobilien AG äußerst solide aufgestellt und beweist mit der Vermietungsquote von 97,9%, welche weit über dem Branchendurchschnitt liegt, dass die angebotenen Flächen äußerst gefragt sind. Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben einen fairen Wert von 20,50 € je Aktie (bisher: 19,60 €) ermittelt. Die Kurszielanpassung beruht auf dem aktualisierten risikolosen Zinssatz sowie den adjustierten Fremdkapitalkosten. Im direkten NAV-Peer-Group-Vergleich ergibt sich zudem eine Bewertung von 20,07 € je Aktie. Somit vergeben wir das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

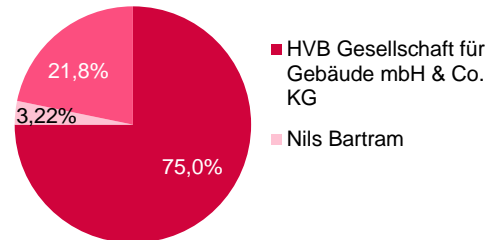
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Stammaktien - WKN 501900 .....	4
Vorzugsaktien - WKN 501903 .....	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2016 .....	8
Umsatzentwicklung 2016 .....	8
Ergebnisentwicklung 2016 .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016 .....	11
SWOT-Analyse .....	14
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>15</b>
Umsatzprognosen .....	15
Ergebnisprognosen .....	16
Bewertung .....	17
Modellannahmen .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis .....	17
DCF-Modell .....	18
NAV-Vergleich zur weiteren Information .....	19
<b>Anhang .....</b>	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

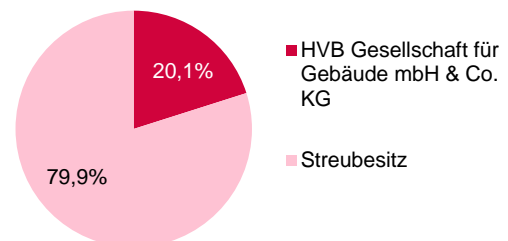
#### Stammaktien - WKN 501900

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Nils Bartram	3,2%
Streubesitz	21,8 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>



#### Vorzugsaktien - WKN 501903

Anteilseigner	
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

### Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG

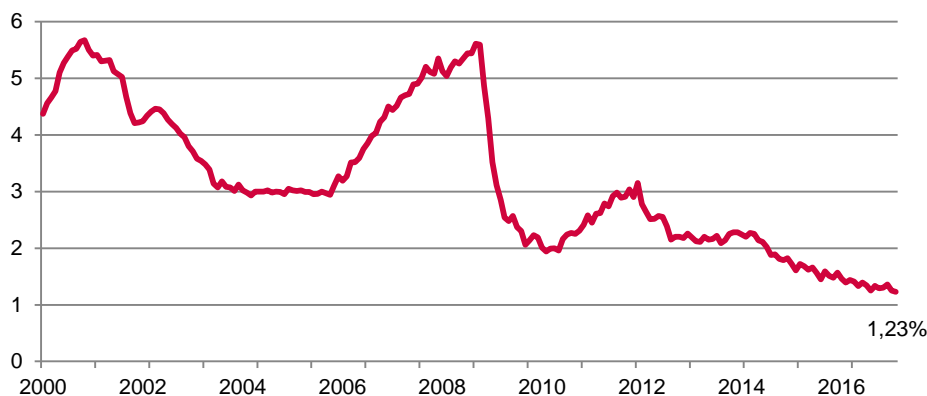
Der Hauptfokus der AGROB Immobilien AG (kurz: AGROB) liegt auf dem Betrieb und der Entwicklung eines Gewerbe- und Medienparks im Nordosten Münchens. Auf einer nahezu voll vermieteten Gesamtnutzfläche in Höhe von ca. 135.668 qm haben sich namhafte und überregional bekannte Firmen aus den Mediensegmenten Rundfunk und Fernsehen, Film- und TV-Produktion sowie aus dem Printbereich, wie etwa Antenne Bayern, ARRI Rental GmbH, Constantin Medien AG, FUNKE Zeitschriften Service, Homeshopping Europe, PLAZAMEDIA etc. angesiedelt. Die Mieterunternehmen können dabei auf eine leistungsfähige Satelliten-Anlage sowie auf ein umfassendes Glasfasernetz zurückgreifen. Die starke sektorale Ausrichtung auf Medienunternehmen hat eine dementsprechend hohe Homogenität bei den Mieterunternehmen zur Folge.



## MARKT UND MARKTUMFELD

Das Marktumfeld der AGROB gewinnt weiter an Attraktivität. Insbesondere durch die fallenden Zinsen lassen sich Immobilienprojekte zunehmend günstiger finanzieren. Dieses zinsgünstige Umfeld bietet speziell der AGROB für die geplante „Süderweiterung“ attraktive Finanzierungsmöglichkeiten. Mit dem Bebauungsplan Nr. 29c, welcher im Dezember 2015 von der Gemeinde Ismaning rechtskräftig verabschiedet wurde, verfügt die AGROB über weitere Bruttogeschossflächen in Höhe von 18.200 qm. Derart umfangreiche Immobilienprojekte werden in der Regel über Fremdfinanzierungsmittel gestemmt, die sich auch am Zinsumfeld orientieren. Darüber hinaus bestehen in dem Unternehmen noch Darlehen, welche zu attraktiveren Konditionen prolongiert werden können und somit den Finanzaufwand weiter senken. Laut Statistiken der Bundesbank liegen die gegenwärtigen Finanzierungszinsen auf einem historischen Allzeittief von 1,23% (MFI-Zinssätze im Euroraum bis 1 Jahr).

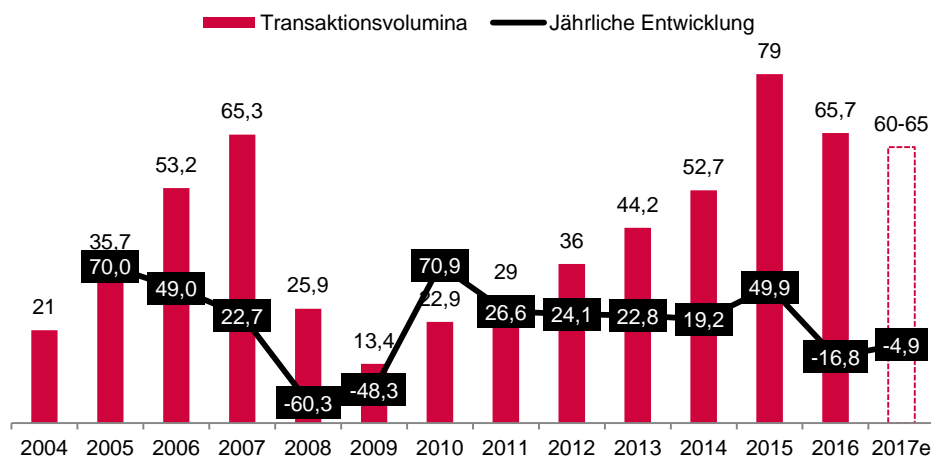
### Euroraumweite MFI-Zinssätze mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung (in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

Gleichzeitig wirkt sich die Niedrigzinspolitik der EZB auch auf den Gesamtmarkt der Immobilienwirtschaft aus. Als Indikator für die Preisdynamik und die Nachfrage nach Objekten im Bereich Immobilien lässt sich das Transaktionsvolumen im Immobilien-Investmentmarkt betrachten.

### Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €



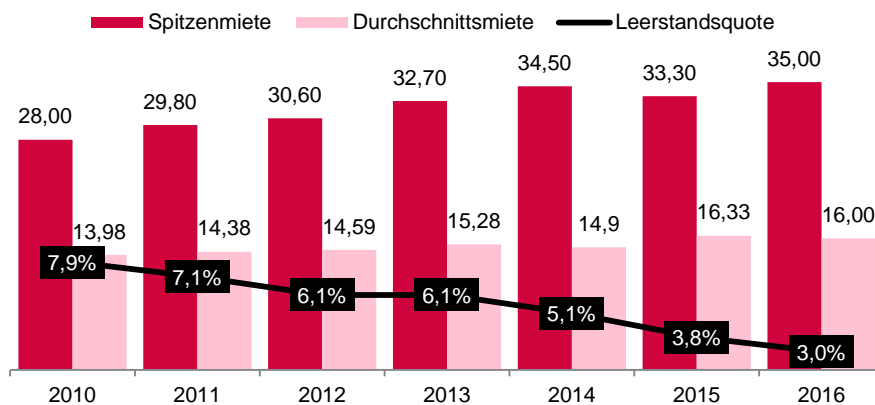
Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Im Zuge der Immobilienkrise im Jahr 2008 in den USA sank das Transaktionsvolumen in Deutschland auf einen Tiefpunkt von 13,4 Mrd. € (2009). Dennoch waren gerade im

internationalen Vergleich die Preisrückgänge in Deutschland moderat, da vor allem deutsche Immobilien als „sicherer Hafen“ gelten. Im Zuge der Niedrigzinspolitik der EZB dehnte sich das Transaktionsvolumen zunehmend aus und überstieg 2015 mit 79 Mrd. € das Vorkrisenniveau deutlich. Die Nachfrage erstreckt sich über alle Segmente von Hotels, Logistik- und Industrieimmobilien sowie auf Studentenwohnheime. Nach 2015 setzte ein leicht gegenläufiger Trend mit sinkendem Transaktionsvolumen ein. Hintergrund dieser Entwicklung ist nicht die Nachfrage, welche weiterhin steigt, sondern der Mangel an passenden Angeboten. Die fehlenden Anlagealternativen veranlassen potentielle Verkäufer, selbst zu höchsten Preisen dazu, ihre Objekte weiterhin im Eigenbesitz zu halten. Somit zeigt sich, dass sich AGROB in einem höchst attraktiven Marktumfeld befindet.

Der AGROB-Immobilienpark liegt mit dem Sitz in Ismaning direkt im Einzugsgebiet von München und unterliegt auch der Münchener Immobilienpreisdynamik. München ist seit Jahren im deutschlandweiten Vergleich der gefragteste und teuerste Mietmarkt. Dies wird deutlich an den kontinuierlich steigenden Spitzenmieten von nun 35,00 €/m<sup>2</sup> (VJ: 33,30 €/m<sup>2</sup>) im Büromarkt sowie der weiter fallenden Leerstandsquote auf 3,0% (VJ: 3,8%). Die überdurchschnittliche Vermietungsleistung und die geringe Flächenverfügbarkeit im Stadtgebiet sorgen für einen leichten durchschnittlichen Mietpreissrückgang um 2% auf 16,00 €/m<sup>2</sup> (VJ: 16,33 € €/m<sup>2</sup>). Hintergrund dieser Entwicklung ist die Verschiebung der Vermietungsaktivitäten ins günstigere Umland. Sofern das Stadtgebiet isoliert betrachtet wird, steigerte sich die Durchschnittsmiete um weitere 2% auf 17,70 €/m<sup>2</sup>. Insgesamt wird der Münchener Immobilienmarkt durch geringe Flächenverfügbarkeit und wenig Neubautätigkeit bestimmt. Während Mieter zunehmend Schwierigkeiten haben geeignete Flächen zu finden und dementsprechend Kompromisse eingehen müssen, können Vermieter vielerorts höhere Mietpreise durchsetzen. Dies führt zunehmend dazu, dass Unternehmen ins Münchener Umland ziehen. Somit gewinnt der Medienstandort AGROB auch durch externe Einflüsse sehr stark an Attraktivität.

**Bürovermietung in München**



Quelle: Colliers International, GBC AG

Allgemein befindet sich die AGROB in einem sehr attraktiven Marktumfeld. Das niedrige Zinsniveau ermöglicht eine günstige Finanzierung und steigert gleichzeitig die Immobiliennachfrage durch fehlende Anlagealternativen. Gleichzeitig liegt der AGROB Medienpark direkt an dem gefragtesten Standort in Deutschland und verfügt somit über eine hohe Nachfrage nach geeigneten Flächen mit sehr guter Infrastruktur im Bereich Medien.

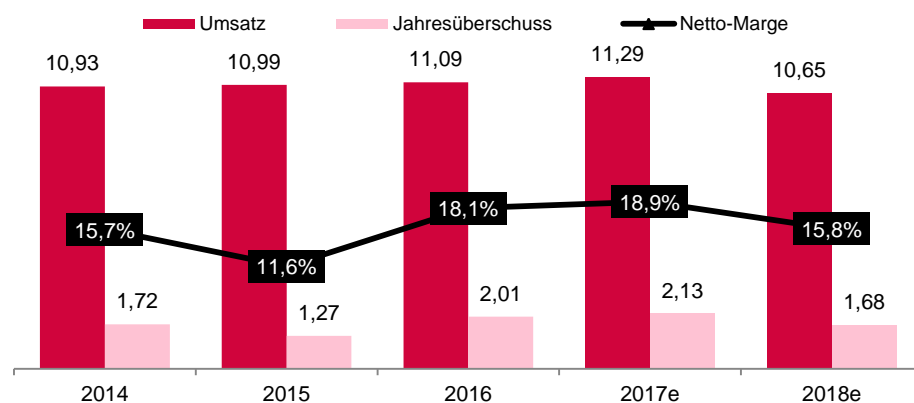
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	10,93	10,99	11,09	11,29	10,65
Sonstige betriebliche Erträge	0,15	0,78	0,31	0,20	0,20
Personalaufwand	-0,83	-0,97	-1,12	-1,10	-1,13
Abschreibung auf Sachanlagen	-3,37	-3,38	-3,51	-3,60	-3,65
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,04	-3,34	-2,14	-2,15	-2,25
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,65	-2,44	-2,04	-1,89	-1,60
<b>EBIT</b>	<b>2,18</b>	<b>1,72</b>	<b>2,59</b>	<b>2,75</b>	<b>2,22</b>
Steuern	-0,28	-0,27	-0,40	-0,44	-0,36
Sonstige Steuern	-0,17	-0,18	-0,17	-0,18	-0,18
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,72</b>	<b>1,27</b>	<b>2,01</b>	<b>2,13</b>	<b>1,68</b>
EBITDA	8,03	7,29	7,96	8,06	7,29
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	73,5%	66,3%	71,8%	71,4%	68,4%
EBIT	4,66	3,91	4,45	4,46	3,64
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	42,6%	35,6%	40,2%	39,5%	34,2%
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 €	0,18	0,18	0,21	0,23	0,23
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,23	0,23	0,26	0,28	0,28

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Geschäftsentwicklung und Prognose



Quelle: GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	10,93	10,99	11,09
EBITDA	8,03	7,29	7,96
EBITDA-Marge	73,5%	66,3%	71,8%
EBIT	4,66	3,91	4,45
EBIT-Marge	42,6%	35,6%	40,2%
Jahresüberschuss	1,72	1,27	2,01
EPS in €	0,35	0,23	0,41

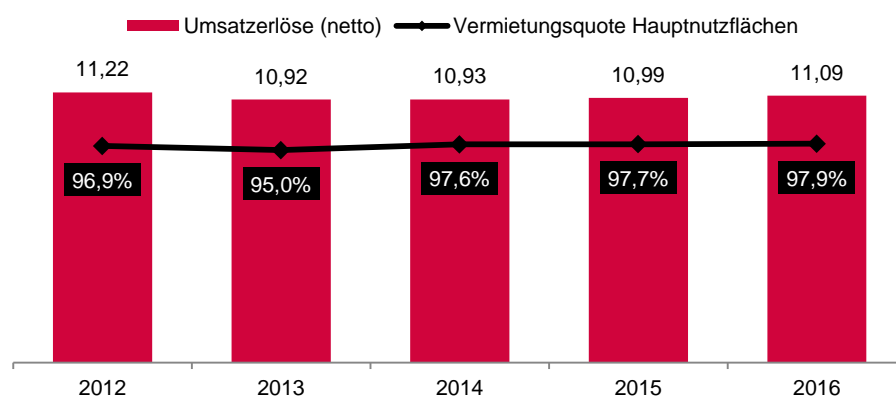
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2016

Im Geschäftsjahr 2016 konnte die AGROB Immobilien AG (AGROB) die Umsatzerlöse abermals steigern und erhöhte den Umsatz um 0,9% auf 11,09 Mio. € (VJ: 10,99 Mio. €). Hintergrund dieser weiterhin konstanten Umsatzentwicklung ist die unverändert hohe Vermietungsquote bei einem gleichzeitig leichten Ausbau der nutzbaren Mietflächen. Darüber hinaus wären die Umsatzsteigerungen noch deutlicher ausgefallen, sofern nicht eine negative Anpassung der Nebenkostenvorauszahlungen von rund 0,1 Mio. € erfolgt wäre.

Hervorzuheben ist zudem die hohen Vermietungsquote der Hauptnutzflächen der AGROB, welche weit über dem Branchendurchschnitt liegt. So konnte das Unternehmen die bereits sehr hohe Vermietungsquote von 97,7% im Vorjahr auf 97,9% im GJ 2016 steigern, was abermals zeigt wie gefragt die Flächen der AGROB sind. Insgesamt ist es der Gesellschaft gelungen, bei einer fristgerechten Rückgabe von Hauptnutzflächen in Höhe von 1.373 qm, vakante Flächen in Höhe von 1.716 qm neu zu vermieten und so in Summe einen Anstieg der vermieteten Flächen von 343 qm zu erreichen. Weiterhin wurden im Rahmen des Neubaus „Gebäude 39“ weitere Flächen von insgesamt 2.155 qm an die Firmen ARRI Rental und Zafaco vermietet. Somit steigerte das Unternehmen die umsatz- und ergebniswirksamen Hauptnutzflächen auf 94.262 qm (VJ: 91.764 qm).

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



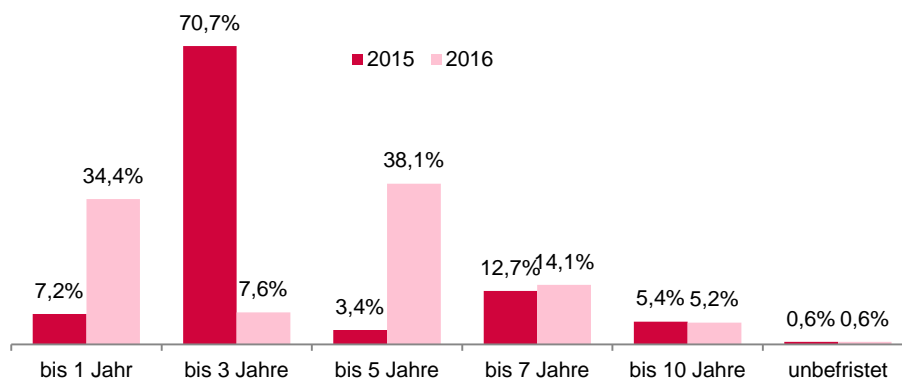
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Neben der sehr hohen Vermietungsquote sind auch die Laufzeiten der Mietverträge äußerst solide strukturiert. Im Vorjahrszeitraum hatten noch 70,7% der Mietverträge eine Laufzeit bis zu 3 Jahren, jedoch konnte die Gesellschaft schon frühzeitig einen Großteil dieser Verträge prolongieren und eine Verbesserung der Laufzeitstruktur erzielen.

Dementsprechend wurden 38,1% der Mietverträge auf bis zu 5 Jahre prolongiert, mit Ausnahme des bis Ende 2017 laufenden Mietvertrages mit PLAZAMEDIA. Insgesamt

sind somit die Umsatzerlöse bis Ende 2017 vollumfänglich sicher gestellt. Am 29.06.2017 wurde von der Gesellschaft eine Veränderung der Vermietsituation gemeldet. So werden Hauptnutzflächen in Höhe von 6.100 qm der PLAZAMEDIA GmbH zum 12.2017 zurückgegeben. Demgegenüber wurden die Mietverträge der übrigen 16.600 qm durch die PLAZAMEDIA GmbH bis zum 31.12.2021 verlängert. Somit gehen wir davon aus, dass für das Jahr 2018 eine geringere Vermietungsquote erzielt wird. Jedoch sind die Flächen im AGROB Medienpark äußerst gefragt und dementsprechend erwarten wir, dass das historische Vermietungsniveau von über 97% zum Jahr 2019 wieder erreicht werden sollte. Folglich schätzen wir das Mieterportfolio der AGROB unverändert als sehr zuverlässig ein und gehen davon aus, dass die nutzerspezifische Ausstattung des Medienparks auch zukünftig Mieter langfristig an den Standort binden wird.

### Laufzeitstruktur der Mietverträge zum 31.12.2016



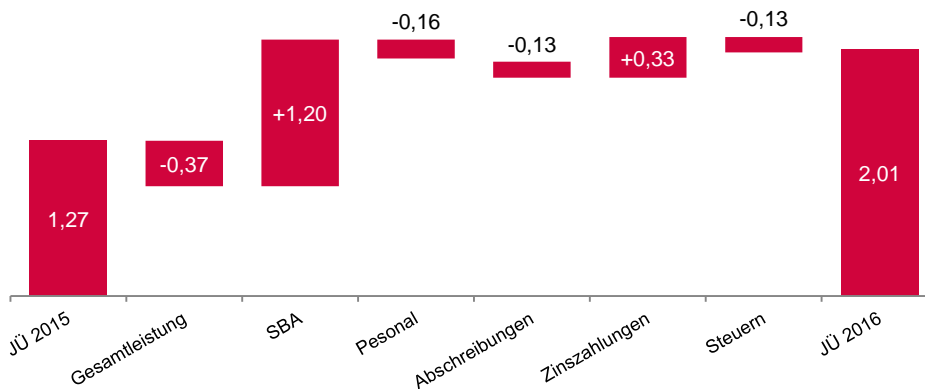
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 2016

Die gute Umsatzentwicklung schlug sich überproportional auf das Ergebnis nieder und so erreichte das Netto-Ergebnis das obere Ende der unternehmensseitigen Prognose.

Das EBITDA steigerte sich deutlich um 9,2% auf 7,96 Mio. € (VJ: 7,29 Mio. €), jedoch wirkten sich im Vorjahreszeitraum negative Sondereffekte in Höhe von 0,65 Mio. € auf das EBITDA aus. Bereinigt um diese Sondereffekte wurde somit ein EBITDA-Wachstum von 2,5% erzielt, was ein überproportionales Ergebniswachstum zum Umsatz bedeutet und vornehmlich auf der Kostendisziplin des Unternehmens beruht.

### Ergebnis-Brücke (in Mio. €)



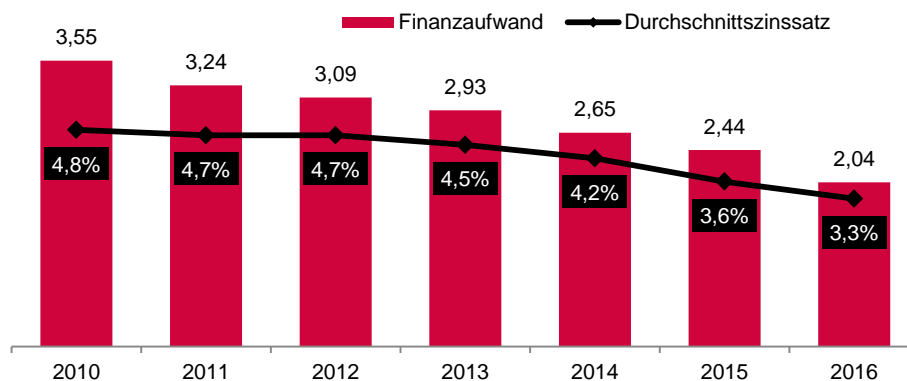
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Noch deutlicher wurde die Ergebnisverbesserung auf Netto-Ebene, hier konnte ein neues Rekordergebnis in Höhe von 2,01 Mio. € (VJ: 1,27 Mio. €) erzielt werden, was einem Ergebniswachstum von 58,3% entspricht. Neben den operativen Verbesserungen, welche zu Ergebnissteigerungen führten, wurde das Vorjahresergebnis maßgeblich durch Rückstellungen für Revitalisierungsmaßnahmen in Höhe von 1,2 Mio. € belastet.

Kostentreiber waren im GJ 2016 die höheren Abschreibungen, welche sich planmäßig im Rahmen des Neubauvorhabens „Gebäude 39“ um 4,0% auf 3,51 Mio. € (VJ: 3,38 Mio. €) erhöht haben. Weiterhin stiegen die Personalkosten um 16,3% auf 1,12 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) an. Hintergrund ist die Einstellung eines zusätzlichen Mitarbeiters, sowie Aufwendungen für die Findung des zukünftigen Vorstandsvorsitzenden Achim Kern, welcher zum 01.10.2017 die Nachfolge von Herrn Stephan Fuchs antreten wird. Somit ist der Personalaufwand vornehmlich durch einen Einmaleffekt geprägt und sollte nicht im gleichen Umfang in den kommenden Jahren ansteigen.

Kostenseitig ist weiterhin der Finanzaufwand eine der wichtigsten Positionen, welche maßgeblich die Ergebnisentwicklung beeinflusst. Hier profitiert die AGROB von dem seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsniveau und kann so sukzessive bessere Zinskonditionen verhandeln. Der Durchschnittszinssatz reduzierte sich zum Jahresende 2016 auf 3,3% im Vergleich zu 3,6% im Vorjahr. Konkret bedeutet dies eine Reduzierung des Finanzaufwands von 2,44 Mio. € (GJ 2015) auf 2,04 Mio. € (GJ 2016).

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Insgesamt beweist das Unternehmen eine strenge Kostendisziplin und kann gleichzeitig die Hauptnutzflächen sukzessive ausbauen. Mit den steigenden Umsatzerlösen kann die AGROB dementsprechend leichte Skaleneffekte heben, welche sich auf das Netto-Ergebnis auswirken. Durch die sehr hohen Vermietungsquoten herrscht zudem eine hohe Planungssicherheit vor, welche sich auch in unseren Prognosen widerspiegelt. So wurde im GJ 2016 die GBC-Prognose nahezu perfekt erfüllt mit einem Umsatz von 11,09 Mio. € (GBC Prognose: 11,11 Mio. €) und einem Jahresüberschuss von 2,01 Mio. € (GBC: 2,04 Mio. €).

#### GBC Prognosen im Vergleich zum erzielten Unternehmensergebnis

in Mio. €	GJ 2016	GBC Prognose	Δ Prognose
Umsatzerlöse	11,09	11,11	-0,1%
EBITDA	7,96	8,26	-3,6%
Jahresüberschuss	2,01	2,04	-1,5%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

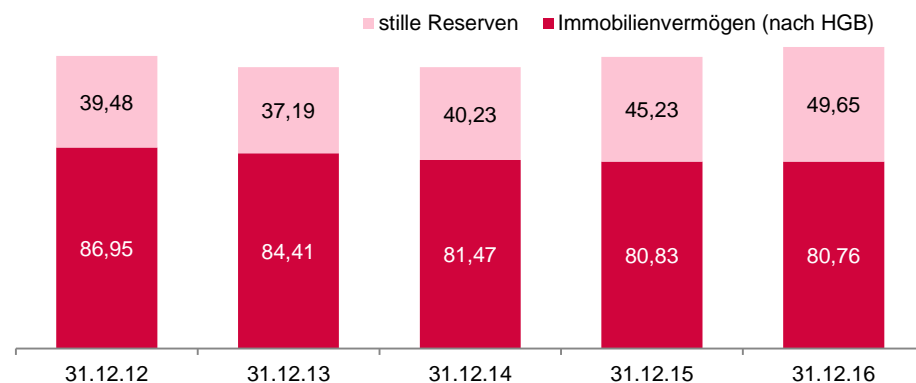
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

in Mio. €	31.12.14	31.12.15	31.12.16
Eigenkapital	23,50	23,99	25,22
EK-Quote (in %)	28,5%	28,5%	29,6%
Verkehrswert Eigenkapital	63,72	69,21	74,86
Verkehrswert EK-Quote (in %)	49,0%	51,9%	53,5%
Bankverbindlichkeiten	53,97	54,36	54,02
Bilanzansatz Immobilienvermögen	81,47	80,83	80,76
Verkehrswert Immobilienvermögen	121,70	126,06	130,41
Loan-to-Value (LTV)	66,2%	67,3%	66,9%
Verkehrswert LTV	44,3%	43,1%	41,4%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Zu beachten ist, dass die AGROB Immobilien AG nach HGB bilanziert und dementsprechend äußerst konservative Wertansätze für das Immobilienvermögen in der Bilanz ausweist. Gemäß HGB wird nicht der aktuelle Marktwert der Immobilien bilanziert, sondern der Vermögenswert nach dem Anschaffungs- und Herstellungskostenprinzip bestimmt. Folglich liegt der Wert des Immobilienvermögens in der AGROB Bilanz stets signifikant unter dem des aktuellen Verkehrswerts und somit existieren hohe stille Reserven, die nicht in der Bilanz erfasst sind. Gemäß der im Oktober 2016 durchgeführten Neubewertung des Immobilienvermögens ergibt sich ein Gesamtwert des Immobilienvermögens (vor pauschalisierten Abschlägen) in Höhe von 130,41 Mio. €. Dem gegenüber steht ein bilanzielles Immobilienvermögen von 80,76 Mio. € und dementsprechend ergeben sich stille Reserven in Höhe von 49,65 Mio. €.

### Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)



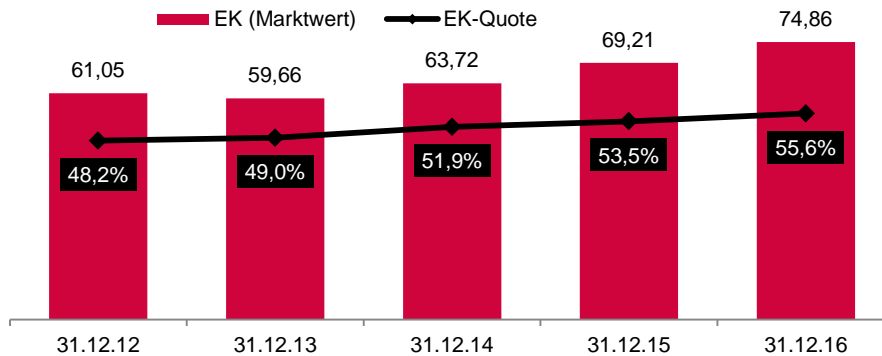
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die stillen Reserven um 4,42 Mio. € auf 49,65 Mio. €. Hintergrund des Anstiegs ist insbesondere das Neubauvorhaben „Gebäude 39“, welches mit 4,95 Mio. € erstmalig zur Marktbewertung beigetragen hat.

Per 31.12.2016 weist die Gesellschaft ein bilanzielles Eigenkapital in Höhe von 25,22 Mio. € aus (31.12.2015: 23,99 Mio. €) und hat damit eine leicht über dem Branchenschnitt liegende Eigenkapitalquote von 29,6% (31.12.2015: 28,5%). Die Steigerungen des Eigenkapitals sind auf höhere Gewinnrücklagen zurückzuführen. Zudem wurde auf der Hauptversammlung eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln beschlossen, um das gezeichnete Kapital von 10,00 Mio. € auf 11,69 Mio. € zu erhöhen. Finanziert wurde diese Maßnahme ausschließlich aus Gewinnrücklagen und führt dazu, dass der rechnerische Anteil am Grundkapital je Stückaktie genau 3,00 € beträgt. Diese ermöglicht es der Gesellschaft zukünftig Kapitalmaßnahmen durchzuführen. Sofern die stillen Reserven von 49,65 Mio. € bei der Eigenkapitalbestimmung mit einbezogen werden, beläuft

sich der Verkehrswert des Eigenkapitals auf 74,86 Mio. € mit einer entsprechenden Eigenkapitalquote von 53,5%. Damit weist die AGROB im Marktvergleich eine deutliche höhere Eigenkapitalausstattung als der Branchendurchschnitt aus und ist somit äußerst solide finanziert.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

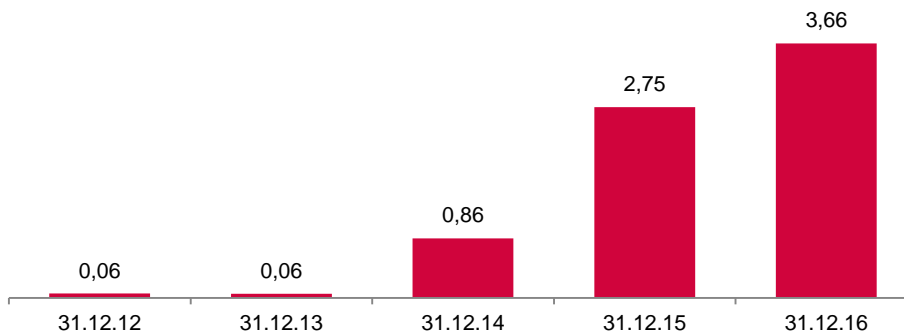
Durch das Vermietungsgeschäft der AGROB hat das Unternehmen typischerweise stets hohe Liquiditätszuflüsse, was sich im hohen operativen Cashflow von 7,27 Mio. € (VJ: 7,09 Mio. €) widerspiegelt. Die in 2016 erfolgten Investitionen in Höhe von 3,38 Mio. € setzen sich vornehmlich aus der Finalisierung des „Gebäude 39“ (2,13 Mio. €) sowie der AGROB-Süderweiterung (1,13 Mio. €) zusammen. Unseres Erachtens sind die Investitionen äußerst werthaltig und tragen langfristig zur Steigerung des Unternehmenswertes bei.

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Cashflow (operativ)	7,29	7,09	7,27
Cashflow (Investition)	-0,43	-2,71	-3,38
Cashflow (Finanzierung)	-5,86	-2,49	-2,98
Summe	1,00	1,89	0,91

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

In Summe konnte das Unternehmen durch den hohen operativen Cashflow und die vergleichsweise geringen Investitionen sogar Bankverbindlichkeiten in Höhe von 3,15 Mio. € (VJ: 2,86 Mio. €) zurückzuführen. Dies spricht für die starke Innenfinanzierungskraft des Unternehmens. Insgesamt erhöhten sich durch die starke operative Leistung des Unternehmens die liquiden Mittel auf 3,66 Mio. € (VJ: 2,75 Mio. €)

#### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung Q1 2017

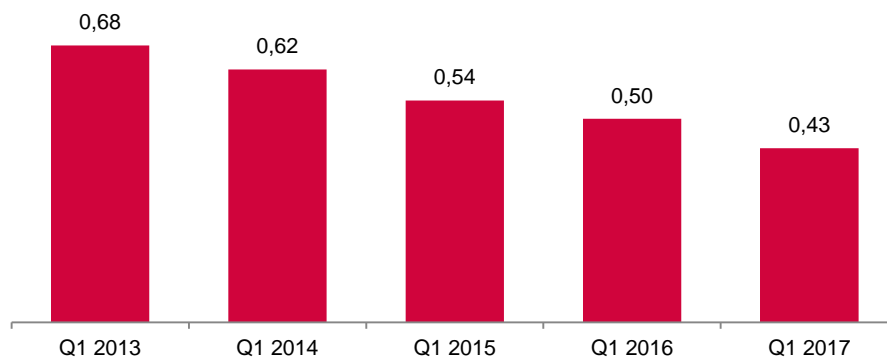
GuV (in Mio. €)	Q1 2015	Q1 2016	Q1 2017
Gesamtleistung	2,77	2,86	2,87
EBITDA (ohne DSCB*)	2,10	2,04	2,09
EBIT (ohne DSCB)	1,26	1,20	1,20
Nettoaufwand DSCB	0,13	0,08	0,03
Periodenüberschuss nach DSCB	0,50	0,53	0,76

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG, \*DSCB: Pensionseffekte der Deutsche Steinzeug

Im ersten Quartal 2017 konnte AGROB die solide Geschäftsentwicklung weiter fortsetzen und erhöhte die Gesamtleistung um 0,5% auf 2,87 Mio. € (VJ: 2,86 Mio. €). Gleichsam konnten weitere Vermietungserfolge erzielt werden und so ist nun die gesamte Hauptnutzfläche des Gebäudes 39, bis auf eine geringfügige Lagerfläche, vollvermietet. Darüber hinaus wurde auch die Restfläche des Gebäude 04 vollständig vermietet. Somit zeigt sich, dass die Flächen in dem Medienpark weiterhin äußerst gefragt sind und so wurde abermals eine Vermietungsquote von 98% erzielt, welche weit über dem Branchendurchschnitt liegt.

Kostenseitig sind planmäßig die Abschreibungen um 5,1% auf 0,89 Mio. € (VJ: 0,84 Mio. €) angestiegen. Hintergrund hierfür ist das Neubauvorhaben „Gebäude 39“. Auch der wesentliche Ergebnistreiber, die Finanzaufwendungen, konnten im ersten Quartal abermals deutlich um 14,4% auf 0,43 Mio. € (VJ: 0,50 Mio. €) gesenkt werden. Diese positive Entwicklung konnte AGROB durch die sukzessive Tilgung sowie durch verbesserte Zinskonditionen erzielen.

### Finanzaufwendungen auf Q1-Basis (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Durch diese Verbesserung der Kostenbasis konnte auch eine deutliche Steigerung des Periodenergebnisses erzielt werden und so erhöhte sich dieses um 10,5% auf 1,60 Mio. € (VJ: 1,45 Mio. €). Insgesamt trägt das erste Quartal erwartungsgemäß zum avisierten Gesamtjahresergebnis bei und zeigt die stetigen operativen Verbesserungen des Unternehmens.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Äußerst niedrige Leerstandsquote, die weit unter dem durchschnittlichen Branchenwert liegt und Stabilität in Bezug auf die Mieteinnahmen gewährleistet.</li> <li>• Vorausschauende Finanzplanung und vorzeitige Zinssicherung resultiert in weiter sinkenden Zinsaufwendungen.</li> <li>• Dividendenkontinuität bietet den Aktionären Sicherheit.</li> <li>• Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit.</li> <li>• Eine kontinuierlich verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit von bestimmten Ankermietern führt zu geringem Verhandlungsspielraum bei der Prolongation von Mietverträgen.</li> <li>• Spezialisierung auf den Mieterkreis von Medienunternehmen und nahestehenden Unternehmen schafft Abhängigkeiten von der Medienbranche.</li> <li>• Schaffung neuer Flächen und damit zusätzliches Angebot innerhalb Münchens könnte zu einer weiteren Verschärfung innerhalb der Mietpreisverhandlungen führen.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitere Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglicht erneute Ergebnisverbesserung.</li> <li>• Erweiterung der Bestandsflächen dürfte zu weiteren Umsatz- sowie Ergebnissteigerungen führen.</li> <li>• Erwartete Verknappung des Flächenangebots aufgrund erneuter Rückführung der Leerstände in 2015 sollte die Mietpreise auf einem hohen Niveau halten.</li> <li>• Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eintrübung des Marktumfeldes könnte zu weiteren Zugeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen.</li> <li>• Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilienparks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen.</li> <li>• Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge.</li> </ul>

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	11,09	11,29	10,65
EBITDA	7,96	8,06	7,29
EBITDA-Marge	71,8%	71,4%	68,4%
EBIT	4,45	4,46	3,64
EBIT-Marge	40,2%	39,5%	34,2%
Jahresüberschuss	2,01	2,13	1,68

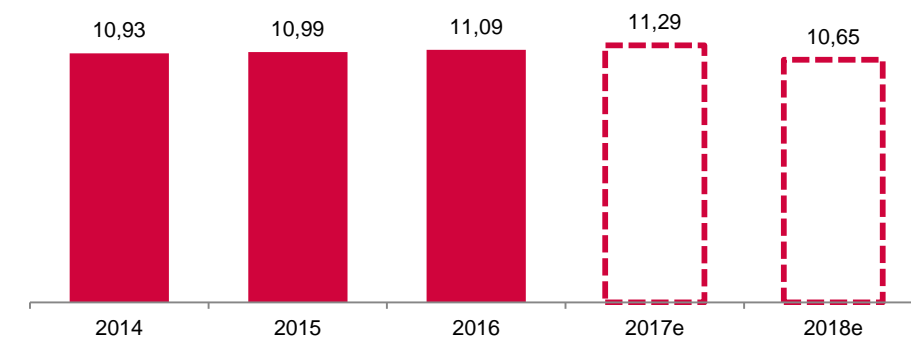
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Die AGROB Immobilien AG weist durch die wiederkehrenden Mieterlöse und der sehr hohen Vermietungsquote seit Jahren eine äußerst solide Umsatzentwicklung auf. Unseres Erachtens sollten auch in den zukünftigen Jahren die Vermietungsquoten weiterhin auf sehr hohem Niveau bleiben und infolge dessen rechnen wir mit einer unverändert stabilen Umsatzentwicklung. Darüber hinaus bietet der Medienpark eine nutzerspezifische Infrastruktur, welche eine sehr hohe Mieterbindung mit sich bringt. Für das laufende Geschäftsjahr 2017 stehen zunächst keine größeren Mietvertragsausläufe an. Erst im GJ 2018 stehen umfangreichere Vertragsverlängerungen an, wobei wir gegenwärtig kein Ausfallrisiko erkennen können.

Das im Geschäftsjahr 2016 finalisierte Neubauvorhaben „Gebäude 39“ lieferte bereits zum Geschäftsjahr 2016 anteilig wichtige Umsatzbeiträge. Für die kommenden Jahre sollten sich diese Umsatz- und Ergebnisbeiträge vollumfänglich auswirken. Im Zuge dessen wurde auch im Rahmen der Zahlen aus dem ersten Quartal 2017 bereits die unternehmenseigene Prognose von einem 2017er Umsatz in Höhe von 11,2-11,4 Mio. € und einem Netto-Ergebnis von 2,1-2,2 Mio. € bestätigt. Auch unsere Prognosen bewegen sich in diesem Korridor und wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 11,29 für das GJ 2017 bzw. 10,65 Mio. € für das GJ 2018. Hintergrund für den Umsatzrückgang im Jahr 2018 sind zurückgegebene Hauptnutzflächen in Höhe von 6.100 qm der PLAZAMEDIA GmbH zum 12.12.2017. Jedoch wurden analog hierzu Hauptnutzflächen von ca. 16.600 qm von der PLAZAMEDIA GmbH bis zum 31.12.2021 verlängert. Somit erwarten wir, dass mittelfristig Mieteinkünfte von ca. 0,84 Mio. € zwischenzeitig nicht verbucht werden können. Die hohe Attraktivität des AGROB Medienparks sollte jedoch genügend Nachfrage erzeugen um eine historische Vermietungsquote von über 97% abermals im Jahr 2019 zu erzielen. Dementsprechend gehen wir in unserem DCF-Modell von einem deutlich höheren Umsatzniveau in 2019 aus und unseres Erachtens sollten Umsatzerlöse in Höhe von 11,51 Mio. € im Jahr 2019 erzielt werden können.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

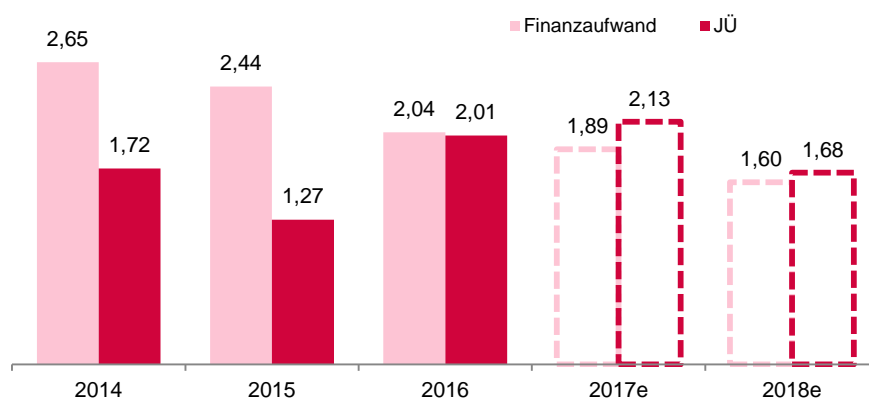


Im Rahmen der Süderweiterung (Bebauungsplan 29c) wurden zudem Bruttogeschossflächen in Höhe von 18.200 qm geschaffen. Zunächst liegen noch keine konkreten Abnahmeerklärungen oder mögliche vermietbare Bauvorhaben an, jedoch spielt diese Flächen zukünftig eine wichtige Rolle, wenn es um einen zusätzlichen Ausbau des Geländes geht. Zurzeit führt die Gesellschaft die notwendigen Infrastrukturausbauten durch, um das Gelände attraktiv und nutzbar zu machen (Strom, Gas, Wasser und verbesserte Straßenanbindung). Zurzeit sind potenzielle Erlöse aus der Süderweiterung noch nicht in unseren Prognosen reflektiert, jedoch werden wir bei einem konkreten Bauvorhaben für vermietbare Flächen unser Bewertungsmodell entsprechend anpassen.

### Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig sollte AGROB deutlich von den steigenden Umsatzerlösen profitieren. Langfristig erwarten wir, dass das Netto-Ergebnis überproportional von der hohen Kostendisziplin sowie den rückläufigen Finanzaufwendungen partizipiert. Hier profitiert das Unternehmen von dem seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsniveau und kann so deutlich bessere Kreditkonditionen verhandeln. Analog hierzu erfolgt die sukzessive Tilgung von Krediten und so konnte der Finanzaufwand stetig reduziert werden. Wir gehen davon aus, dass auch zukünftig diese Strategie erfolgreich verfolgt werden kann und dass auch bei anstehenden Neubaumaßnahmen im Rahmen der Süderweiterung ebenfalls günstige Konditionen verhandelt werden können. Konkret erwarten wir, dass sich der Finanzaufwand von 2,04 Mio. € in 2016 auf 1,89 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr (2017) reduzieren wird und im Jahr 2018 weiter auf 1,60 Mio. € fallen wird.

### Prognose Finanzaufwand und Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Im Rahmen unserer Prognose gehen wir nicht von einer weiteren Kreditaufnahme aus, da die gegenwärtigen Investitionen im Zuge der Süderweiterung noch vergleichsweise gering sein sollten. Unseres Erachtens sollten die Investitionskosten etwa 1,0 Mio. € betragen.

Der deutliche Rückgang des Finanzaufwands sollte sich auch ergebnisseitig widerspiegeln und wir gehen davon aus, dass das Unternehmen einen Jahresüberschuss von 2,13 Mio. € im Jahr 2017 bzw. 1,68 Mio. € im Jahr 2018 erzielen wird. Analog zu dem Umsatzrückgang im Jahr 2018 gehen wir von einem unterproportionalen Ergebnisrückgang aus. Auch ergebnisseitig rechnen wir damit, dass der Vermietungseffekt aus der Rückgabe von 6.100 qm Hauptnutzfläche sich nur auf das Jahr 2018 auswirken wird, da die hohe Attraktivität des AGROB Medienparks eine fast Vollvermietung zum Jahr 2019 zulassen sollte. Im Zuge dieser Ergebnisentwicklung rechnen wir mit einer Dividende je Stammaktie (Vorzugsaktie) von 0,23 € (0,28 €) für die Geschäftsjahre 2017 und 2018.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 71,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 17,1 % 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 1,25% (bisher: 0,50 %).**

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 5,7 % (bisher: 5,4 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,9 % (bisher: 4,3 %).

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 20,50 € (bisher: 19,60 €). Die Kurszielerhöhung ist dabei als eine Folge der WACC-Reduktion zu verstehen. Die Anpassung der Kapitalkosten erfolgte vor dem Hintergrund der sukzessiven Verbesserung der Fremdkapitalkosten. Gemäß Unternehmensangaben wird dabei der gewichtete Durchschnittssatz zum Jahresende 2017 auf 2,78 % (bisher: 4,15 %) fallen. Gleichsam erfolgte ein Roll-Over-Effekt des Kursziels auf das Geschäftsjahr 2018 (bisher: Geschäftsjahresende 2017).

## 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	71,4%	ewige EBITA - Marge	43,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,29	10,65	11,51	11,56	11,62	11,68	11,74	11,80	
US Veränderung	1,8%	-5,6%	8,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,15	0,14	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	
EBITDA	8,06	7,29	8,21	8,25	8,29	8,34	8,38	8,42	
EBITDA-Marge	71,4%	68,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,46	3,64	5,06	5,17	5,28	5,36	5,44	5,53	
EBITA-Marge	39,5%	34,2%	44,0%	44,7%	45,4%	45,9%	46,4%	46,8%	43,7%
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,63	-0,86	-0,88	-0,90	-0,91	-0,93	-0,94	
zu EBITA	17,1%	17,4%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,69	3,00	4,20	4,29	4,38	4,45	4,52	4,58	
Kapitalrendite	4,7%	3,9%	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,2%
Working Capital (WC)	1,15	1,25	1,27	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	
WC zu Umsatz	10,2%	11,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-3,19	-0,10	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,50	75,04	73,39	71,80	70,79	69,82	68,88	67,99	
AFA auf OAV	-3,60	-3,65	-3,15	-3,08	-3,02	-2,97	-2,93	-2,89	
AFA zu OAV	4,7%	4,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	0,66	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investiertes Kapital	77,65	76,29	74,66	73,07	72,07	71,10	70,17	69,28	
EBITDA	8,06	7,29	8,21	8,25	8,29	8,34	8,38	8,42	
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,63	-0,86	-0,88	-0,90	-0,91	-0,93	-0,94	
Investitionen gesamt	-2,53	-2,29	-1,52	-1,50	-2,01	-2,01	-2,00	-2,01	
Investitionen in OAV	0,66	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investitionen in WC	-3,19	-0,10	-0,02	-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	4,77	4,37	5,83	5,87	5,38	5,41	5,45	5,47	125,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	128,98	129,62
Barwert expliziter FCFs	32,47	29,36
Barwert des Continuing Value	96,51	100,25
Nettoschulden (Net debt)	51,53	49,73
Wert des Eigenkapitals	77,46	79,88
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	77,46	79,88
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,88	<b>20,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	5,7%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>3,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	3,3%	3,6%	3,9%	4,2%	4,5%
5,7%	25,22	21,21	18,04	15,49	13,37
6,0%	26,82	22,60	19,27	16,58	14,36
6,2%	28,43	24,00	<b>20,50</b>	17,67	15,34
6,5%	30,04	25,40	21,73	18,77	16,32
6,7%	31,65	26,80	22,96	19,86	17,31

## NAV-Vergleich zur weiteren Information

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 31.10.2016 berechnet. Gemäß Bewertungsgutachten weisen die Liegenschaften der AGROB einen Verkehrswert von 130,41 Mio. € auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 31.12.2016 ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 49,65 Mio. €. Werden die stillen Reserven zu den bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 25,22 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 74,86 Mio. € oder 19,22 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 04.07.2017	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	11,85 €	11,31 €	-4,5%
Deutsche Euroshop AG	34,38 €	43,24 €	25,8%
Deutsche Wohnen AG	33,22 €	29,69 €	-10,6%
Hamborner REIT-AG	8,96 €	9,64 €	7,6%
LEG Immobilien	80,33 €	67,15 €	-16,4%
TAG Immobilien AG	13,61 €	11,53 €	-15,3%
VIB Vermögen AG	20,76 €	17,05 €	-17,9%
<b>Mittelwert</b>			<b>-4,5%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (VZ)</b>	<b>18,55 €</b>	<b>19,22 €</b>	<b>3,6%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (ST)</b>	<b>17,75 €</b>	<b>19,22 €</b>	<b>8,3%</b>

Zum 04.07.2017 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 durchschnittliche Überbewertung von derzeit 4,5%.

Durch die sehr positive Kursentwicklung hat das Unternehmen gegenwärtig einen Aktienkurs auf NAV Basis erreicht. Jedoch haben sich im Peer-Group Vergleich Immobilienwerte noch positiver entwickelt und werden gegenwärtig mit 4,5% über dem NAV bewertet. Bei einem gleichen Bewertungsansatz für AGROB würde das Kursziel bei 20,07 € je Aktie liegen.

## 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, Kristina Bauer, Email: [bauer@gbc-ag.de](mailto:bauer@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc. M.A., Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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)