



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



Gute Entwicklungen im Geschäftsjahr 2019

-

Weiteres Wachstum und Ergebnisverbesserungen in Aussicht

**Kursziel: 36,33 €
(bisher: 34,40 €)**

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21

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: 12.05.2020 (18:04 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 14.05.2020 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

AGROB Immobilien AG^{*5a,7,11}

Kursziel: 36,33 €
(bisher: 34,40 €)
Rating: Kaufen

aktueller Kurs / ST: 28,80 EUR
aktueller Kurs / VZ: 25,80 EUR
21.04.2020 / 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: 106,19
EnterpriseValue³: 148,90
³ 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 22

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

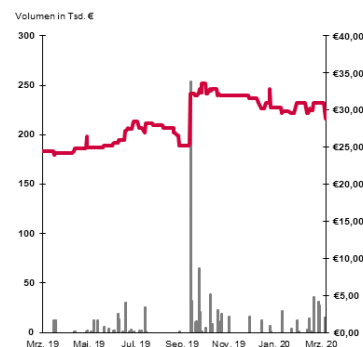
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2019

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, FUNKE Medien-Gruppe, HSE24, PLAZAMEDIA, Janus TV, ARRI Rental Deutschland sowie Sport1.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	10,98	10,97	11,00	11,11
EBITDA	8,27	7,48	7,25	7,35
EBIT	4,67	3,95	3,65	3,78
Jahresüberschuss	2,45	2,09	1,94	2,01

Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,24	0,03	0,24	0,24
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,29	0,08	0,29	0,29

Kennzahlen

EV/Umsatz	13,68	13,69	13,65	13,52
EV/EBITDA	18,17	20,08	20,73	20,44
EV/EBIT	32,14	37,98	41,20	39,69
KGV	43,82	51,45	55,39	53,49
KBV		3,68		

Finanztermine

Versoben: Hauptversammlung 2020
28.08.2020: Halbjahresfinanzbericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.02.2020: RG / 34,40 / KAUFEN
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

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 hat die AGROB Immobilien AG den Status Vollvermietung wiederhergestellt. Die Vermietungsquote liegt bei 99% (VJ: 96,1%) und es wurden 10,97 Mio. € Umsatz erzielt (VJ: 10,98 Mio. €). Es wurden zahlreiche Standortaufwertungen vorgenommen, wie z.B. die Modernisierung der Kantine und ein Food Truck Konzept eingeführt. Bezogen auf die Laufzeitstruktur laufen nun 80% der Mietverträge bis zu 3 Jahre (VJ: 40%) und es sollten durch die zahlreichen Standortverbesserungen im Rahmen der Mietverlängerungen auch Mietzinssteigerungen möglich sein.
- Der Jahresüberschuss reduzierte sich leicht auf 2,09 Mio. € (VJ: 2,45 Mio. €) dieser lag jedoch über der Guidance (1,8 – 2,0 Mio. €) und über unseren Prognosen (1,99 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung waren entstandene Sonderkosten im Zuge des Wechsels des Hauptaktionärs und darüber hinaus wurden zahlreiche Modernisierungsmaßnahmen umgesetzt, wie z.B. die Modernisierung der Heizungsanlage und der Kantine. Gegenläufig hierzu reduzierte sich der Finanzaufwand weiter auf 1,33 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €).
- Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2020 liegt bei einem Umsatz von 10,80 bis 11,10 Mio. € und einem Jahresüberschuss in Höhe von 1,80 bis 2,00 Mio. €. Wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 11,00 Mio. € im Jahr 2020 und 11,11 im Jahr 2021. Durch die langlaufenden Mietverträge ist eine hohe Planungssicherheit vor dem Hintergrund des Corona-Virus gegeben. Unsere Prognose liegt am oberen Ende der Guidance, da aktuell eine Vollvermietung vorliegt, auch wenn der Mietvertrag der Halle 18 mit ca. 2.000m² im Juni 2020 ausläuft. Weiterhin plant das Unternehmen nun das Bauvorhaben umzusetzen und rechnet mit einer Baugenehmigung in den nächsten 4 bis 7 Monaten (Stand März 2020). Das Bauprojekt soll in den nächsten 3 Jahren abgeschlossen sein und eine vermietbare Fläche von rund 10.000m² schaffen. Dies würde zusätzliche Umsatzerlöse von etwa 1,70 bis 2,00 Mio. € bedeuten. Dem gegenüber stehen Erstellungskosten von 28,00 bis 33,00 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollten. Wir gehen aber davon aus, dass im aktuellen Marktumfeld ein bilanziell so gut aufgestelltes Unternehmen einen Finanzierungszins von unter 1% erhalten sollte.
- Für die Finanzierung des Neubauprojektes wurde die Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen eingestellt und für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 wird der Hauptversammlung eine Dividende in Höhe von 0,03 € für die Stammaktien und 0,08 € für die Vorzugsaktien vorgeschlagen. Hierbei soll es sich um eine einmalige Maßnahme zur Projektfinanzierung handeln und wir erwarten eine normale Dividende in den kommenden Jahren.
- Die Modernisierungsmaßnahmen sollten im laufenden Geschäftsjahr 2020 abgeschlossen werden und das Neubauvorhaben soll angegangen werden. Hierdurch entstehen weitere Kosten und wir gehen von einem Jahresüberschuss in Höhe von 1,94 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr 2020 und 2,01 Mio. € im Jahr 2021 aus.
- **Durch den deutlichen Umsatzsprung, welcher durch das Neubauvorhaben ab dem Geschäftsjahr 2024 erzielt werden sollte, haben wir unsere mittel- bis langfristigen Prognosen entsprechend angepasst und haben auf Basis unseres DCF-Modells einen fairen Wert in Höhe von 36,33 € je Aktie (bisher: 34,40 €) ermittelt und vergeben vor dem Hintergrund des hohen Upsidepotenzials das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

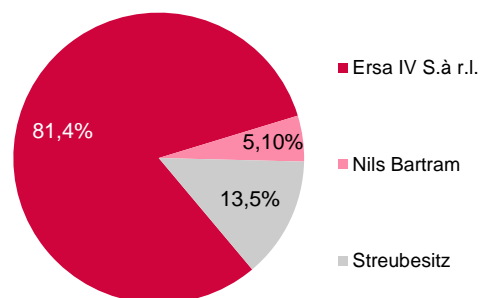
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2019	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019	12
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	18
Verwendung marktorientierter Beta-Ansatz für die Bewertung	18
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Stammaktien - WKN 501900

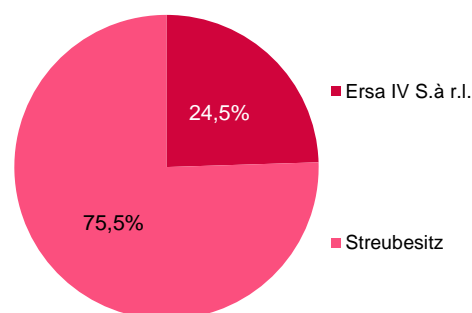
Anteilseigner	
Ersa IV S.à r.l.	81,4 %
Nils Bartram	5,1 %
Streubesitz	13,5 %
Summe	100,0 %



Vorzugsaktien - WKN 501903

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

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG



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, FUNKE Zeitschriften Service, Homeshopping Europe, Sport1 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

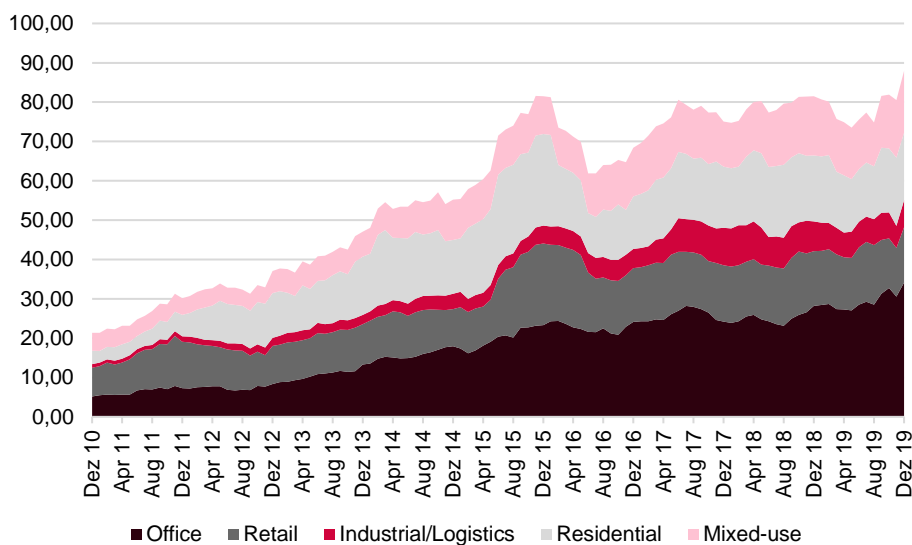
Der EZB-Rat hat am 23. Januar 2020 beschlossen, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % zu belassen. Der EZB-Rat wird die Nettoankäufe im Rahmen seines Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP - Asset Purchase Programme) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. € fortsetzen.

Darüber hinaus hat der EZB-Rat beschlossen, ein neues befristetes Programm zum Erwerb von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors zu starten, um den geldpolitischen Risiken für den Euroraum entgegenzuwirken, die sich aus dem Ausbruch und der eskalierenden Verbreitung des Coronavirus COVID-19 ergeben. Dieses neue Pandemie-Notkaufprogramm (PEPP) wird ein Gesamtvolumen von 750 Mrd. € umfassen. Die Käufe werden bis Ende 2020 durchgeführt und umfassen alle im Rahmen des bestehenden Programms zum Erwerb von Vermögenswerten (APP) förderfähigen Kategorien von Vermögenswerten. Der EZB-Rat wird die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP beenden, sobald er der Ansicht ist, dass die Coronavirus-Krisenphase vorbei ist, auf keinen Fall aber vor Ende des Jahres 2020. Somit wird die expansive Geldpolitik fortgesetzt um Wachstum und Inflation zu stimulieren.

Der schwache Index des Geschäftsvertrauens der Unternehmen (OECD) im Januar und Februar 2020 deutet darauf hin, dass die Wirtschaftstätigkeit schwach bleiben wird. Darüber hinaus dürfte sich der Ausbruch des Coronavirus in Europa negativ auf das verarbeitende Gewerbe und den Tourismussektor auswirken.

Die Absichten der Investoren sind weiterhin positiv für europäische Immobilien, unterstützt durch sehr günstige Finanzierungen und vergleichsweise attraktive Renditen. Da die akkommodierende Geldpolitik mindestens ein weiteres Jahr andauert, bleiben die rekordtiefen Zinsen für die Investoren bestehen. Tatsächlich hat sich der Renditeabstand zwischen den Renditen für erstklassige Büroräume und den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den letzten zwei Jahren im Durchschnitt um 37 Basispunkte ausgeweitet, was die Immobilien noch attraktiver erscheinen lässt (Savills).

Transaktionsvolumen Deutschland (vergangene 12 Monate rollierend)



Quelle: Savills, GBC

Bereits im ersten Monat des Jahres wurden auf dem deutschen Markt rekordhohe Investitionsvolumina verzeichnet. Mit einem Transaktionsvolumen von fast 5,7 Mrd. € war der Januar 2020 der stärkste Januar für Investitionen in der Geschichte. Das rollierende Zwölfmonats-Transaktionsvolumen liegt bei ca. 90,8 Mrd. € und ist damit rund 2% höher als im Dezember.

Es ist noch zu früh, um die Auswirkungen des Coronavirus auf Immobilien zu sehen, die als Asset-Klasse typischerweise mit einer Verzögerung auf Schocks reagieren. Dennoch erwarten wir, dass die unmittelbare Auswirkung einerseits insbesondere bei grenzüberschreitenden Transaktionen zu Verzögerungen führen wird, andererseits eine "Flucht in Qualität" in Richtung der wichtigsten Märkte und Vermögenswerte zur Risikominimierung einsetzen wird. Die am stärksten gefährdeten Segmente sind unseres Erachtens Tourismus, Freizeit und Einzelhandel. Es wird davon ausgegangen, dass die Aktivitäten in der zweiten Jahreshälfte wieder anziehen werden, wenn der Corona-Ausbruch bis zum Sommer erfolgreich eingedämmt werden sollte. In diesem Fall könnten wir ein weiteres starkes Jahr mit einem starken Investitionsumsatz erleben, der durch die Erholung der Volumina und die starke Nachfrage der Investoren auf den Kernmärkten angetrieben wird.

Aus heutiger Sicht deutet nichts darauf hin, dass der Zyklus in diesem Jahr zu Ende geht. Da das Nullzinsumfeld auf absehbare Zeit bestehen bleibt, könnte der Zyklus trotz der schwächeren Konjunkturaussichten noch viele Jahre andauern. Für das Jahr 2020 erwarten wir, dass wieder mehr Kapital für Immobilieninvestitionen in Deutschland zur Verfügung stehen wird als möglicherweise investiert werden kann. Daher erwarten wir, außer für den Einzelhandel, erneut ein sehr hohes Transaktionsvolumen.

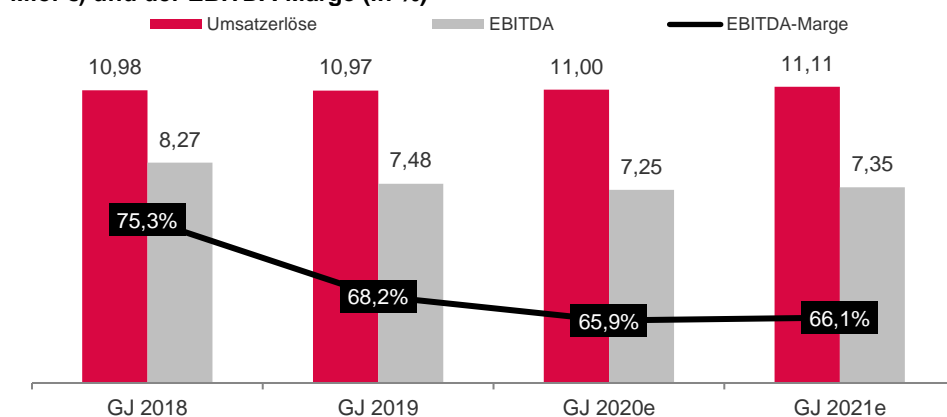
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	10,98	10,97	11,00	11,11
Sonstige betriebliche Erträge	0,79	0,23	0,25	0,25
Materialaufwand	-2,26	-2,09	-2,15	-2,17
Personalaufwand	-0,67	-0,92	-0,93	-0,95
Abschreibungen	-3,59	-3,52	-3,60	-3,56
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,57	-0,71	-0,92	-0,89
EBIT	4,67	3,95	3,65	3,78
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,54	-1,33	-1,19	-1,25
Steuern	-0,50	-0,36	-0,33	-0,34
Sonstige Steuern	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18
Jahresüberschuss	2,45	2,09	1,94	2,01
<hr/>				
Umsatzerlöse	10,98	10,97	11,00	11,11
EBITDA	8,27	7,48	7,25	7,35
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>75,3%</i>	<i>68,2%</i>	<i>65,9%</i>	<i>66,1%</i>
EBIT	4,67	3,95	3,65	3,78
<i>EBIT-Marge</i>	<i>42,6%</i>	<i>36,0%</i>	<i>33,1%</i>	<i>34,1%</i>
Nettoergebnis	2,45	2,09	1,94	2,01
<i>Netto-Marge</i>	<i>22,3%</i>	<i>19,0%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,1%</i>

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung und Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €), des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	11,36	10,98	10,97
EBITDA	8,58	8,27	7,48
EBITDA-Marge	75,6%	75,3%	68,2%
EBIT	5,02	4,67	3,95
EBIT-Marge	44,2%	42,6%	36,0%
Jahresüberschuss	2,40	2,45	2,09
EPS in €	0,50	0,51	0,50

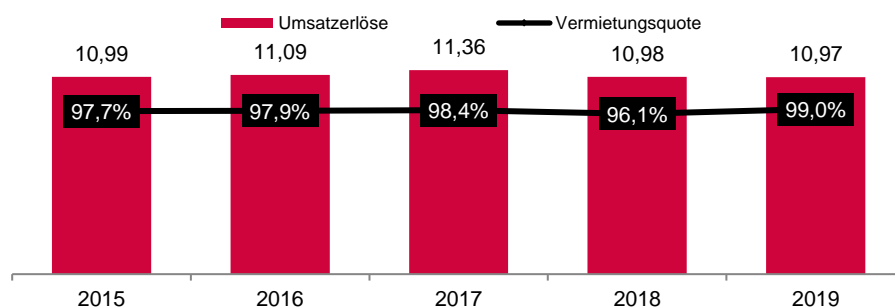
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 verblieben die Umsatzerlöse mit 10,97 Mio. € (VJ: 10,98 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Ein leichter Rückgang der Nettomieten auf 9,19 Mio. € (VJ: 9,35 Mio. €) konnte dabei durch leicht höhere Nebenkosten in Höhe von 1,79 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €) kompensiert werden.

In 2019 wurde der Zustand der Vollvermietung wiederhergestellt und 99,0% der Mietflächen (VJ: 96,1%) sind nun wieder vermietet. Dies ist zudem der höchste Vermietungsstand der Unternehmensgeschichte, wobei die Stellplätze seit 2017 separat ausgewiesen werden. Hier zeigt sich die hohe Attraktivität des Standorts und die weiterhin gute Nachfrage nach hochwertigen Mietflächen.

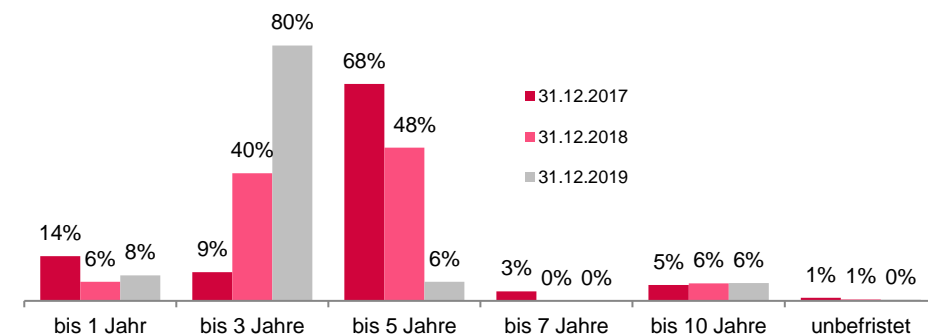
Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote der Hauptnutzflächen (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; * Seit dem Geschäftsbericht 2017 werden die Pkw-Stellplätze nicht mehr über m²-Flächen ausgewiesen, sondern über die Stückzahl. Entsprechend haben wir die Vermietungsquote ab 2017 exklusive der PKW-Stellplätze ermittelt.

Zur Verbesserung des Standorts wurde unter anderem die Kantine modernisiert, ein Food Truck Konzept umgesetzt, sowie eine DHL-Station und Mieträder installiert. Diese Maßnahmen wurden auch im Dialog mit den Mietern entwickelt und sollten somit auch zur Mieterbindung beitragen.

Laufzeitstruktur der Mietverträge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

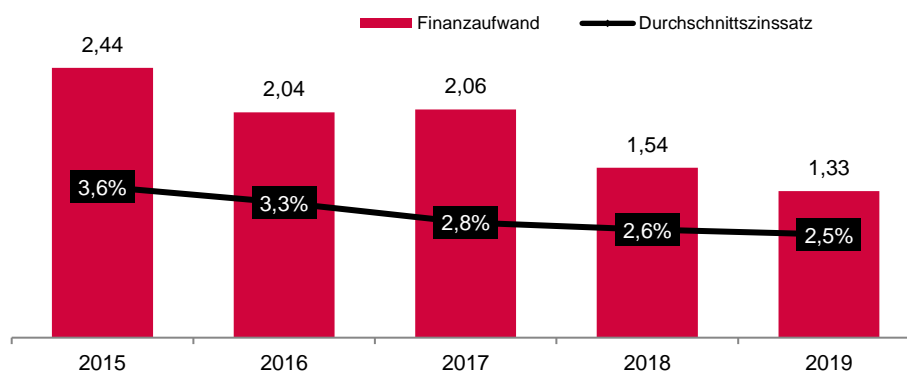
In der Laufzeitstruktur der Mietverträge zeigt sich, dass nun 80% der Mietverträge eine Laufzeit von bis zu 3 Jahren aufweist (VJ: 40%). Dies könnte sich als Chance für das Unternehmen erweisen, im Rahmen von Vertragsverlängerungen einen angepassten Mietzins zu verhandeln. Dies sollte insbesondere in Bezug auf die umgesetzten Standortverbesserungen umsetzbar sein. Sollten keine Verlängerungen möglich sein, gehen wir davon aus, dass freiwerdende Mietflächen auch kurzfristig neuvermietet werden können.

Ergebnisentwicklung

Mit einem EBITDA in Höhe von 7,48 Mio. € (VJ: 8,27 Mio. €) konnte ein sehr gutes operatives Ergebnis erzielt werden. Hier ist zu beachten, dass es zu Sonderkosten im Rahmen des Modernisierungsprogramms und zu weiteren Beratungskosten im Rahmen des Wechsels des Großaktionärs kam. Im Rahmen des Modernisierungsprogramms wurden die Kantine und die Heizungsanlage überarbeitet. Die Heizungsanlage, welche rund 60% der Mietfläche beheizt, war etwa 30 Jahre alt und wurde nun schrittweise modernisiert. Dies sollte sich auch positiv für die Mieter auswirken, da sich hierdurch die Nebenkosten reduzieren sollten, was ebenfalls zur Aufwertung des Standorts beiträgt.

Zudem fielen juristische Beratungskosten im Rahmen des Wechsels des Großaktionärs an. Gegenläufig hierzu reduzierte sich der Finanzaufwand weiter auf 1,33 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €), bedingt durch die kontinuierliche Tilgung der Kredite und einem rückläufigen durchschnittlichen Zinssatz. Im Geschäftsjahr 2019 wurden Kredite in Höhe von 3,23 Mio. € (VJ: 4,18 Mio. €) getilgt und der Durchschnittszinssatz reduzierte sich auf 2,5% (VJ: 2,6%).

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

In Summe lag der Jahresüberschuss bei 2,09 Mio. € (VJ: 2,45), was vor dem Hintergrund der höheren Pensionsauflösungen im Vorjahr und der höheren Belastungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 unseres Erachtens ein sehr guter Wert ist.

GBC Prognosen im Vergleich zum erzielten Unternehmensergebnis

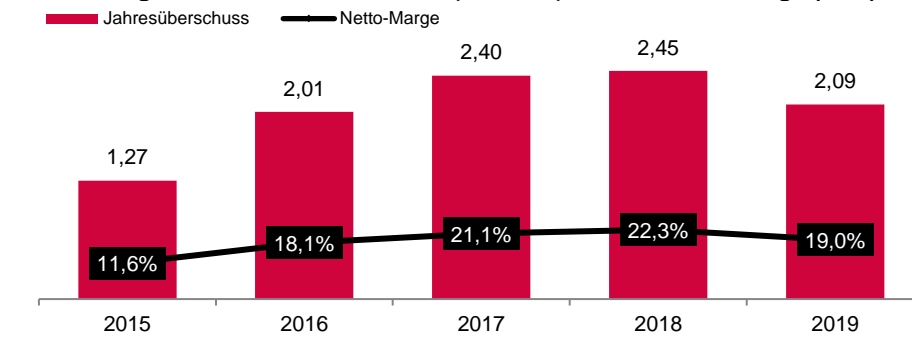
in Mio. €	GJ 2019	GBC Prognose	Δ Prognose
Umsatzerlöse	10,97	10,90	0,0%
Jahresüberschuss	2,09	1,99	+5,0%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Mit dem erzielten Jahresüberschuss in Höhe von 2,09 Mio. € wurde die Guidance von 1,8 bis 2,0 Mio. € leicht übertroffen. Auch die GBC Prognose in Höhe von 1,99 Mio. €,

welche am oberen Ende der Guidance lag, wurde entsprechend übertroffen. Hier zeigt sich auch die gute Planbarkeit und die hohe Umsatz- und Ergebnissicherheit des Geschäftsmodells der AGROB Immobilien AG. Die GBC-Prognosen lagen dabei nur unwesentlich neben den tatsächlich erzielten Ergebnissen.

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung Q1 2020

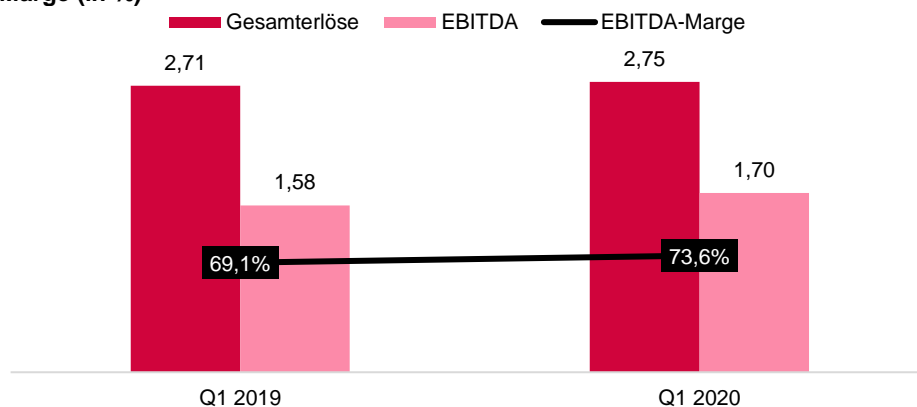
GuV (in Mio. €)	Q1 2019	Q1 2020
Mieterlöse	2,28	2,31
Gesamterlöse	2,71	2,75
EBITDA	1,58	1,70
<i>EBITDA-Marge*</i>	69,1%	73,6%
EBIT	0,70	0,82
<i>EBIT-Marge</i>	30,7%	35,5%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; *Marge bezogen auf die Mieterlöse

Das erste Quartal 2020 ist im Rahmen der Erwartungen verlaufen und im Zuge der Q1-Zahlen wurde auch die Guidance bestätigt. Die Mieterlöse im ersten Quartal 2020 beliefen sich auf 2,31 Mio. € (VJ: 2,28 Mio. €) und die Gesamterlöse auf 2,75 Mio. € (VJ: 2,71 Mio. €). Ergebnisseitig wurde ein EBITDA in Höhe von 1,70 Mio. € erzielt, welches leicht über dem Vorjahresniveau lag und somit zu einer EBITDA-Margenverbesserung von 69,1% auf 73,6% führte (Marge bezogen auf die Mieterlöse). Extrapoliert auf das Gesamtjahr würden sich Mieterlöse in Höhe von 9,23 Mio. €, Gesamterlöse in Höhe von 10,98 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 6,79 Mio. € ergeben. Dies würde in die Guidance passen (Umsatz: 10,80 bis 11,10 Mio. €; Jahresüberschuss 1,80 bis 2,0 Mio. €).

Im Rahmen der Veröffentlichung wurde auch nochmals bestätigt, dass das Unternehmen aktuell kaum von der Corona-Krise betroffen zu sein scheint und weder Mietausfälle noch Mietrückstände zu verzeichnen hat.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

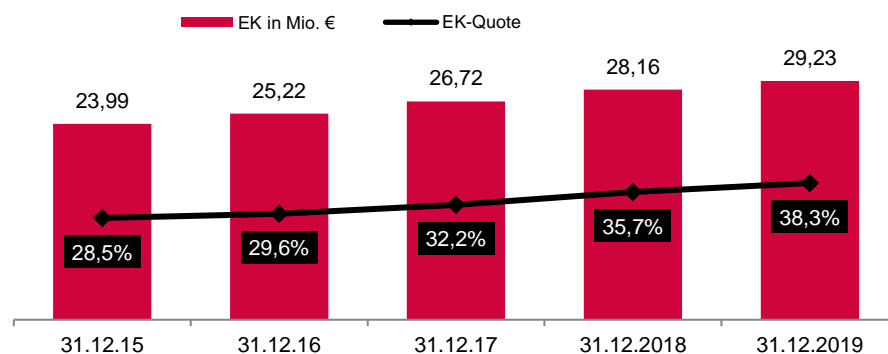
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019

in Mio. €	31.12.17	31.12.18	31.12.19
Eigenkapital	26,72	28,16	29,23
EK-Quote (in %)	32,2%	35,7%	38,3%
Verkehrswert Eigenkapital	82,21	132,03	136,09
Verkehrswert EK-Quote (in %)	59,4%	72,3%	74,3%
Bankverbindlichkeiten	50,98	46,73	43,73
Bilanzansatz Immobilienvermögen	78,82	75,73	72,74
Verkehrswert Immobilienvermögen	134,31	179,60	179,60
Loan-to-Value (LTV)	64,7%	61,7%	60,1%
Verkehrswert LTV	38,0%	26,0%	24,4%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG weiterhin sehr gut aufgestellt. Der neue Wirtschaftsprüfer Ebner Stolz (vorher: Deloitte) erteilte ebenfalls einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk.

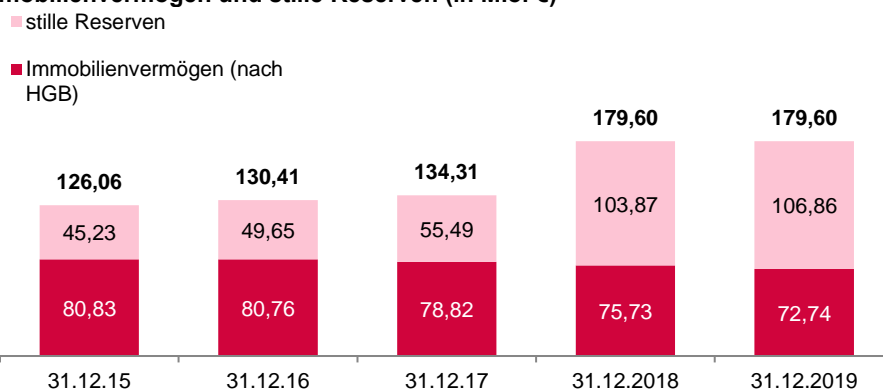
Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das Eigenkapital erhöhte sich durch den Bilanzgewinn und die gebildeten Rücklagen auf 29,23 Mio. € (31.12.2018: 28,16 Mio. €). Durch die sukzessive Tilgung der Bankverbindlichkeiten um 3,28 Mio. € auf 43,45 (31.12.2018: 46,74 Mio. €) reduzierte sich die Bilanzsumme auf 76,41 Mio. € (31.12.2018: 78,85 Mio. €). Entsprechend erhöhte sich die Eigenkapitalquote von 35,7% (31.12.2018) auf 38,3% (31.12.2019).

Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die AGROB Immobilien AG erstellt die Bilanz nach den HGB-Grundsätzen und bilanziert somit die Immobilien zu Herstellungskosten abzüglich Abschreibungen. Dieser bilanzielle Wert liegt jedoch deutlich unter dem tatsächlichen Marktwert der Immobilien. Aus dieser

Diskrepanz ergeben sich umfangreiche stille Reserven. In der Bilanz sind die Immobilien mit 72,74 Mio. € aufgeführt (31.12.2018: 75,73 Mio. €). Aus der letzten Verkehrswertstudie des Unternehmens ergibt sich jedoch ein Immobilienwert in Höhe von 179,60 Mio. €. Entsprechend verfügt das Unternehmen über stille Reserven in Höhe von 106,86 Mio. € (31.12.2018: 103,87 Mio. €).

Unter Hinzurechnung der stillen Reserven liegt auch das Eigenkapital nach Marktwert bei 136,09 Mio. € (31.12.2018: 132,03 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 74,3% (31.12.2018: 72,3%) entspricht. Somit ist das Unternehmen vergleichsweise konservativ finanziert und bilanziell hervorragend aufgestellt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Äußerst niedrige Leerstandsquote, die weit unter dem durchschnittlichen Branchenwert liegt und Stabilität in Bezug auf die Mieteinnahmen gewährleistet. • Vorausschauende Finanzplanung und vorzeitige Zinssicherung resultiert in weiter sinkenden Zinsaufwendungen. • Dividendenkontinuität bietet den Aktionären Sicherheit. • Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit. • Eine sukzessive verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von bestimmten Ankermietern führt zu geringem Verhandlungsspielraum bei der Prolongation von Mietverträgen. • Spezialisierung auf den Mieterkreis von Medienunternehmen und nahestehenden Unternehmen schafft Abhängigkeiten von der Medienbranche. • Schaffung neuer Flächen und damit zusätzliches Angebot innerhalb Münchens könnte zu einer weiteren Verschärfung innerhalb der Mietpreisverhandlungen führen. • Geringer Streubesitz bei den Stammaktien
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglicht erneute Ergebnisverbesserung. • Erweiterung der Bestandsflächen dürfte zu weiteren Umsatz- sowie Ergebnissteigerungen führen. • Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden. • Investitionskooperationen mit den Mietern könnten langfristig zu höheren Mieten bzw. Umsätzen führen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eintrübung des Marktumfeldes könnte zu weiteren Zugeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen. • Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilienparks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen. • Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge. • Mieter könnten im Rahmen der Corona-Krise in Zahlungsschwierigkeiten geraten.

Prognose und Modellannahmen

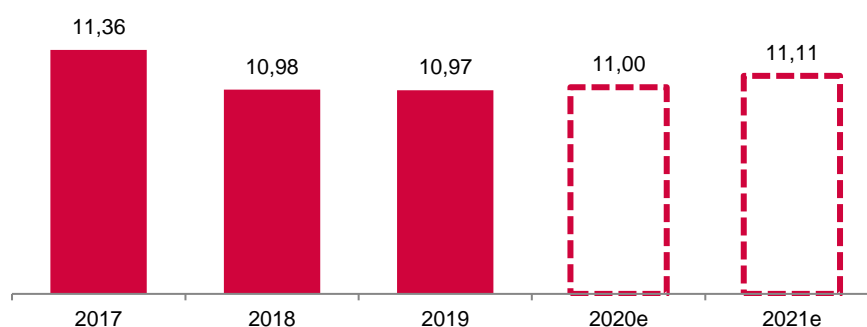
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	10,97	11,00	11,11
EBITDA	7,48	7,25	7,35
EBITDA-Marge	68,2%	65,9%	66,1%
EBIT	3,95	3,65	3,78
EBIT-Marge	36,0%	33,1%	34,1%
Jahresüberschuss	2,09	1,94	2,01
EPS in €	0,50	0,38	0,40

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr geht von Umsatzerlösen in der Bandbreite von 10,80 bis 11,10 Mio. € aus. Ausgehend von der aktuellen Vollvermietung erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2020 Umsatzerlöse in Höhe von 11,00 Mio. € und 11,11 Mio. € für das Geschäftsjahr 2021. Jedoch läuft der Mietvertrag für die Halle 18 mit ca. 2.000m² im Juni 2020 aus und das Management geht von einer ca. 6-monatigen Vermarktungszeit aus. Durch die langlaufenden Mietverträge sehen wir aber insgesamt keine Planungsunsicherheit in Bezug auf die Ausbreitung des Corona-Virus.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Mittelfristig gehen wir von einem Umsatzsprung aus, den wir im DCF-Modell ab dem Geschäftsjahr 2024 abgebildet haben. Hintergrund dieser Erwartung ist das geplante Neubauprojekt (siehe Seite 16), welches wahrscheinlich in den kommenden 3 Jahren finalisiert wird. Wir gehen davon aus, dass sich das Objekt einer hohen Nachfrage erfreuen wird, da bereits umfangreiche Wettbewerbsanalysen für das Umland erstellt wurden und das Neubauprojekt auch mit den Bestandsmietern abgestimmt wurde. Die Abstimmung erfolgte auch mit dem Bürgermeister von Ismaning und so sollte eine Baugenehmigung in den nächsten 4 bis 7 Monaten (stand März 2020) realisierbar sein. Wir gehen davon aus, dass im Zuge der Projektumsetzung rund 10.000m² vermietbare Fläche geschaffen werden sollten, was zusätzliche Umsatzerlöse von 1,70 bis 2,00 Mio. € bedeuten sollte. Dem gegenüber stehen Kosten von 28,00 bis 33,00 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollten. Durch das anhaltende Niedrigzinsniveau und die hervorragende Bilanz der AGROB sollte eine Finanzierung unter 1% möglich sein.

Die Gesellschaft plant auch einen größeren Anteil des Projektes aus eignen Mitteln zu finanzieren, weswegen ein größerer Teil des Ergebnisses thesauriert wird und entsprechend liegt der Dividendenvorschlag für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 bei 0,03 € (VJ: 0,24 €) für die Stammaktien und 0,08 € (VJ: 0,29 €) für die Vorzugsaktien. Dies sollte den Finanzierungsbedarf für die Neubaumaßnahmen und auch die Instandhaltungsmaßnahmen sichern. Wir gehen davon aus, dass es sich hierbei um eine einmalige

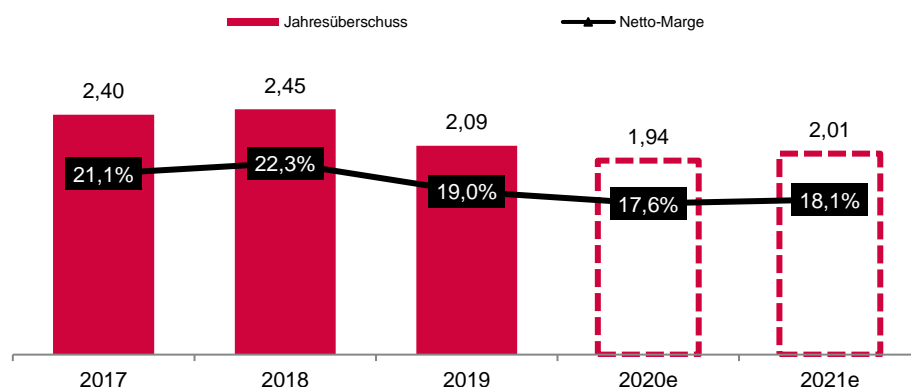
Maßnahme handelt und sich die Dividende in den kommenden Jahren wieder auf dem gewohnten Niveau bewegen wird.

In wie weit der neue Hauptaktionär positive Geschäftsimpulse für die Gesellschaft generieren wird ist noch unklar. Zudem war im Rahmen des Übernahmeangebots ein Finanzierungsstrukturwandel und eine Sonderdividende vorgeschlagen worden. So soll die Verschuldung der Gesellschaft auf 125 bis 136 Mio. € erhöht werden, um so eine Sonderdividende in Höhe von 80 bis 90 Mio. € zu ermöglichen. In wie weit dieser Plan umgesetzt wird, ist derzeit noch ungewiss. Laut dem Geschäftsbericht 2019 ist diese Planung „nach heutigem Wissensstand weder wirtschaftlich noch zeitlich planbar“.

Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig erwarten wir, dass das laufende Geschäftsjahr 2020 einen leichten Ergebnisrückgang durch höhere Kosten für Modernisierung und für das Neubauprojekt verzeichnen wird. Die Guidance liegt bei 1,80 bis 2,00 Mio. € und wir erwarten einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,94 Mio. € bzw. 2,01 Mio. € im Geschäftsjahr 2021.

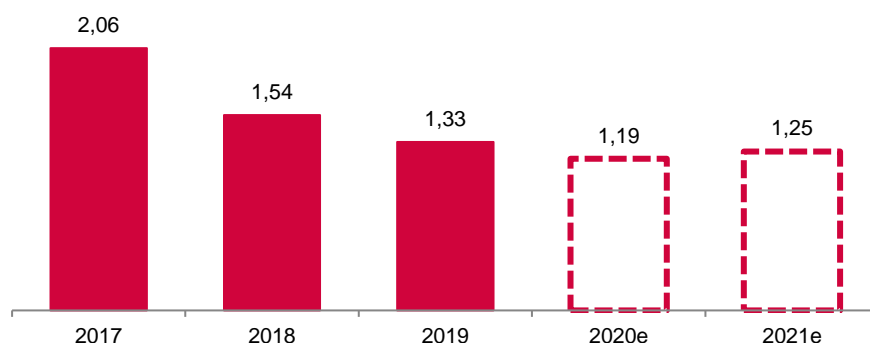
Prognose Jahresüberschuss (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Die Modernisierungsmaßnahmen, welche 2018 begonnen wurden und in Summe 2,5 Mio. € ausmachen, sollten nun im laufenden Geschäftsjahr 2020 abgeschlossen werden. Entsprechend wurde eine konservativere Guidance in den Markt gegeben. Im Rahmen der geplanten Realisierung des Neubauprojekts wurde auch die Hälfte des Jahresüberschusses in andere Gewinnrücklagen eingestellt und der Hauptversammlung soll vorgeschlagen werden, auch wesentliche Teile des übrigen Bilanzgewinns den anderen Gewinnrücklagen zuzuführen.

Prognose Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gegenläufig zum Kostenaufwand sollten im laufenden Jahr keine Beratungs-sonderkosten mit Bezug auf den Hauptaktionärswechsel entstehen. Zudem sollte der Finanzaufwand weiter sinken und wir erwarten Finanzaufwendungen in Höhe von 1,19 Mio. € im Geschäftsjahr 2020. Im Geschäftsjahr 2021 gehen wir von einem leichten Anstieg des Finanzaufwands aus, auf 1,25 Mio. €. So sollten einerseits weitere Tilgungen stattfinden, jedoch werden auch zusätzliche Zinslasten durch das Neubauprojekt entstehen. Wir erwarten, dass sich der zusätzliche Zinsaufwand zwischen 0,3 bis 0,4 Mio. € bewegen wird.

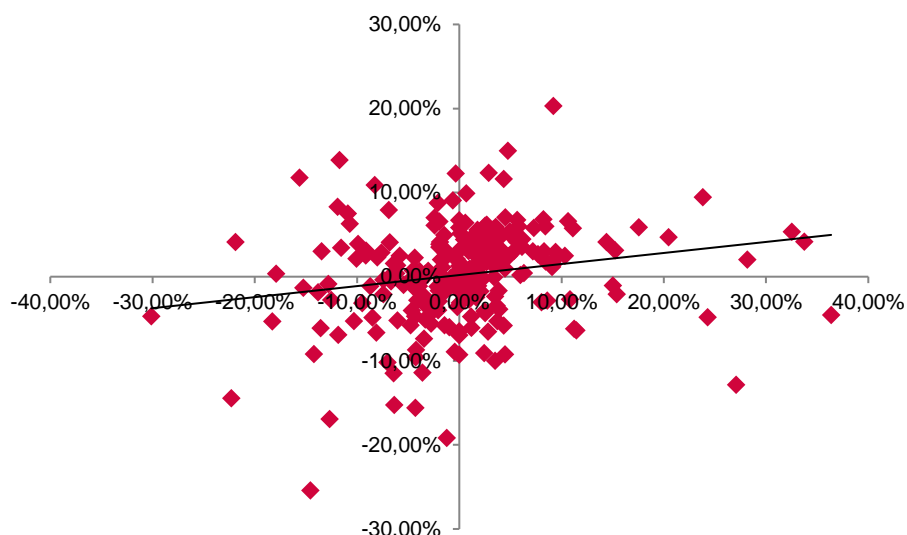
Bewertung

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 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2027 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: 1,00 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein marktorientiertes Beta von 0,66 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,6 % (bisher: 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: 3,4 %).

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 36,33 € (bisher: 34,40 €) je Aktie.

Wir haben einen Anstieg der operativen Sachanlagen in Höhe von 30 Mio. € im Jahr 2024 unterstellt, da wir mit der Fertigstellung des Neubauprojektes rechnen. Zudem erwarten wir einen zusätzlichen Umsatzanstieg um 1,92 Mio. €.

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	45,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,00	11,11	11,20	11,29	14,11	14,23	14,34	14,46	
US Veränderung	0,3%	1,0%	0,8%	0,8%	25,0%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,16	0,16	0,17	0,17	0,15	0,16	0,16	0,17	
EBITDA	7,25	7,35	8,00	8,06	10,08	10,16	10,24	10,32	
EBITDA-Marge	65,9%	66,1%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	3,65	3,78	5,15	5,28	7,36	6,24	6,43	6,62	
EBITA-Marge	33,1%	34,1%	46,0%	46,8%	52,1%	43,9%	44,8%	45,8%	45,8%
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,78	-0,88	-0,90	-1,25	-1,06	-1,10	-1,13	
zu EBITA	20,9%	20,7%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	2,88	3,00	4,27	4,38	6,10	5,18	5,33	5,49	
Kapitalrendite	4,0%	4,3%	6,3%	6,5%	9,3%	5,5%	5,8%	6,1%	6,3%
Working Capital (WC)	0,00	0,60	1,23	1,24	1,55	1,57	1,58	1,59	
WC zu Umsatz	0,0%	5,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-0,80	-0,60	-0,63	-0,01	-0,31	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	70,24	67,74	66,24	64,74	93,24	90,74	88,24	85,74	
AFA auf OAV	-3,60	-3,56	-2,85	-2,78	-2,72	-3,92	-3,81	-3,71	
AFA zu OAV	5,1%	5,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-1,10	-1,06	-1,35	-1,28	-31,22	-1,42	-1,31	-1,21	
Investiertes Kapital	70,24	68,34	67,47	65,98	94,79	92,31	89,82	87,33	
EBITDA	7,25	7,35	8,00	8,06	10,08	10,16	10,24	10,32	
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,78	-0,88	-0,90	-1,25	-1,06	-1,10	-1,13	
Investitionen gesamt	-1,90	-1,66	-1,98	-1,29	-31,53	-1,43	-1,32	-1,22	
Investitionen in OAV	-1,10	-1,06	-1,35	-1,28	-31,22	-1,42	-1,31	-1,21	
Investitionen in WC	-0,80	-0,60	-0,63	-0,01	-0,31	-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	4,59	4,90	5,14	5,87	-22,71	7,67	7,82	7,97	192,61

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	166,34	167,13
Barwert expliziter FCFs	14,17	9,76
Barwert des Continuing Value	152,17	157,38
Nettoschulden (Net debt)	24,79	22,16
Wert des Eigenkapitals	141,55	144,98
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	141,55	144,98
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	36,33	37,21

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%
5,8%	46,28	38,51	32,68	28,15	24,53
6,1%	48,81	40,64	34,51	29,74	25,93
6,3%	51,34	42,76	36,33	31,33	27,34
6,6%	53,86	44,89	38,16	32,93	28,75
6,8%	56,39	47,02	39,98	34,52	30,15

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



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