



Researchstudie (Update)

AGROB Immobilien AG



**Gute Unternehmensentwicklung setzt sich fort
-
Neue Aktionärsstruktur könnte positive Einflüsse haben**

Kursziel: 34,40 € (bisher: 27,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 15

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“

AGROB Immobilien AG *5a,5b,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 34,40 €
(bisher: 27,50 €)

aktueller Kurs / ST: 29,60
aktueller Kurs / VZ: 29,00
04.02.2020 / MCH / 08:00 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004
ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900
WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR
Börsenkürzel/VZ: AGR3

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

Marketcap³: 161,20
EnterpriseValue³: 208,05
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 13,5 %
Freefloat/VZ: 75,5 %

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 16

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

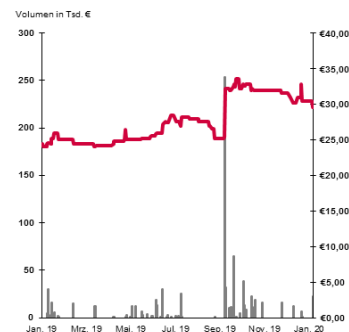
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9

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	18,32	18,96	19,09	18,90
EV/EBITDA	24,78	25,73	28,38	28,24
EV/EBIT	43,09	46,33	55,78	55,97
KGV	67,19	65,73	80,85	76,70
KBV		5,72		

Finanzkalender

11.03.2020: Geschäftsbericht 2019
11.05.2020: Hauptversammlung 2020
28.08.2020: Halbjahresfinanzbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.05.2019: RG / 27,50 / KAUFEN
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

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Ende 2019 kam es bei der AGROB Immobilien AG zu einem Wechsel des Großaktionärs. Die vorherige Großaktionärin, die HVB Gesellschaft für Gebäude, eine 100-Prozent-Tochter der UniCredit Bank, hat ihre Stücke an die Ersa IV S.à r.l. (Ersa), eine Holdinggesellschaft welche mit der Apollo Global Management verbunden ist, veräußert. Gezahlt wurden 32,00 € je Stammaktie und 28,00 € je Vorzugsaktie. Hierbei handelte es sich um 1.735.900 AGROB-Stammaktien (entsprechend ca. 75,02% der AGROB-Stammaktien) und 318.420 AGROB-Vorzugsaktien (entsprechend ca. 20,12% der AGROB-Vorzugsaktien). Zudem hat die Ersa am 25.09.2019 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher Aktien der AGROB Immobilien AG abgegeben. Schlussendlich lag die gesamte Andienungsquote der freien Aktionäre bei 5,61%, womit Ersa IV nun rund 81,4% der Stammaktien und 24,5% der Vorzugsaktien halten dürfte.
- Wie auch in den Vorperioden hat die AGROB auch im ersten Halbjahr 2019 einen Beleg für das sehr stabile Geschäftsmodell geliefert. Ein sehr leichter Umsatzrückgang auf 5,36 Mio. € (VJ: 5,49 Mio. €) wurde dabei durch Teilrückgaben von Mietflächen im Jahr 2018 verursacht. Für die meisten der betroffenen Flächen wurden bereits neue Mieter gefunden, welche nun einen marktkonformeren Mietzins zahlen. Somit sollten die Flächenneuvermietungen künftig höhere Umsätze beisteuern. Ergebnisseitig kam es zu einem Rückgang auf 3,56 Mio. € EBITDA (VJ: 4,06 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung war das angelaufenen Modernisierungsprogramm, welches bis 2020 Investitionen in Höhe von 2,5 Mio. € umfasst. Der Finanzaufwand reduzierte sich weiter auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,79 Mio. €), was zu einem Periodenergebnis in Höhe von 0,90 Mio. € führte (VJ: 1,28 Mio. €). Diese Entwicklung setzte sich auch nach 9 Monaten 2019 fort mit 8,21 Mio. € Umsatz (VJ: 8,27 Mio. €) und einem EBITDA in Höhe von 5,44 Mio. € (VJ: 5,88 Mio. €).
- Im Rahmen der 6- und 9-Monatszahlen wurde die Guidance bestätigt. Das Unternehmen geht für 2019 von Umsatzerlösen in Höhe von 10,8 bis 11,0 Mio. € und einem EBITDA von 1,80 bis 2,00 Mio. € aus. Durch die Teilrückgaben von Flächen der Plazamedia kam es zu leichten Umsatzrückgängen im Jahr 2018 und 2019, jedoch konnten diese Flächen größtenteils wieder vermietet werden. Zudem wurde die Neuvermietung genutzt, um ein marktkonformeren Mietzinsniveau zu erzielen. Daher gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 10,90 Mio. € im Jahr 2019 aus mit weiteren Steigerungen auf 11,01 Mio. € im Jahr 2020. Durch das Modernisierungsprogramm, welches sich auf 2,5 Mio. € beläuft und 2020 größtenteils abgeschlossen sein soll, kommt es einerseits zu leichten Ergebnisbelastungen, andererseits wird die Basis für zukünftige Umsatzsteigerungen gelegt. Wir erwarten ein EBITDA in Höhe von 7,33 Mio. € im Jahr 2019 und 7,37 Mio. € im Jahr 2020. Durch die sukzessive Rückführung von Finanzverbindlichkeiten sollte es mittelfristig zudem zu überproportionalen Ergebnisverbesserungen kommen.
- **Nach Vorlage des Übernahmeangebotes der neuen Großaktionärin Ersa IV haben wir die Unternehmensbewertung um einen marktorientierten Beta-Ansatz erweitert. Flankierend zur bisherigen konservativen fundamentalen Beta-Ermittlung haben wir dabei ein unternehmensspezifisches Beta unter Einbezug eines Vergleichsindex herangezogen und neue gewichtete Kapitalkosten in Höhe von 3,4% (bisher: 3,9%) ermittelt. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 34,40 € (bisher: 27,50 €) je Aktie ermittelt und vergeben das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

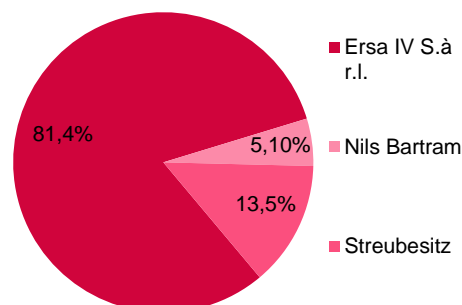
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Übernahmeangebot	4
Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation.....	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2019.....	5
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2019.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019	8
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2019	9
Prognose und Modellannahmen	10
Umsatzprognosen	10
Ergebnisprognosen	11
Bewertung.....	12
Verwendung marktorientierter Beta-Ansatz für die Bewertung	12
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
Bewertungsergebnis.....	13
DCF-Modell.....	14
Anhang	15

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

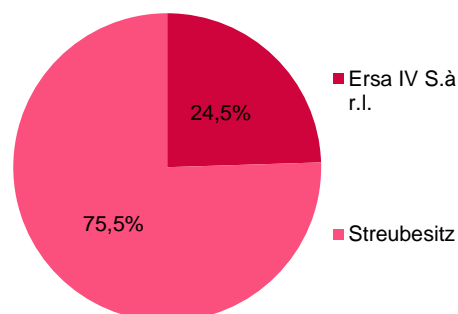
Stammaktien - WKN 501900

Anteilseigner	
Ersa IV S.à r.l.	81,4 %
Nils Bartram	5,1%
Streubesitz	13,5 %
Summe	100,0 %



Vorzugsaktien - WKN 501903

Anteilseigner	
Ersa IV S.à r.l.	24,5 %
Streubesitz	75,5 %
Summe	100,0 %



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Übernahmeangebot

Die Ersa IV S.à r.l. (Ersa), Luxemburg, hat am 25.09.2019 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher Aktien der AGROB Immobilien AG abgegeben. Die Ersa ist eine Holdinggesellschaft und wird von Fonds kontrolliert, welche von verbundenen Unternehmen der Apollo Global Management Inc. (NYSE: APO) verwaltet werden. Der Angebotspreis lag bei 32,00 € je AGROB-Stammaktie und 28,00 € je AGROB-Vorzugsaktie.

Zugleich hatte die Ersa mitgeteilt, dass sie mit der HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG, München (HVB) einen Aktienkaufvertrag abgeschlossen hat, unter dem sie insgesamt 1.735.900 AGROB-Stammaktien (entsprechend ca. 75,02% der AGROB-Stammaktien) zu einem Preis von 32,00 € je AGROB-Stammaktie und 318.420 AGROB-Vorzugsaktien (entsprechend ca. 20,12% der AGROB-Vorzugsaktien) zu einem Preis von 28,00 € je AGROB-Vorzugsaktie erwerben wird.

Schlussendlich lag die gesamte Andienungsquote der freien Aktionäre bei 5,61%.

	Stammaktien	Vorzüge
Von Ersa übernommene Aktien von der HVB GfG	1.735.900	318.420
Angediente Aktien über das Angebot	148.617	70.029
Ersa gesamte Aktienanzahl	1.884.517	388.449
Ausstehende Aktien	2.314.000	1.582.400
Prozentuale Beteiligung der Ersa	81,4%	24,5%

Quelle: GBC

GESCHÄFTSENTWICKLUNG UND VERMÖGENSSITUATION

in Mio. €	1. HJ 2017	1. HJ 2018	1. HJ 2019
Umsatzerlöse	5,67	5,49	5,36
EBITDA	4,43	4,05	3,56
EBITDA-Marge	78,1%	73,8%	66,4%
EBIT	2,65	2,26	1,80
EBIT-Marge	46,8%	41,1%	33,6%
Jahresüberschuss	1,48	1,28	0,90

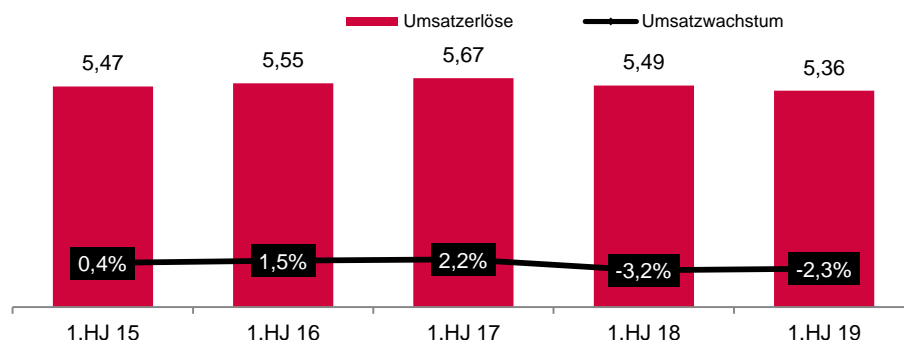
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2019

Die Umsatzerlöse der AGROB Immobilien AG (AGROB) bewegen sich weiterhin auf einem stabilen und hohen Niveau von 5,36 Mio. € (VJ: 5,49 Mio. €). Der leichte Rückgang ist dabei vornehmlich auf einen Leerstand (Halle 18) zurückzuführen, welcher inzwischen wieder vermietet ist.

Die Vermietungssituation konnte im ersten Halbjahr 2019 nochmals verbessert werden und so wurden zwei neue Mieter gewonnen. Zum einen ein Unternehmen im E-Scooter- / E-Mobilitätsbereich für die Halle 18 (2.000 m²) und ein Automobilzulieferer für Bürohallenflächen (800 m²). Hierdurch wurde der Zustand der Vollvermietung wieder hergestellt. Wir gehen davon aus, dass auch die neuen Vermietungen auf einem angepassten Mietniveau erfolgt sind, da der Service und der Standort weiter ausgebaut wurden. Das Unternehmen sieht die neuen Mieter als gute Diversifikation für die Mieterstruktur.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %) auf Halbjahresbasis



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

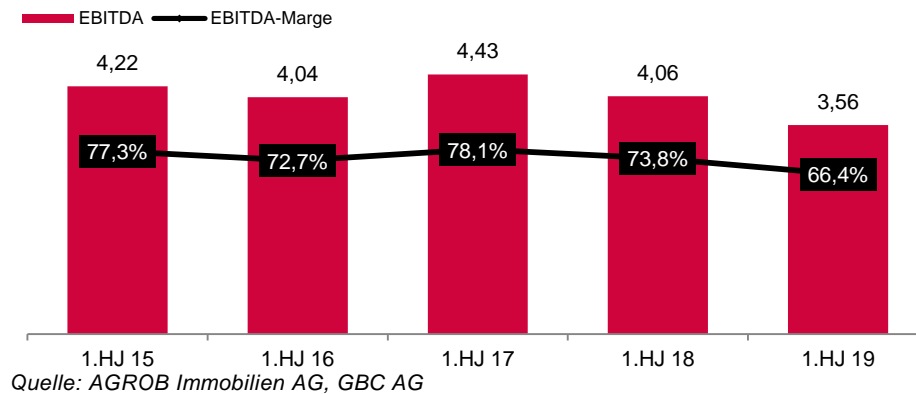
Die Vollvermietung ist unseres Erachtens auch auf die operativen Verbesserungen der AGROB zurückzuführen. Diesbezüglich wurde die Kantine ausgebaut und ein Food Truck Konzept umgesetzt. Weiterhin gibt es nun eine DHL Station sowie Mieträder und E-Scooter auf dem Gelände, was die Standortattraktivität verbessert haben sollte. Diese neuen Konzepte wurden auch im Dialog mit der Mieterschaft entwickelt und wir gehen davon aus, dass weitere Aufwertungsmöglichkeiten im Rahmen des Dialogs ausgelotet werden. Auch die von AGROB in Auftrag gegebene Machbarkeitsstudie sollte wesentliche Meilensteine für eine erfolgreiche und nachhaltige Geschäftsentwicklung definieren.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2019

Das EBITDA reduzierte sich im Vergleich zum Umsatzrückgang überproportional auf 3,56 Mio. € (VJ: 4,06 Mio. €), was einem Margenrückgang von 73,8% (1. HJ 2018) auf 66,4% (1. HJ 2019) entspricht. Hintergrund dieser Entwicklung waren erster Linie vorgezogene Leistungen aus dem geplanten Sanierungs- und Modernisierungsprogramm. Ursprünglich sollten bis 2020 rund 2,50 Mio. € zur Sanierung und Modernisierung in den Immobilienbestand investiert werden. Durch die kurzfristig hohe Verfügbarkeit von

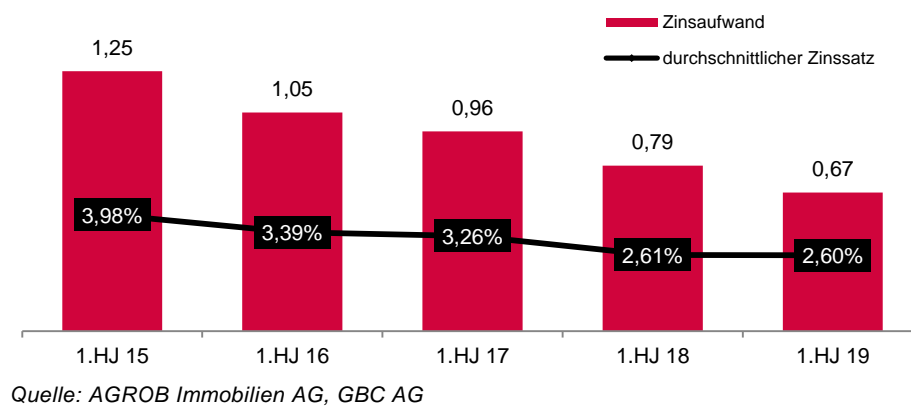
Handwerkerleistungen, welche sonst rar sind, wurde aber bereits ein größerer Anteil des Investitionsplans in das erste Halbjahr 2019 vorgezogen. Entsprechend sollte es in den kommenden Quartalen wieder zu einer leichten Margensteigerung kommen.

Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



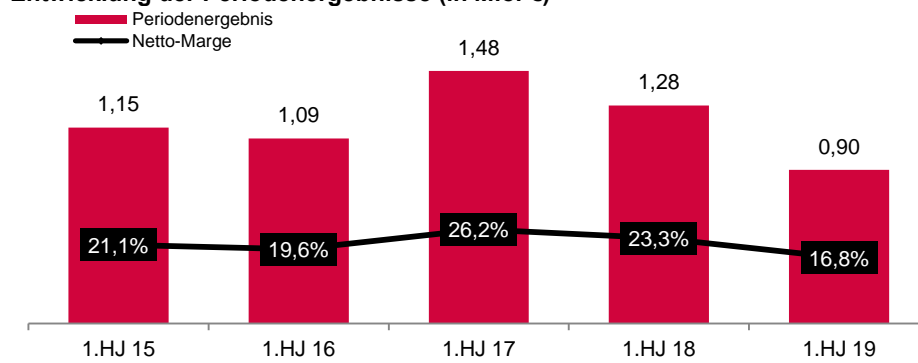
Den höheren operativen Aufwendungen steht aber ein über mehrere Berichtsperioden hinweg anhaltender Rückgang bei den Finanzaufwendungen gegenüber. Durch die kontinuierliche Entschuldung reduzierte sich der Zinsaufwand auch im ersten Halbjahr um 15,2% auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,79 Mio. €). Der durchschnittliche Zinssatz verblieb mit 2,60% (VJ: 2,61%) auf Vorjahresniveau.

Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Insgesamt reduzierte sich das Periodenergebnis von auf 0,90 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €), trotz des gesunkenen Finanzaufwands. Neben den rückläufigen Umsätzen sind hier die höheren Modernisierungsaufwendungen zu erwähnen. Insgesamt ist aber das erste Halbjahr 2019 sehr gut verlaufen für die AGROB und unseres Erachtens bilden die Sanierungsarbeiten den Grundstein, um mittelfristig weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen zu erzielen.

Entwicklung der Periodenergebnisse (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019

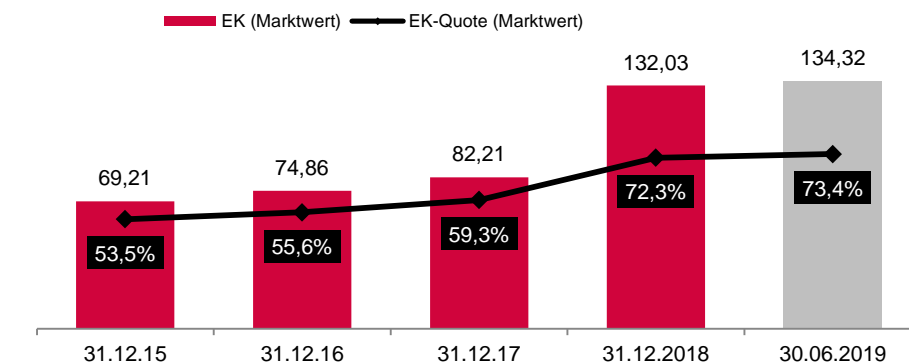
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	26,72	28,16	28,05
EK-Quote (in %)	32,2%	35,7%	36,5%
EK (Marktwert)	82,21	132,03	134,32
EK-Quote (in %) (Marktwert)	59,3%	72,3%	73,4%
Bankverbindlichkeiten	50,98	46,73	45,06
Immobilienvermögen nach HGB	78,82	75,73	74,10
Verkehrswert Immobilienvermögen	134,31	179,60	179,60
Loan-to-Value (LTV)	64,7%	64,7%	61,4%
Verkehrswert LTV	38,0%	26,1%	25,2%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Zum 30.06.2019 verblieb das Eigenkapital mit 28,05 Mio. € auf dem Niveau vom 31.12.2018 (28,16 Mio. €), jedoch stieg die Eigenkapitalquote von 35,7% (31.12.2018) auf 36,5% an. Hierfür verantwortlich waren einerseits der Rückgang von Pensionsrückstellungen sowie andererseits die weitere Tilgung der Bankverbindlichkeiten.

Diese Eigenkapitalbetrachtung unterliegt jedoch dem konservativen Bewertungsansatz des HGB. Dabei werden die Immobilien in der AGROB-Bilanz zu Herstellungskosten bilanziert, was aber nicht dem tatsächlichen Marktwert entspricht. Gemäß dem Verkehrswertgutachten von Colliers liegt der Immobilienwert aktuell bei 179,6 Mio. €. Die Diskrepanz zwischen dem bilanziellen Wert und dem Verkehrswert zeigt die hohen stillen Reserven des Unternehmens auf. Entsprechend belaufen sich die stillen Reserven aktuell auf rund 106,28 Mio. €. Zusätzliche Wertpotenziale sieht das Unternehmen in der Entwicklung und Baurealisierung der Neubaugrundstücke. Entsprechend liegt auch das Eigenkapital gemäß Verkehrswert bei 134,32 Mio. € (31.12.2018: 132,03 Mio. €), was einer sehr hohen Eigenkapitalquote (Verkehrswert) von 73,4% (31.12.2018: 72,3%) entspricht.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %) nach Marktwert



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das Unternehmen tilgt sukzessive die Bankverbindlichkeiten, was zu einer Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes führt. Hierdurch konnte AGROB stetige Ergebnisverbesserungen erzielen. Zum 30.06.2019 beliefen sich die Bankverbindlichkeiten auf 45,06 Mio. € (31.12.2018: 46,73 Mio. €) und wurden damit abermals gemindert.

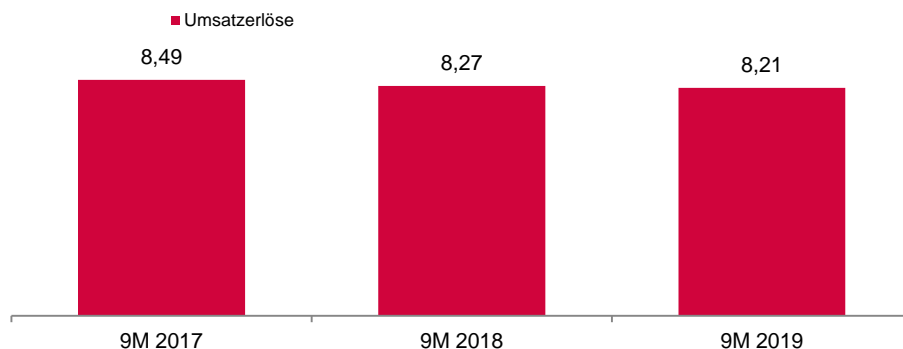
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2019

GuV (in Mio. €)	9M 2017	9M 2018	9M 2019
Gesamtleistung	8,73	8,77	8,26
Umsatzerlöse	8,49	8,27	8,21
EBITDA	6,40	5,88	5,44
EBITDA-Marge	75,4%	71,1%	66,3%
EBIT	3,74	3,19	2,80
EBIT-Marge	44,1%	38,6%	34,1%
Periodenergebnis	2,21	1,89	1,55

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Nach den ersten 9 Monaten 2019 lag der Umsatz mit 8,21 Mio. € (VJ: 8,27 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Hintergrund des Umsatzrückgangs waren die Teilrückgaben von Mietflächen durch die Plazamedia. Die gekündigten Flächen konnten zu rund 50% neu vermietet werden und sollen nun marktconformen Mietkonditionen entsprechen, was unseres Erachtens eine positive Entwicklung für die Gesellschaft ist. Wir gehen davon aus, dass mittelfristig der komplette Leerstand abgebaut wird. Weiterhin wurde der Mietvertrag für die Ziegelei 101 (2.500 m²) um drei Jahre verlängert.

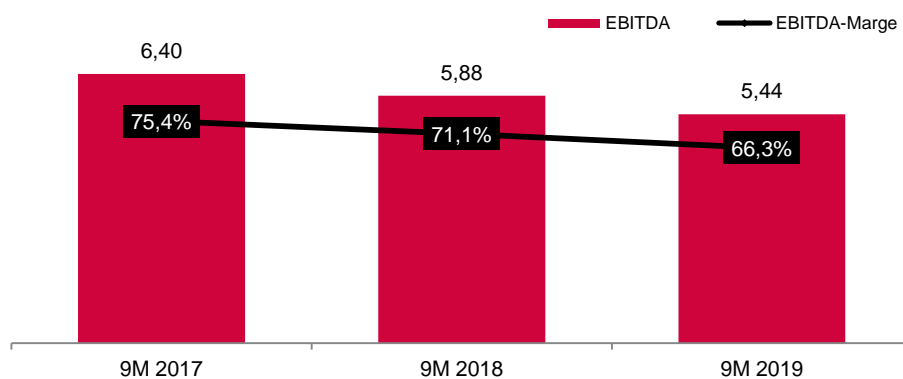
Entwicklung der Umsatzerlöse und des Wachstums der Umsatzerlöse



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Durch die vorgezogenen Instandhaltungsmaßnahmen lag das Ergebnis leicht unter dem Vorjahresniveau. Das EBITDA belief sich nach 9 Monaten 2019 auf 5,44 Mio. € gegenüber 5,88 Mio. € im Vorjahreszeitraum, was zu einer EBITDA-Margenreduktion von 71,1% (9M 2018) auf 66,3% (9M 2019) führte. Das Periodenergebnis lag mit 1,55 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) ebenfalls leicht unter dem Vorjahresergebnis. Im Rahmen der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen wurde die Ergebnis-Guidance von 1,8 bis 2,0 Mio. € bestätigt.

Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen

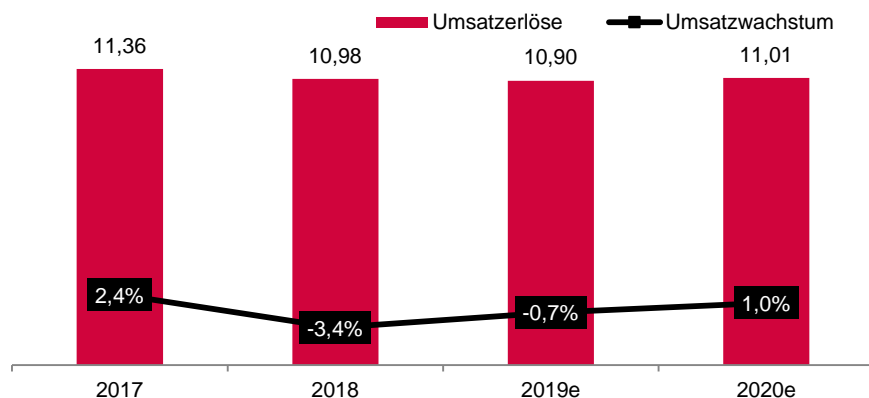
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	10,98	10,90	11,01
EBITDA	8,09	7,33	7,37
EBITDA-Marge	73,7%	67,2%	66,9%
EBIT	4,49	3,73	3,72
EBIT-Marge	40,9%	34,2%	33,8%
Jahresüberschuss	2,45	1,99	2,10
EPS in €	0,51	0,39	0,42

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Unverändert hat das Management für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 10,8 bis 11,0 Mio. € und einen Jahresüberschuss zwischen 1,80 bis 2,00 Mio. € in Aussicht gestellt. Durch die Teilrückgaben von Plazamedia-Flächen kam es im Geschäftsjahr 2018 zu leichten Umsatzrückgängen. Wir gehen davon aus, dass im Jahr 2019 das Umsatzniveau mit 10,90 Mio. € etwa auf dem Umsatzniveau des Vorjahres (VJ: 10,98 Mio. €) gelegen hat. Unseres Erachtens sollte im Jahr 2020 wieder eine leichte Umsatzsteigerung um 1,0 % auf 11,01 Mio. € einsetzen, welche sich auch in den Folgejahren fortsetzen sollte. Wir gehen davon aus, dass mittelfristig der Umsatz durch höhere Mietrenditen erzielt werden sollte. Hierfür plant das Management rund 2,5 Mio. € bis 2020 zu investieren, um den Immobilienbestand zu sanieren und zu modernisieren. Dies soll auch in Absprache mit den Bestandsmietern erfolgen, um so bestmögliche Verbesserungen für alle Stakeholder zu erzielen. Dies sollte sich positiv im durchschnittlichen Mietzins widerspiegeln, welcher wahrscheinlich im Rahmen von Mietverlängerungen und neuen Mietverträgen ein marktkonformes Niveau erreichen wird.

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



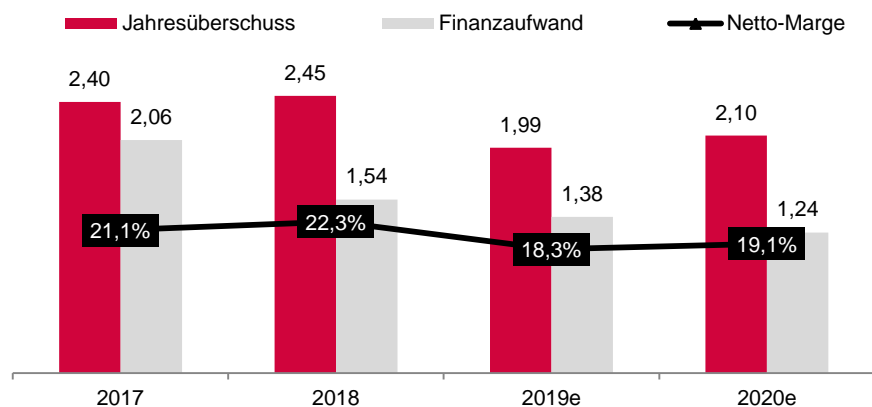
Quelle: GBC AG

Neben den bereits erzielten Standortaufwertungen durch z.B. ausgebaute Kantinen und Food Trucks, soll auch eine verbesserte Nahversorgung geschaffen werden und möglicherweise eine Kinderkrippe eingerichtet werden. Dies könnte insgesamt den bereits sehr guten Standort nochmals aufwerten. Weitere Wertsteigerungen sollten im Rahmen der Baurealsierungen auf den unbebauten Grundstücken (Baurecht vorhanden) erfolgen.

Ergebnisprognosen

Die AGROB Immobilien AG zeichnet sich durch eine hohe Kostendisziplin und einen Lean-Management-Ansatz aus. Darüberhinaus führt das Unternehmen sukzessive Kredite zurück und reduziert stetig den Finanzaufwand.

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



Quelle: GBC AG

Wir erwarten, dass sich der Finanzaufwand von 1,54 Mio. € (2018) auf 1,38 Mio. € (2019) reduziert hat und auf 1,24 Mio. € im Jahr 2020 zurückgeht. Gegenläufig hierzu plant das Unternehmen rund 2,5 Mio. € bis 2020 für Modernisierungsmaßnahmen auszugeben. Insgesamt gehen wir davon aus, dass im Geschäftsjahr 2019 mit 1,99 Mio. € das obere Ende der Ergebnisguidance (1,8 bis 2,0 Mio. €) erreicht wurde und erwarten eine Ergebnissteigerung auf 2,10 Mio. € im Jahr 2020.

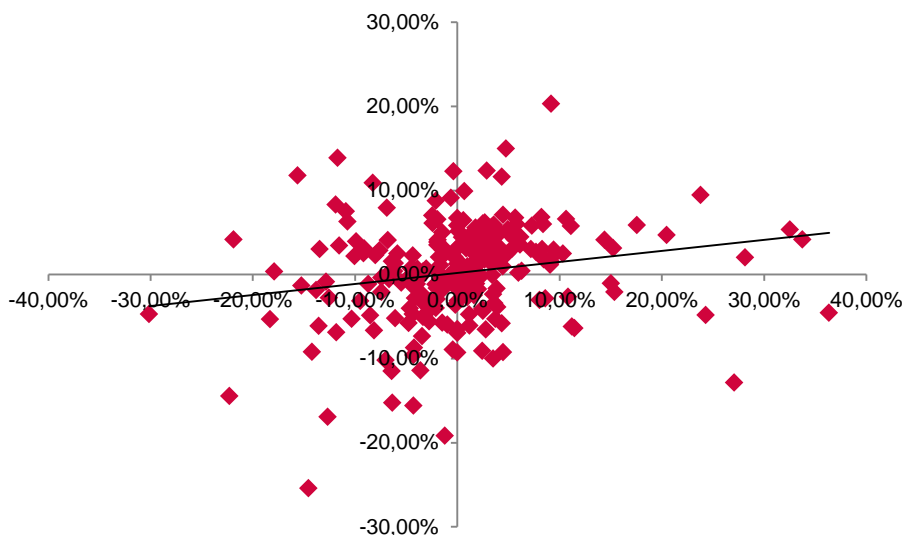
BEWERTUNG

Verwendung marktorientierter Beta-Ansatz für die Bewertung

Der im Rahmen unserer bisherigen Finanzanalysen verwendete Beta-Ansatz zur Bestimmung der Kapitalkosten basierte auf einer konservativen fundamentalen Herangehensweise, mit einem impliziten fundamentalen Small-Cap-Risikoaufschlag. Mit Blick auf den erfolgten Wechsel des Großaktionärs ist hingegen eine stärkere Marktorientierung bei der Beta-Ermittlung angebracht.

Im Vordergrund steht dabei die Ermittlung des unternehmensspezifischen Betas unter Einbezug eines Vergleichsindex. Als Vergleichsindex ziehen wir den DAX (Kurs) Index heran. Für die Ermittlung eines nach *Blume* geglätteten Betas haben wir monatliche Renditen über einen 20-jährigen Zeitraum ermittelt. Hieraus ergibt sich folgende Regressionsanalyse:

Regressionsanalyse DAX vs. AGROB Immobilien AG



Quelle: ariva.de; GBC AG

Das nach *Blume* geglättete marktorientierte Beta beläuft sich auf 0,52.

Im Rahmen der bisherigen konservativen fundamentalen Herangehensweise mit impliziertem Small-Cap-Risikoaufschlag hatten wir ein Beta von 0,80 verwendet.

	Fundamentales Beta	Marktabgeleitetes Beta	Gewichtetes Beta
Gewichtung	50 %	50 %	
	0,80	0,52	0,66

Als Grundlage für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten haben wir das bisherige fundamentale Beta damit um den marktorientierten Ansatz ergänzt und als Ergebnis in einer Gleichgewichtung beider Verfahren ein Beta von 0,66 ermittelt.

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 1,0% (bisher: 1,0%).

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 marktorientiertes Beta von 0,66 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,4% (bisher: 3,9%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 30,62 €. Hinzu kommen nicht-operative genutzte Vermögenswerte, nämlich unbebaute Grundstücke und Baurechte. Diese wurden laut Wertgutachten mit 14,72 Mio. € angesetzt und in Summe mit dem operativen Geschäft ergibt sich hieraus ein fairer Wert in Höhe von 134,02 Mio. € bzw. 34,40 € je Aktie. Die Anhebung des Kursziels ist dabei insbesondere eine Folge des Einbezugs eines marktorientierten Beta und der daraus resultierenden niedrigeren gewichteten Kapitalkosten.

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	-0,56	-0,56	-0,89	-0,90	-0,92	-0,93	-0,95	-0,96	
zu EBITA	15,1%	15,0%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	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	165,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	161,12	162,02
Barwert expliziter FCFs	30,03	26,45
Barwert des Continuing Value	131,08	135,57
Nettoschulden (Net debt)	30,35	28,00
Wert des Eigenkapitals	130,77	134,02
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	130,77	134,02
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,56	34,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,66
Eigenkapitalkosten	4,6%
Zielgewichtung	55,0%
Fremdkapitalkosten	2,6%
Zielgewichtung	45,0%
Taxshield	25,0%
WACC	3,4%

Kapitalrendite	WACC				
	2,8%	3,1%	3,4%	3,7%	4,0%
6,3%	43,34	36,51	31,39	27,40	24,21
6,5%	45,41	38,26	32,89	28,72	25,38
6,8%	47,49	40,01	34,40	30,03	26,54
7,0%	49,56	41,76	35,91	31,35	27,71
7,3%	51,64	43,51	37,41	32,67	28,88

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>

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>

§ 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>

§ 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,5b,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 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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

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“