



**Researchstudie (Anno)**

**AGROB Immobilien AG**



**Stille Reserven von über 100 Mio. €**

-

**40% unter NAV, deutliches Upsidepotenzial**

**Kursziel: 27,50 €**

**(bisher: 25,75 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis

sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 06.05.2019 (11:20 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 13.05.2019 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

**Kursziel: 27,50 €**  
**(bisher: 25,75 €)**  
**Rating: Kaufen**

aktueller Kurs / ST: 24,20 EUR  
aktueller Kurs / VZ: 23,20 EUR  
25.04.2019 / MCH / 09:23 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>: 130,99  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 177,84  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 19,9%  
Freefloat/VZ: 79,9%

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 20

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

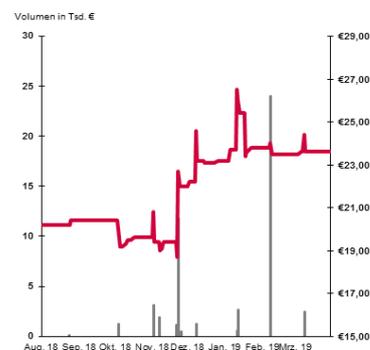
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2017

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Achim Kern



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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	11,36	10,98	10,90	11,01
EBITDA	8,40	8,09	7,33	7,37
EBIT	4,83	4,49	3,73	3,72
Jahresüberschuss	2,40	2,45	1,99	2,10

### Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,24	0,24	0,24	0,24
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,29	0,29	0,29	0,29

### Kennzahlen

EV/Umsatz	15,66	16,20	16,32	16,15
EV/EBITDA	21,18	21,99	24,26	24,14
EV/EBIT	36,84	39,60	47,68	47,85
KGV	54,60	53,41	65,70	62,33
KBV		4,65		

### Finanztermine

28.08.2019: Halbjahresfinanzbericht 2019

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.12.2018: RG / 25,75 / KAUFEN

12.07.2018: RG / 25,75 / KAUFEN

19.12.2017: RG / 24,62 / KAUFEN

12.07.2017: RG / 20,50 / KAUFEN

15.12.2016: RG / 19,60 / 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 Geschäftsjahr 2018 wurden Umsatzerlöse in Höhe von 10,98 Mio. € erwirtschaftet (VJ: 11,36 Mio. €). Die Umsatzerlöse sowie die Vermietungsquote (96,1%) verblieben somit auf einem hohen Niveau. Der Hauptgrund für den leichten Rückgang der Umsatzerlöse waren die Teilrückgaben von Hauptnutzflächen durch die Plazamedia, welche bereits wieder vermietet werden konnten. Darüber hinaus wurden zahlreiche bestehende Mietverhältnisse verlängert.
- Parallel zum Umsatz reduzierte sich das EBIT leicht auf 4,49 Mio. € (VJ: 4,83 Mio. €). Jedoch war das Vorjahr auch durch positive Einmaleffekte geprägt. Mit einer EBIT-Marge in Höhe von 40,9% (VJ: 42,5%) lag die Marge über der durchschnittlichen EBIT-Marge der letzten 5 Jahre (40,6%). Kostenseitig gab es insbesondere Verbesserungen im Bereich des Personalaufwands und des Finanzaufwands. Der Personalaufwand fiel im Vorjahr höher aus, da zwischen Oktober und Dezember zwei Vorstände für die AGROB tätig waren und somit verringerte sich der Personalaufwand im Vergleich zum Vorjahr um 31,9% auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,98 Mio. €). Der Finanzaufwand konnte im Rahmen des anhaltenden Niedrigzinsniveaus und vor dem Hintergrund einer planmäßigen Tilgung weiter verbessert werden und fiel auf 1,54 Mio. € (VJ: 2,06 Mio. €).
- Im Zuge der Marktbewertung des Immobilienportfolios wurden signifikant höhere stille Reserven aufgedeckt. So wurde das Immobilienportfolio nach Verkehrswert mit 179,3 Mio. € bewertet, was 33,7% über dem Vorjahreswert liegt (VJ: 134,3 Mio. €). Durch diese deutlich höhere Einschätzung des neuen Bewerterers erhöhten sich auch die stillen Reserven um 87,1% auf 103,87 Mio. € (VJ: 55,49 Mio. €). Gleichsam schlug sich diese Entwicklung auch auf das Eigenkapital nach Verkehrswert nieder, welches sich um 60,6% auf 132,03 Mio. € (VJ: 82,21 Mio. €) erhöhte, was einer Eigenkapitalquote von 72,3% (31.12.2017: 59,3%) entspricht.
- Die Guidance für das Geschäftsjahr 2019 liegt bei einem Umsatz zwischen 10,4 und 10,9 Mio. €. Somit wird mit einem leichten Rückgang bzw. einer konstanten Entwicklung gerechnet. Basis der Umsatzguidance ist das Vorjahresergebnis sowie ein äußerst konservativer Ausblick. Daher gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 10,90 Mio. € aus. Insgesamt sollte der Standort von der Nähe zu München profitieren und gleichzeitig sieht das Management das Geschäftsjahr 2019 als ein Investitionsjahr für die Jahre 2020 und 2021 an. So könnten auslaufende Mietverträge im Anschluss zu höheren Konditionen weitervermietet werden, was mittelfristig zu höheren Umsatzerlösen führen könnte. Ergebnisseitig sollte mittelfristig eine leichte Skalierung eintreten und Margenverbesserungen erzielt werden. Investitionsbedingt erwarten wir für das Geschäftsjahr 2019 einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,99 Mio. €, bzw. 2,10 Mio. € in 2020.
- **Zukünftig sollte insbesondere der sinkende Finanzaufwand zu weiteren Ergebnisverbesserungen führen. Weiterhin zeigt sich auch, dass die AGROB aktuell (40,0% Stämme; 46,1% Vorzüge) deutlich unter dem NAV gehandelt wird. Dennoch sehen wir die Investitionen, um mittelfristig Umsatzsteigerungen zu erzielen, als maßgeblichen Erfolgsfaktor für den langfristigen Unternehmenserfolg an und schätzen diese Strategie als gut ein. Auf Basis unseres DCF Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 27,50 € (bisher: 25,75 €) ermittelt und vergeben das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

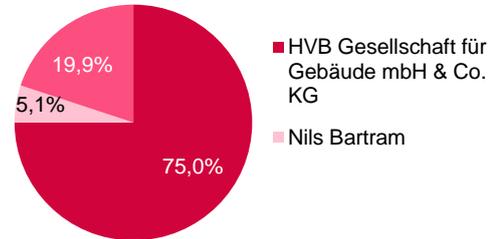
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Stammaktien - WKN 501900 .....	4
Vorzugsaktien - WKN 501903 .....	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG .....	4
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2018 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018 .....	11
SWOT-Analyse .....	13
Prognose und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
Bewertung .....	16
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell .....	17
NAV-Vergleich zur weiteren Information .....	18
<b>Anhang</b> .....	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

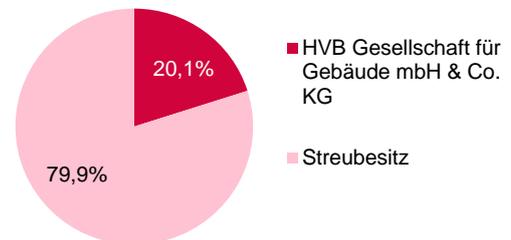
#### Stammaktien - WKN 501900

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Nils Bartram	5,1%
Streubesitz	19,9 %
<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 aktuelle Niedrigzinsniveau ermöglicht der AGROB sehr günstige Finanzierung. So konnte der durchschnittliche Zinssatz über die letzten Jahre sukzessive gesenkt werden, was zu deutlichen Ergebnisverbesserungen geführt hat. Aktuell bleibt das Zinsniveau sehr niedrig und die euroraumweiten MFI-Zinssätze mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung lagen im März 2019 bei 1,18%. Die Europäische Zentralbank (EZB) bleibt angesichts wachsender Risiken für die Konjunktur auf Niedrigzinskurs und hält den Leitzins weiterhin auf dem Rekordtief von 0%. Bei einer Sitzung im März 2019 hatte der EZB-Rat die erste Zinserhöhung mindestens bis ins Jahr 2020 verschoben. Aktuell plant die EZB keine weiteren Staats- und Unternehmensanleihekäufe. Allerdings werden die Gelder aus auslaufenden Papieren wieder investiert. Von März 2015 bis Ende 2018 hatte die EZB Wertpapiere für rund 2,6 Billionen € erworben. Somit dürfte auch in absehbarer Zukunft keine Zinswende in Sicht sein, was für die AGROB äußerst wertvoll sein dürfte.

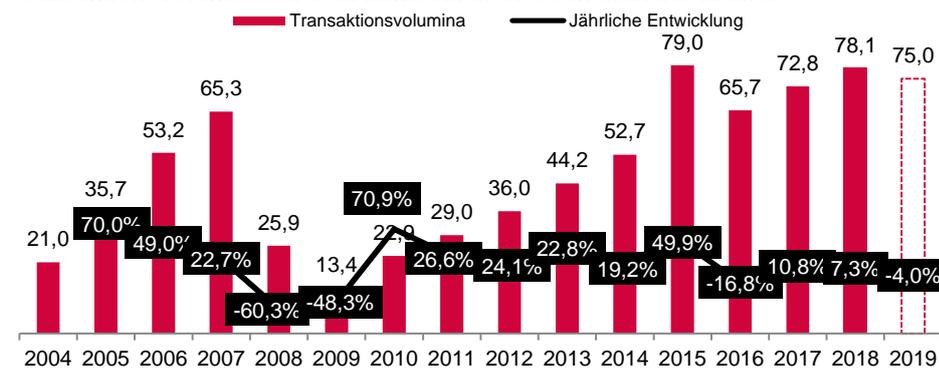
### Euroraumweite MFI-Zinssätze mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung (in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

Laut Ernst & Young (EY) wurde in 2018 ein weiteres Rekordergebnis des Transaktionsvolumens auf dem Gewerbeimmobilienmarkt mit 60,5 Mrd. € erreicht. Weiterhin wurde in 2018 mit 78,1 Mrd. € das zweitbeste Ergebnis im Wohninvestmentmarkt nach 2015 (79,0 Mrd. €) erzielt. Insgesamt liegt das Transaktionsvolumen deutlich über dem 15-Jahres-Durchschnitt von 46,3 Mrd. €, was für einen sehr aktiven Markt spricht. Für das Jahr 2019 erwartet EY ein Investoreninteresse auf unverändert hohem Niveau und ein sehr hohes Volumen in einer Bandbreite zwischen 72,0 und 75,0 Mrd. €, somit leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Entsprechend dürfte auch das Immobilienportfolio der AGROB an Wert gewinnen, da die Nachfrage nach Immobilien weiterhin sehr hoch bleibt.

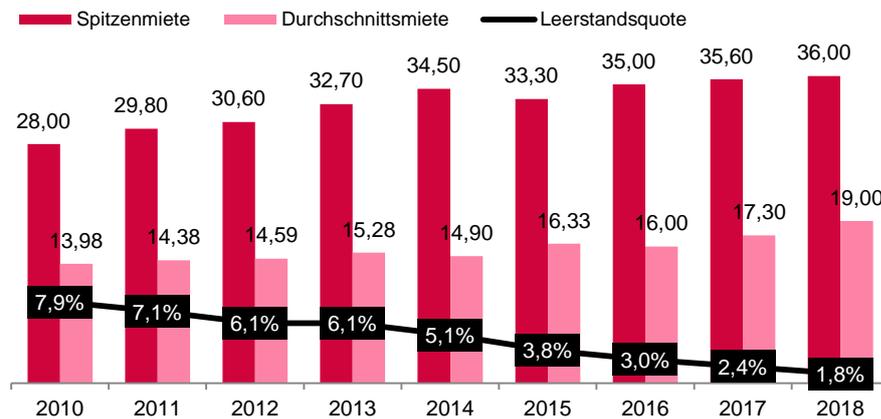
### Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Für den Standort der AGROB in Ismaning ist insbesondere die Entwicklung in München entscheidend, da hier Mietpreisentwicklungen direkt in die Peripherie wirken. Der Münchner Büovermietungsmarkt setzte seinen Boom auch 2018 fort. Besonders Unternehmen mit größeren Flächenbedürfnissen müssen in der aktuellen Lage schon weit im Voraus mit dem gewünschten Bezugsdatum Büroflächen suchen.

### Büovermietung in München



Quelle: Colliers International, GBC AG

Die durchschnittliche Miete der letzten 12 Monate stieg um weitere 10% auf 19,00 €/m². Im Stadtgebiet mussten etwa 20,70 €/m² entrichtet werden, was einer Steigerung von 7% gegenüber 2017 entspricht. Insbesondere das Umland profitierte von der Mietpreisentwicklung, hier konnten die Mietpreise um 16% auf 12,80 €/m² ansteigen. Bei den Spitzenmieten in München scheint langsam eine Obergrenze gefunden worden zu sein, denn die Spitzenmieten steigerten sich nur um 1% auf 36,00 €/m². Der Münchner Markt profitiert nicht nur vom Wachstum der lokalen Unternehmen sondern auch zunehmend von der Interdependenz mit der Weltwirtschaft. So ziehen zunehmend internationale Unternehmen nach München. Colliers erwartet in 2019 kein Rekordergebnis wie in 2018, da ein moderates Konjunkturwachstum prognostiziert wird. Dennoch könnte sich die Flächenknappheit in München zunehmend positiv auf den Standort Ismaning auswirken, wovon die AGROB deutlich profitieren sollte.

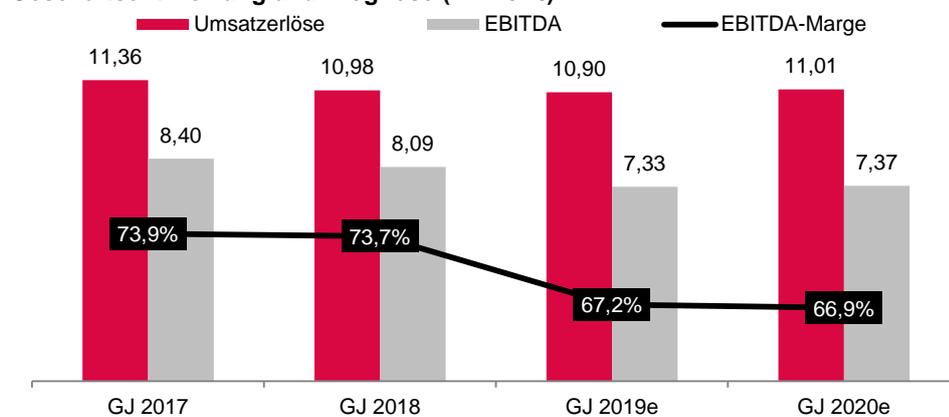
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>11,36</b>	<b>10,98</b>	<b>10,90</b>	<b>11,01</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,31	0,79	0,20	0,20
Personalaufwand	-0,98	-0,67	-0,69	-0,70
Abschreibung auf Sachanlagen	-3,57	-3,59	-3,60	-3,65
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,10	-2,83	-2,90	-2,96
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,06	-1,54	-1,38	-1,24
Steuern	-0,37	-0,50	-0,35	-0,37
Sonstige Steuern	-0,19	-0,18	-0,18	-0,18
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,40</b>	<b>2,45</b>	<b>1,99</b>	<b>2,10</b>
Umsatzerlöse	11,36	10,98	10,90	11,01
EBITDA	8,40	8,09	7,33	7,37
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>73,9%</i>	<i>73,7%</i>	<i>67,2%</i>	<i>66,9%</i>
EBIT	4,83	4,49	3,73	3,72
<i>EBIT-Marge</i>	<i>42,5%</i>	<i>40,9%</i>	<i>34,2%</i>	<i>33,8%</i>
Nettoergebnis	2,40	2,45	1,99	2,10
<i>Netto-Marge</i>	<i>21,1%</i>	<i>22,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>19,1%</i>

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Geschäftsentwicklung und Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2018

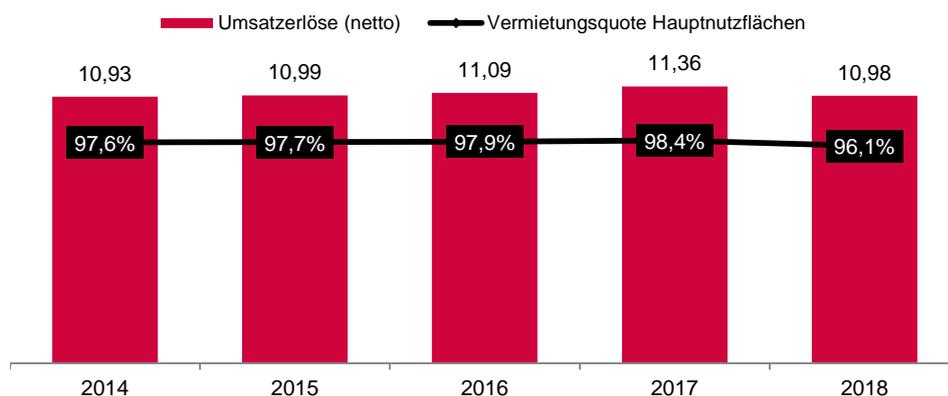
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	11,09	11,36	10,98
EBITDA	7,96	8,40	8,09
EBITDA-Marge	71,8%	73,9%	73,7%
EBIT	4,45	4,83	4,49
EBIT-Marge	40,2%	42,5%	40,9%
Jahresüberschuss	2,01	2,40	2,45
EPS in €	0,41	0,50	0,51

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung

Die AGROB Immobilien AG (AGROB) verzeichnet weiterhin Umsatzerlöse auf einem sehr hohen Niveau. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurden Umsatzerlöse in Höhe von 10,98 Mio. € erwirtschaftet (VJ: 11,36 Mio. €), was einen leichten Rückgang bedeutet. Die konstante Entwicklung der Umsatzerlöse ist auf die nahezu unveränderte vollständige Vermietung der Hauptnutzflächen zurückzuführen. Mit 96,1% (VJ: 98,4%) Vermietungsanteil existiert nahezu kein Leerstand. Die Stellplatzvermietung verblieb mit 80,2% auf Vorjahresniveau.

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

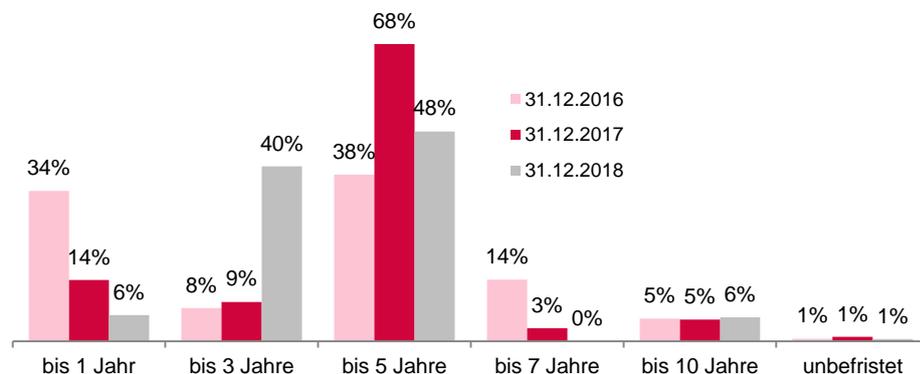


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; \* Ab dem Geschäftsbericht 2017 werden die Pkw-Stellplätze nicht mehr über m<sup>2</sup>-Flächen ausgewiesen, sondern über die Stückzahl. Entsprechend haben wir die Vermietungsquote ab 2017 exklusive der PKW-Stellplätze ermittelt

Der Hauptgrund für diese leichten Schwankungen im Leerstand war eine Teilrückgabe von Mietflächen der Plazamedia AG. Diese konnten bis auf Halle 18 bereits alle nachvermietet werden. So wurden bereits 2.700 m<sup>2</sup> Büroflächen aus von Plazamedia Ende 2017 gekündigten Flächen weitervermietet. Weiterhin konnten zahlreiche bestehende Mietverhältnisse (8000 m<sup>2</sup> Büroflächen + rund 2.500 m<sup>2</sup> der Ziegelei 101) verlängert werden. Dies spricht für das sehr gute Mieter-Vermieterverhältnis sowie die hervorragende Qualität der Objekte.

Insgesamt profitiert das Unternehmen von äußerst zuverlässigen Mietverhältnissen mit einer sehr hohen durchschnittlichen Mietlaufzeit. Diese bringt eine hohe Planungssicherheit mit sich. Gleichzeitig konnte das Unternehmen zeigen, dass auch außerplanmäßige Flächenrückgaben zeitnah nachvermietet werden können und so nur ein sehr geringer Effekt auf die Umsätze wirkt. Die langen Mietlaufzeiten sind auch zum 31.12.2018 ersichtlich mit lediglich 6% der Mietvertragslaufzeiten bis 1 Jahr (VJ: 14%), 40% bis 3 Jahre (VJ: 9%), 48% bis 5 Jahre (VJ: 68%) sowie die verbleibenden mit mehr als 5 Jahren.

### Laufzeitstruktur der Mietverträge (in %)



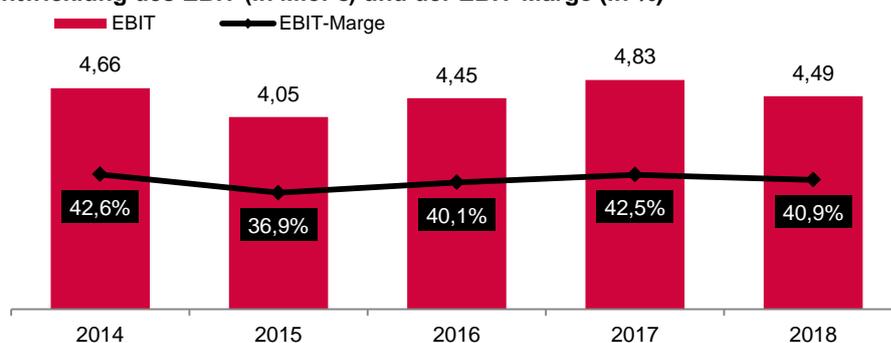
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; \*Ab dem Geschäftsbericht 2017 wurde die Laufzeitstruktur in ganzen Zahlen angegeben, während im Geschäftsbericht 2016 noch eine Dezimalstelle ausgewiesen wurde.

Für das Geschäftsjahr 2018 lag die Umsatz-Guidance bei 10,9 bis 11,0 Mio. €. Unsere Umsatz-Prognose betrug 11,00 Mio. € und relativ zum erzielten Umsatz von 10,98 Mio. € lagen wir mit unserer Einschätzung am oberen Ende der Guidance richtig.

### Ergebnisentwicklung

Parallel zum Umsatz reduzierte sich das operative Ergebnis von 4,83 Mio. € (2017) auf 4,49 Mio. € (2018), was einer EBIT-Marge von 40,9% entspricht (VJ: 42,5%). Jedoch war das Jahr 2017 auch durch Einmaleffekte, wie z.B. der Teilauflösung von Rückstellungen für Instandhaltungsmaßnahmen, positiv beeinflusst. Die 5-Jahres-Durchschnittsmarge lag bei 40,6% und konnte somit im Jahr 2018 mit 40,9% übertroffen werden, was die gute operative Entwicklung zeigt.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

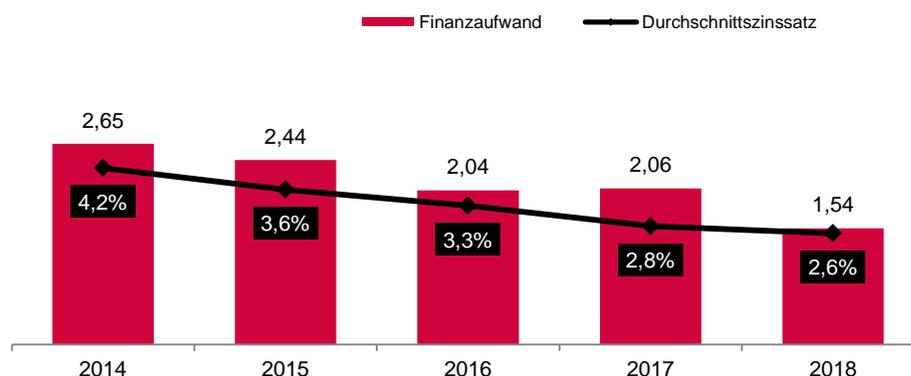
In 2018 kam es zu einem einmaligen Sondereffekt durch einen Gebäudeschaden, welcher größtenteils durch die Versicherung abgedeckt wurde. Es fielen 0,73 Mio. € an sonstigen betrieblichen Aufwendungen an, wovon 0,39 Mio. € erstattet wurden.

Der Personalaufwand verringerte sich um 31,9% auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,98 Mio. €), da in den Monaten Oktober bis Dezember 2017 noch zwei Vorstände das Unternehmen leiteten. Gegenläufig hierzu wurde im Geschäftsjahr 2018 eine weitere Person eingestellt. Die Neueinstellung betrifft den Bereich Wartung und Instandhaltung und komplementiert das bestehende Team. Somit können nun nahezu alle Wartungsarbeiten, sprich Sanitär, Heizung, Schreinerarbeiten etc. durch die AGROB selbst durchgeführt werden. Dies hat zwei positive Effekte. Zum einen kann den Mietern ein schnellerer und besserer Service

geboten werden und zum anderen kann auf externe Fachkräfte verzichtet werden, welche aktuell schwer zu bekommen sind, insbesondere bei kleineren Aufgaben.

Die größte Aufwandsposition bleibt weiterhin der Finanzaufwand, welcher im Zuge von Zinszahlungen entsteht. Das Unternehmen profitiert von dem anhaltenden Niedrigzinsniveau und so reduzierte sich der gewichtete Durchschnittszins der Darlehen auf 2,6% (VJ: 2,8%), was zu einem Finanzaufwand in Höhe von 1,54 Mio. € führte (VJ: 2,06 Mio. €). Das Unternehmen nutzte dieses sehr niedrige Zinsniveau um Zinssicherungen abzuschließen. So wurden 2,07 Mio. € (zum 31.12.2018) mit einem Festzins von 1,1% gesichert.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Weiterhin wurden die sonstigen betrieblichen Erträge durch eine Teilauflösung der Pensionsrückstellungen um 0,35 Mio. € erhöht. Dieser Sondereffekt führte zu einem deutlichen Übertreffen der Guidance; eine entsprechende Unternehmensmeldung wurde am 30.01.2019 abgesetzt. Ursprünglich hatte das Unternehmen einen Jahresüberschuss in der Bandbreite von 1,8 Mio. € bis 2,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Schlussendlich wurde ein Jahresüberschuss in Höhe von 2,45 Mio. € erreicht und übertraf entsprechend auch unsere Prognose von 2,00 Mio. €. Und dies obwohl wir bereits von dem oberen Ende der Guidance ausgegangen waren.

#### GBC Prognosen im Vergleich zum erzielten Unternehmensergebnis

in Mio. €	GJ 2018	GBC Prognose	Δ Prognose
Umsatzerlöse	10,98	11,00	0,0%
Jahresüberschuss	2,45	2,00	+22,5%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

in Mio. €	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Eigenkapital	25,22	26,72	28,16
EK-Quote (in %)	29,7%	32,2%	35,7%
Verkehrswert Eigenkapital	74,86	82,21	132,03
Verkehrswert EK-Quote (in %)	55,6%	59,4%	72,3%
Bankverbindlichkeiten	54,02	50,98	46,73
Bilanzansatz Immobilienvermögen	80,76	78,82	75,73
Verkehrswert Immobilienvermögen	130,41	134,31	179,60
Loan-to-Value (LTV)	66,9%	64,7%	61,7%
Verkehrswert LTV	41,4%	38,0%	26,0%

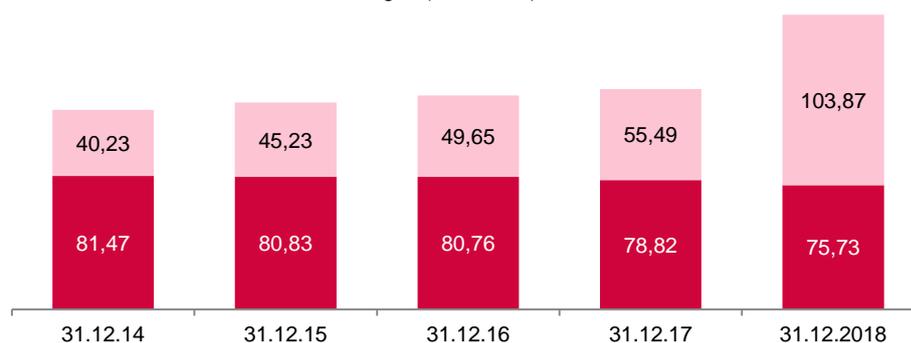
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die AGROB Immobilien AG bilanziert nach den HGB-Grundsätzen und so werden Immobilien nach dem Anschaffungswert und nach Abschreibungen in der Bilanz geführt. Da Immobilien durch das niedrige Zinsniveau deutliche Bewertungssteigerungen erfahren haben und auch Immobilien in München bzw. im Münchner Umland sich einer sehr hohen Nachfrage erfreuen, herrscht eine signifikante Diskrepanz zwischen dem Marktwert der Immobilien und der in der Bilanz geführten Immobilien der AGROB vor. Dies führt zu deutlichen stillen Reserven.

Zur Ermittlung des aktuellen Marktwerts der Immobilien beauftragt die AGROB jedes Jahr einen unabhängigen Immobilienbewerter. Im Jahr 2018 wurde der Immobilienbewerter gewechselt. Wir sind davon ausgegangen, dass der vorherige Immobilienbewerter einen äußerst konservativen Bewertungsansatz verfolgt hat und kündigten bereits in dem Research Report (zu Q2 und Q3) am 13.12.2018 eine mögliche Aufdeckung stiller Reserven an. Unsere Einschätzung wurde mit der Ad-hoc-Mitteilung zum 18.12.2018 bestätigt und das finale Bewertungsergebnis zum 18.01.2019 stellte ein Immobilienvermögen zum Marktwert in Höhe von 179,6 Mio. € fest (VJ: 134,3 Mio. €). Somit wurde der Wertansatz um 33,7% erhöht.

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

■ stille Reserven ■ Immobilienvermögen (nach HGB)



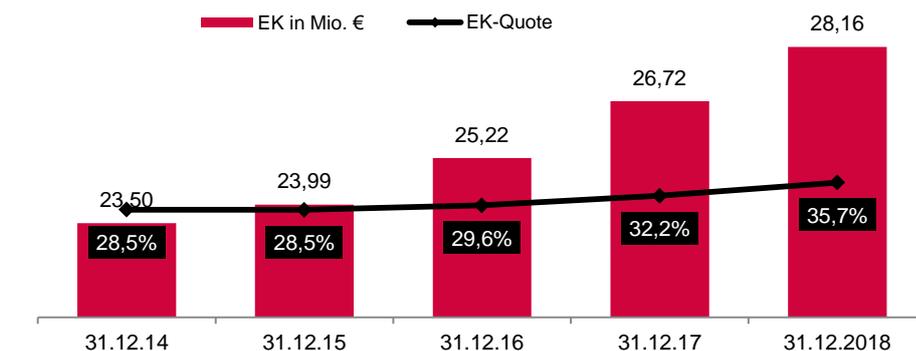
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Im Rahmen des höheren festgestellten Marktwerts kam es auch zu einer Steigerung der stillen Reserven um 87,1% auf 103,87 Mio. € (VJ: 55,49 Mio. €). Diese überproportionale Steigerung kam auch durch die weitere Reduktion des bilanziellen Immobilienwerts (nach HGB) zu Stande, welche sich um 3,9% auf 75,73 Mio. € verminderte (VJ: 78,82 Mio. €).

Die entsprechende Steigerung der stillen Reserven hat auch eine Auswirkung auf das Eigenkapital nach Marktwertberechnung. Einerseits ist das bilanzielle Eigenkapital (EK) um 5,4% auf 28,16 Mio. € (VJ: 26,72 Mio. €) angestiegen, was zu einer Erhöhung der

EK-Quote von 32,2% (31.12.2017) auf 35,7% (31.12.2018) führte. Mit einer entsprechenden Eigenkapitalquote liegt die AGROB bereits über dem Branchenschnitt. Andererseits steigerte sich das EK nach Verkehrswert um 60,6% auf 132,03 Mio. € (VJ: 82,21 Mio. €) und damit stieg die EK-Quote (Verkehrswert) von 59,3% (31.12.2017) auf 72,3% (31.12.2018) sehr deutlich über den Branchenschnitt an. Hintergrund der EK-Verbesserungen waren neben dem Bilanzgewinn auch weiter getilgte Finanzverbindlichkeiten.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

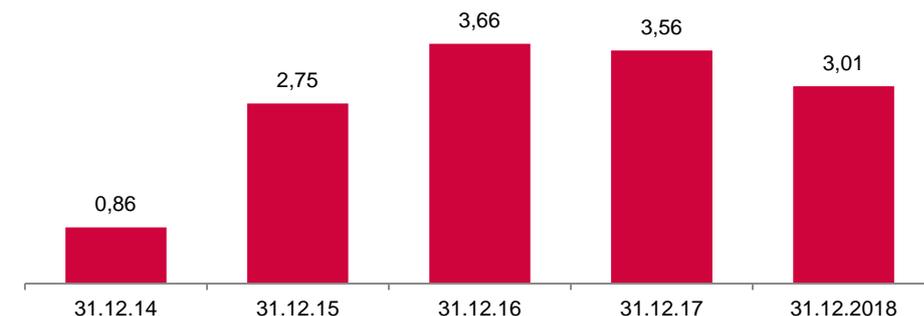
Der Finanzierungscashflow belief sich auf -6,59 Mio. € gegenüber -5,60 Mio. € im Vorjahr. Neben gezahlten Zinsen in Höhe von -1,39 Mio. € (VJ: -1,59 Mio. €) wurde insbesondere die Tilgung von Finanzkrediten mit -4,18 Mio. € (VJ: -3,11 Mio. €) noch deutlicher vorangetrieben. Entsprechend reduzierten sich die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten von 50,98 Mio. € (31.12.2017) auf 46,73 Mio. € (31.12.2018). Die Investitionen wurden im GJ 2018 deutlich zurückgefahren und damit belief sich der Cashflow aus Investitionen auf -0,49 Mio. € (VJ: -1,71 Mio. €).

in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Cashflow (operativ)	7,09	7,27	7,19	6,54
Cashflow (Investitionen)	-2,71	-3,38	-1,71	-0,49
Cashflow (Finanzierung)	-2,49	-2,98	-5,60	-6,59
Summe	1,89	0,91	-0,12	-0,53

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der operative Cashflow ging leicht zurück, blieb aber mit 6,54 Mio. € (VJ: 7,19 Mio. €) auf einem sehr hohen Niveau. Die AGROB verfügt durch die Mieteinnahmen über einen sehr zuverlässigen und planbaren operativen Cashflow und kann hierüber auch eine starke Innenfinanzierung abbilden. In Summe ergab sich eine Veränderung der Cashbestände um -0,53 Mio. € auf 3,01 Mio. €, womit das Unternehmen weiterhin über ausreichend Liquidität verfügt.

#### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## 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 sukzessive 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> <li>• Geringer Streubesitz in den Stämmen</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>• Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden.</li> <li>• Investitionskooperationen mit den Mietern könnten langfristig zu höheren Mieten bzw. Umsätzen führen.</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 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	10,98	10,90	11,01
EBITDA	8,09	7,33	7,37
EBITDA-Marge	73,7%	67,2%	66,9%
EBIT	4,49	3,73	3,72
EBIT-Marge	40,9%	34,2%	33,8%
Jahresüberschuss	2,45	1,99	2,10
EPS in €	0,51	0,40	0,42

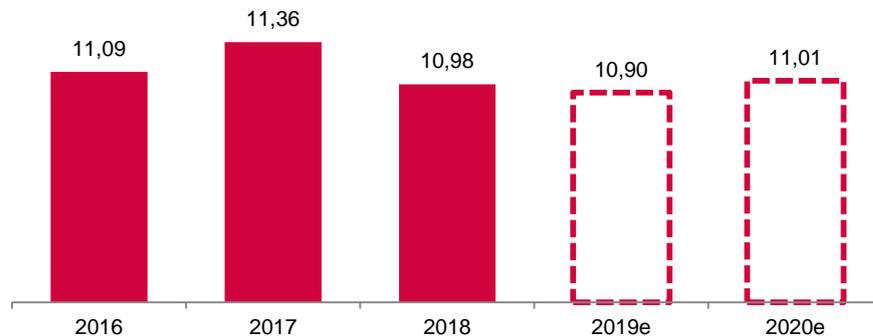
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Das Unternehmen geht für das Geschäftsjahr 2019 von Umsatzerlösen in einer Bandbreite zwischen 10,4 Mio. € und 10,9 Mio. € aus und damit von einem leicht rückläufigen Umsatz. Der Grund hierfür könnte auch eine leicht günstigere Entwicklung der Neuvermietungen in 2018 sein, sowie der allgemein sehr konservative Guidance-Ansatz der AGROB.

Dennoch sind auch bei der aktuellen Guidance das sehr hohe Niveau der Umsatzerlöse und die unwesentlichen Veränderungen zu beachten. Dies zeigt die hohe Planbarkeit des Geschäftsmodells und wird erreicht durch die nahezu Vollvermietung des Immobilienportfolios.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2019 das obere Ende der Guidance mit 10,90 Mio. € Umsatz erreicht wird, gefolgt von 11,01 Mio. € in 2020. Insbesondere, da die Guidance auf dem Vermietungsstand des Vorjahresniveaus beruht (VJ: 10,98 Mio. €). Einen weiteren Umsatzkicker könnte die erfolgreiche Vermietung der Halle 18 (ca. 1900 m<sup>2</sup>) mit sich bringen, jedoch ist die Beleuchtungssituation suboptimal und daher gestaltet sich die Vermietung als zeitaufwändiger als geplant.

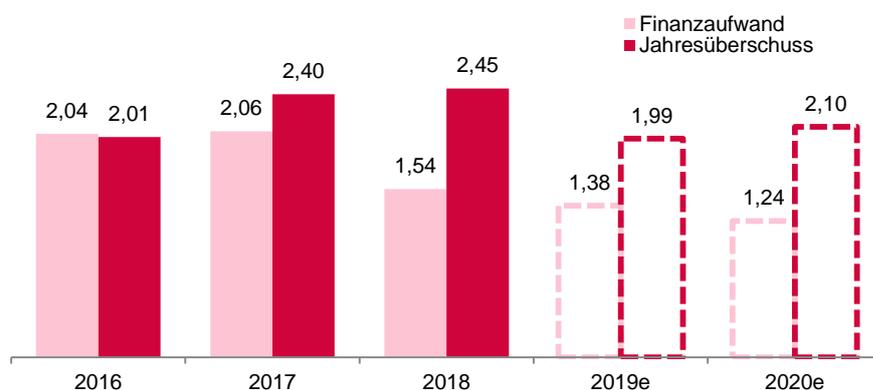
Insgesamt sollte der Standort jedoch von der Lage und der Nähe zu München profitieren. Insbesondere da der Mietraum für gewerbliche als auch private Mieter in München kaum noch vorhanden ist und sich diese Situation auf absehbare Zeit nicht ändern wird. Daher könnte dies umso mehr einen positiven Mietzinseffekt auf das Umland haben.

Weiterhin setzt die AGROB auf weitere Standortverbesserungen mit verbesserten Serviceangeboten und möglichen Nachverdichtungen. Gleichsam könnten in Kooperation mit bestehenden Mietern weitere Investitionen getätigt werden, welche anschließend mittelfristig zu Mietsteigerungen führen könnten.

## Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig geht das Unternehmen von einem Jahresüberschuss in Höhe von 1,8 Mio. € bis 2,0 Mio. € aus. Das Management geht davon aus, dass insbesondere das Jahr 2019 als Konsolidierungsjahr mit zu tätigen Investitionen anzusehen ist. Dies hat zur Folge, dass das Ergebnis im Jahr 2019 leicht unter dem Vorjahr (vor Sondereffekten) liegen sollte. Ziel ist es, wichtige Instandhaltungsmaßnahmen bis 2020 abgeschlossen zu haben, um aus den in 2020 bzw. 2021 auslaufenden Mietverträgen anschließend höhere Mietpreise zu realisieren. Somit könnten sich weitere Investitionen in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowohl im Geschäftsjahr 2019 als auch zum Teil im Geschäftsjahr 2020 widerspiegeln.

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



Quelle: GBC AG

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen auch zukünftig von dem Niedrigzinsniveau profitiert und der Finanzaufwand weiterhin sukzessive zurückgeht, sowie eine weitere Tilgung der Kredite erfolgt. Für das Geschäftsjahr 2019 rechnen wir mit einem Finanzaufwand in Höhe von 1,38 Mio. € und für das Geschäftsjahr 2020 in Höhe von 1,24 Mio. €. Darüber hinaus könnte es zu weiteren Teilauflösungen von Pensionsrückstellungen kommen, welche wir in unsere Planung nicht explizit haben einfließen lassen. Insgesamt rechnen wir mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 1,99 Mio. € im Jahr 2019 bzw. 2,10 Mio. € im Jahr 2020.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 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 1,00% (bisher: 1,25 %).

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: 5,7 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,9 % (bisher: 4,1 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Hinzu kommen nicht-operative genutzte Vermögenswerte, nämlich unbebaute Grundstücke und Baurechte. Diese wurden laut Wertgutachten mit 14,72 Mio. € (Gutachten zum 31.10.2017, wir gehen davon aus, dass der Wert dieser Flächen unverändert geblieben ist) angesetzt und in Summe mit dem operativen Geschäft ergibt sich hieraus ein fairer Wert in Höhe von 27,50 € (bisher: 25,75 €) je Aktie.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,8%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	71,4%	ewige EBITA - Marge	47,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	10,90	11,01	11,51	11,59	11,68	11,77	11,86	11,95	
US Veränderung	-0,7%	1,0%	4,5%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17	
EBITDA	7,33	7,37	8,22	8,28	8,34	8,40	8,47	8,53	
EBITDA-Marge	67,2%	66,9%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	3,73	3,72	5,19	5,28	5,37	5,46	5,54	5,63	
EBITA-Marge	34,2%	33,8%	45,1%	45,6%	46,0%	46,4%	46,8%	47,2%	47,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,56 15,1%	-0,56 15,0%	-0,89 17,1%	-0,90 17,1%	-0,92 17,1%	-0,93 17,1%	-0,95 17,1%	-0,96 17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,17	3,16	4,31	4,38	4,45	4,53	4,60	4,67	
Kapitalrendite	4,2%	4,3%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%	6,8%
Working Capital (WC)	0,00	0,60	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	1,31	
WC zu Umsatz	0,0%	5,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-0,72	-0,60	-0,67	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	74,00	71,95	71,34	70,74	70,14	69,54	68,95	68,37	
AFA auf OAV	-3,60	-3,65	-3,02	-3,00	-2,97	-2,95	-2,92	-2,90	
AFA zu OAV	4,9%	5,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-1,87	-1,60	-2,41	-2,39	-2,37	-2,35	-2,33	-2,31	
Investiertes Kapital	74,00	72,55	72,61	72,01	71,42	70,84	70,26	69,68	
EBITDA	7,33	7,37	8,22	8,28	8,34	8,40	8,47	8,53	
Steuern auf EBITA	-0,56	-0,56	-0,89	-0,90	-0,92	-0,93	-0,95	-0,96	
Investitionen gesamt	-2,59	-2,20	-3,08	-2,40	-2,38	-2,36	-2,34	-2,32	
Investitionen in OAV	-1,87	-1,60	-2,41	-2,39	-2,37	-2,35	-2,33	-2,31	
Investitionen in WC	-0,72	-0,60	-0,67	-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	4,18	4,61	4,25	4,98	5,04	5,11	5,18	5,25	140,71

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	137,49	138,19
Barwert expliziter FCFs	29,54	26,07
Barwert des Continuing Value	107,95	112,12
Nettoschulden (Net debt)	30,35	28,00
Wert des Eigenkapitals	107,14	110,19
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	107,14	110,19
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>27,50</b>	28,28

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	5,4%
Zielgewichtung	55,0%
Fremdkapitalkosten	2,6%
Zielgewichtung	45,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>3,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	3,3%	3,6%	3,9%	4,2%	4,5%
6,3%	33,15	28,65	25,10	22,24	19,88
6,5%	34,73	30,01	26,30	23,30	20,83
6,8%	36,31	31,38	<b>27,50</b>	24,37	21,79
7,0%	37,89	32,75	28,70	25,43	22,74
7,3%	39,48	34,12	29,90	26,50	23,69

## 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 berechnet. Gemäß Bewertungsgutachten weisen die Liegenschaften der AGROB einen Verkehrswert von 179,6 Mio. € auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 75,73 Mio. € ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 103,87 Mio. €. Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 28,16 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 132,03 Mio. € oder 33,89 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 24.04.2019	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	14,20 €	15,14 €	6,6%
Deutsche Euroshop AG	43,17 €	43,24 €	0,2%
Deutsche Wohnen AG	40,74 €	42,26 €	3,7%
Hamborner REIT-AG	9,50 €	10,79 €	13,6%
LEG Immobilien	106,85 €	96,10 €	-10,1%
TAG Immobilien AG	21,00 €	17,32 €	-17,5%
VIB Vermögen AG	25,70 €	20,30 €	-21,0%
<b>Mittelwert</b>			<b>-3,5%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (VZ)</b>	<b>23,20 €</b>	<b>33,89 €</b>	<b>46,1%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (ST)</b>	<b>24,20 €</b>	<b>33,89 €</b>	<b>40,0%</b>

Zum 24.04.2019 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 3,5%.

Auf Basis der neusten Immobilienbewertung ergibt sich ein deutlich höherer NAV als zuvor. Der NAV stieg um 60,6% auf 33,89 € je Aktie (VJ: 21,10 € je Aktie). Somit ergibt sich auch ein deutliches Kurspotenzial auf den NAV von aktuell 46,1% bei den Vorzügen und 40,0% auf die Stämme.

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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

### **§ 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 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)