GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Update)

AGROB Immobilien AG

AGROB
IMMOBILIEN AG

Erfolgreich abgeschlossenes Investitions- und Instandhaltungsprogramm; Mietsteigerungen bei Neuvermietungen erreicht, Erweiterung des Objektbestandes geplant

Kursziel: 38,65 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 16.12.2020 (14:50 Uhr)
Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 17.12.2020 (10:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 38,65 €
(bisher: 36,33 €)

aktueller Kurs / ST: 31,40
aktueller Kurs / VZ: 29,60
16.12.2020 / MCH / 11:30 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004
ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900
WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR
Börsenkürzel/VZ: AGR3

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

Marketcap³: 121,07
EnterpriseValue³: 161,33
³ in Mio. / in Mio. EUR

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

Transparenzlevel:
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

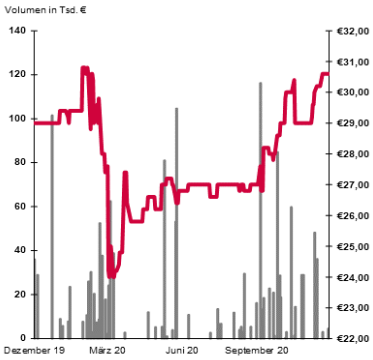
Fokus: Gewerbeimmobilien

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	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	10,98	10,97	11,10	11,31
EBITDA	8,27	7,48	7,35	7,55
EBIT	4,67	3,95	3,75	3,98
Jahresüberschuss	2,45	2,09	2,03	2,19
Kennzahlen in EUR				
Dividende je Stamm-Aktie	0,24	0,03	0,24	0,24
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,29	0,05	0,29	0,29
Kennzahlen				
EV/Umsatz	14,70	14,70	14,53	14,26
EV/EBITDA	19,51	21,57	21,96	21,38
EV/EBIT	34,53	40,80	43,08	40,50
KGV	49,36	57,96	59,61	55,26
KBV		4,14		

Finanzkalender
25.03.2021: Jahresabschluss 2020
10.05.2021: Hauptversammlung
26.08.2021: Halbjahresbericht 2021

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.05.2020: RG / 36,33 / KAUFEN
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
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2020 hat die AGROB Immobilien AG (AGROB) Umsatzerlöse in Höhe von 5,41 Mio. € (VJ: 5,36 Mio. €) verbucht und weist damit eine im Vergleich zum Vorjahr erneut sehr solide Umsatzentwicklung auf. Die konstante Umsatzentwicklung ist eine Folge der unverändert sehr hohen Vermietungsquote von nahezu 100 %, die auch im aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Umfeld auf diesem hohen Niveau geblieben ist. Nach Unternehmensangaben lassen sich dabei keine nennenswerten negativen Umsatzeffekte erkennen. Etwas gegenläufig zu den Umsatzerlösen entwickelte sich mit einem leichten Rückgang auf 3,45 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €) das EBITDA, die EBITDA-Marge blieb mit 63,8 % (VJ: 66,4 %) jedoch unverändert auf hohem Niveau. Eine Fortsetzung der Instandhaltungsmaßnahmen, die jedoch in 2020 abgeschlossen sein sollen, hatte zum leichten operativen Ergebnisrückgang geführt.

- Die grundsätzlich positive Entwicklung der ersten sechs Monate setzte sich auch im dritten Quartal fort. Auf Basis des gestiegenen 9-Monatsumsatzes verbesserte sich das EBITDA nach 9-Monaten auf 5,54 Mio. € (VJ: 5,44 Mio. €). Durch die sukzessive Tilgung der Bankverbindlichkeiten reduzierten sich auch die Finanzaufwendungen und das Netto-Ergebnis lag nach neun Monaten bei 1,81 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €). Das Ergebnis befindet sich weiterhin auf sehr hohem Niveau und im Rahmen dessen wurde die Umsatz- und Ergebnisguidance bestätigt. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 11,0 Mio. € soll dabei ein Jahresergebnis in Höhe von ca. 2,0 Mio. € erwirtschaftet werden.

- Das langfristige Instandhaltungs- und Investitionsprogramm, welches im Jahr 2018 aufgelegt wurde und bis zum Ende 2020 abgeschlossen sein wird, dürfte in diesem Geschäftsjahr zum letzten Mal das EBITDA belasten. Im Zuge des Investitions-Programms wurden insgesamt 2,50 Mio.€ in die Immobilien (Gebäudetechnik) sowie in den Service auf dem Campus investiert. Unseres Erachtens sollten sich diese Investitionen für die AGROB kurz- und langfristig auszahlen. Einerseits durch die gesteigerte Attraktivität des Standortes für Neu- sowie Bestandsmieter, andererseits rechtfertigen diese Investitionen zukünftig steigende Mieten.

- Durch die anhaltende Vollvermietung und einer weiter hohen Nachfrage nach Immobilien wird die Erweiterung des Areals forciert. Durch das geplante Neubauprojekt, welches wahrscheinlich in den kommenden 3 Jahren finalisiert wird, sollen rund 10.000 m² vermietbare Fläche geschaffen werden, was zu zusätzlichen Umsatzerlösen von 1,90 bis 2,30 Mio. € führen sollte. Dem gegenüber stehen Kosten von 28,00 bis 33,00 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollen. Durch das anhaltende Niedrigzinsniveau und die hervorragende Bilanz der AGROB sollte eine Finanzierung von unter 1,0% möglich sein.

- **Ausgehend von der aktuellen Vollvermietung und den erfolgreich abgeschlossenen Mietverträgen zu verbesserten Konditionen, passen wir unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2020 leicht von 11,00 Mio. € auf 11,10 Mio. € an. Diese sollten sich im kommenden Geschäftsjahr ganzjährig auswirken, weswegen wir für 2021 eine stärkere Anpassung unserer Umsatzprognosen vornehmen. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 38,65 € (bisher: 36,33 €) ermittelt und vergeben erneut das Rating KAUFEN**

INHALTSVERZEICHNIS

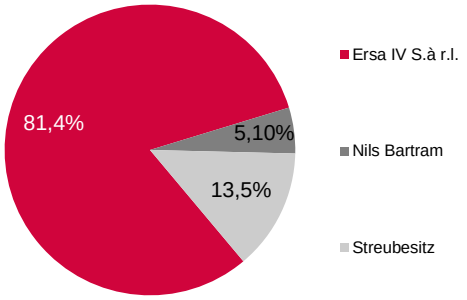
Executive Summary **2**
Unternehmen **4**
Aktionärsstruktur 4
Stammaktien - WKN 501900 4
Vorzugsaktien - WKN 501903 4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG 4
Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation **5**
Umsatzentwicklung 1.HJ 2020 5
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2020 5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020 7
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2020 9
Prognose und Modellannahmen 10
Bewertung **12**
Modellannahmen 12
Bestimmung der Kapitalkosten 12
Bewertungsergebnis 12
DCF-Modell 13
Anhang **14**

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Stammaktien - WKN 501900

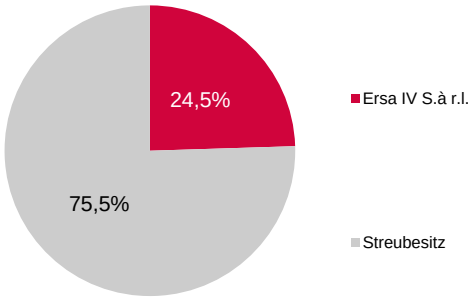
Anteilseigner	
Esra IV S.à r.l.	81,4 %
Nils Bartram	5,1%
Streubesitz	13,5 %
Summe	**100,0 %**



Vorzugsaktien - WKN 501903

Anteilseigner	
Esra 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 von ca. 100.000 qm haben sich namhafte und überregional bekannte Firmen aus den Mediensegmenten Rundfunk und Fernsehen, Film- und TV-Produktion sowie aus dem Printbereich, wie etwa HSE24, Antenne Bayern, Bayerischer Rundfunk, Arri, Plazamedia, SPORT1, DAZN, Janus TV, Funke Zeitschriftenverlag 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.

Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation

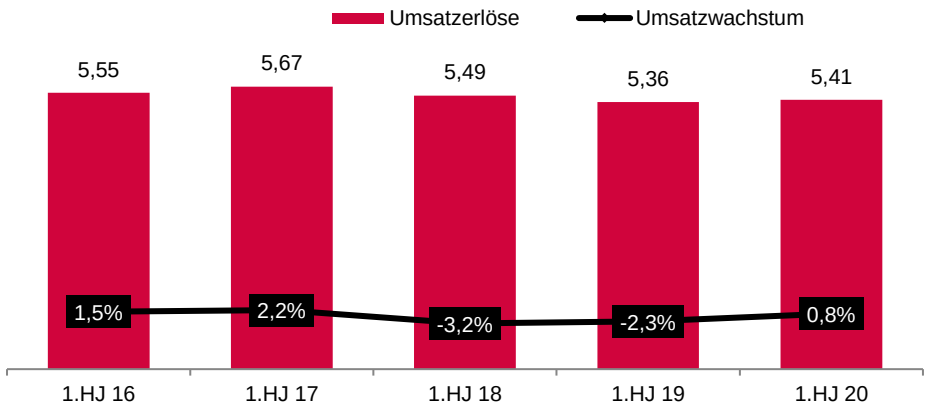
in Mio. €	HJ 2018	HJ 2019	HJ 2020
Umsatzerlöse	5,49	5,36	5,41
EBITDA	4,05	3,56	3,45
EBITDA-Marge	*73,8%*	*66,4%*	*63,8%*
EBIT	2,26	1,80	1,69
EBIT-Marge	*41,2%*	*33,6%*	*31,2%*
Jahresüberschuss	1,28	0,90	0,89
EPS in €	0,33	0,23	0,23

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2020

In den ersten sechs Monaten -2020 hat die AGROB Immobilien AG (AGROB) Umsatzerlöse in Höhe von 5,41 Mio. € (VJ 5,36 Mio. €) verbucht und weist damit eine im Vergleich zum Vorjahr erneut sehr solide Umsatzentwicklung auf. Die konstante Umsatzentwicklung ist eine Folge der unverändert sehr hohen Vermietungsquote von nahezu 100 %, die auch im aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Umfeld auf diesem hohen Niveau geblieben ist. Nach Unternehmensangaben lassen sich dabei keine nennenswerten negativen Umsatzeffekte erkennen.

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



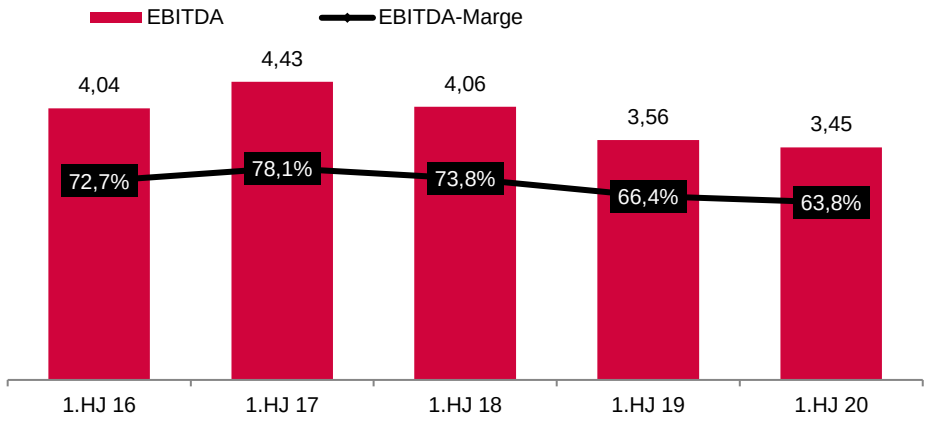
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Nicht nur, dass die Gesellschaft von der aktuellen Pandemie nicht stark betroffen ist, es konnten mit zwei Bestandsmietern neue Mietverträge abgeschlossen werden. Durch die Vertragsverlängerungen lassen sich aus der Anpassung der Mieten an das marktgerechte Niveau rund 15,0% höhere Mieterlöse erzielen.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2020

Etwas gegenläufig zu den Umsatzerlösen entwickelte sich das EBITDA, welches auf 3,45 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €) leicht rückläufig war. Analog dazu entwickelte sich die EBITDA-Marge und reduzierte sich auf 63,8% (VJ: 66,4%), verblieb jedoch auf einem für die Gesellschaft gewohnt hohen Niveau.

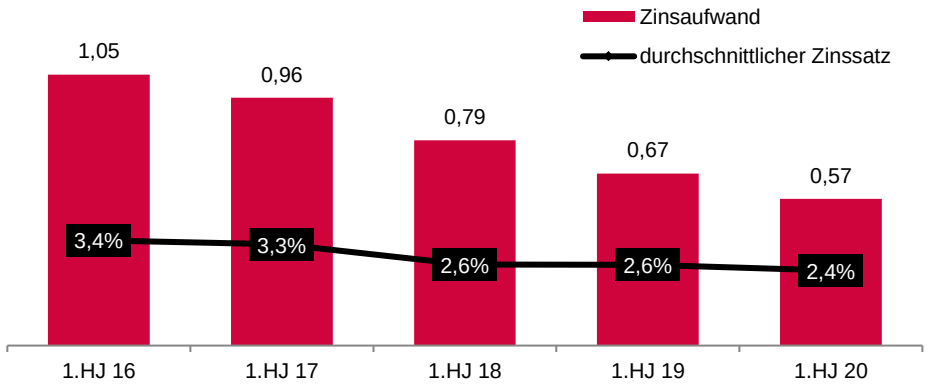
Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Das langfristige Instandhaltungs- und Investitionsprogramm, welches im Jahr 2018 aufgelegt wurde und bis zum Ende 2020 abgeschlossen sein wird, dürfte in diesem Geschäftsjahr zum letzten Mal das EBITDA belasten. Im Zuge des Investitions-Programms wurden 2,50 Mio. € in die Immobilien (Gebäudesubstanz & Gebäudetechnik) sowie den Service auf dem Campus investiert. Unseres Erachtens sollten sich diese Investitionen für die AGROB kurz- und langfristig auszahlen. Einerseits durch die gesteigerte Attraktivität des Standorts für Neu- sowie Bestandsmieter, andererseits rechtfertigen diese Investitionen zukünftig steigende Mieten. Verdeutlicht wird diese Annahme, durch die bereits unterzeichneten Vertragsanpassungen zweier Bestandsmieter, welche seit Mai bzw. August zu einer Mietsteigerung um ca. 15,0% geführt haben. Nichtsdestotrotz konnte ein gutes EBITDA sowie ein ansehnliches Rentabilitätsniveau erreicht werden.

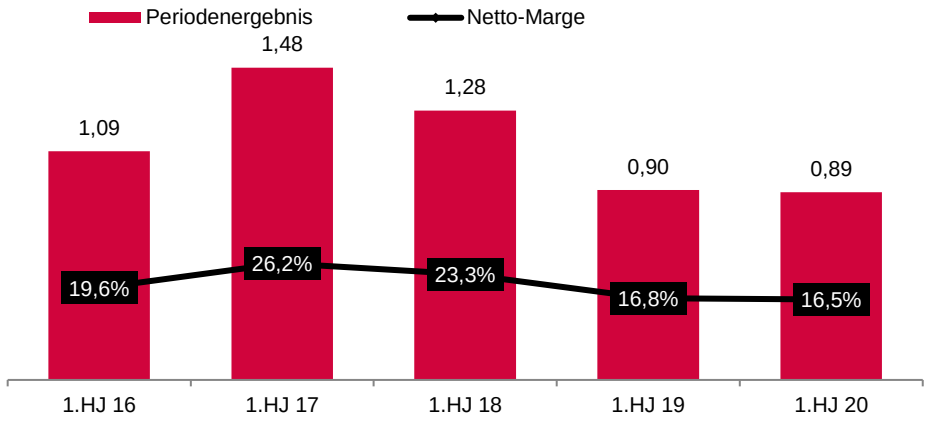
Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Der Finanzaufwand ist nach wie vor einer der wichtigsten Treiber für das Netto-Ergebnis. Hier erzielt die Gesellschaft seit mehreren Geschäftsjahren in Folge der sukzessiven Tilgung und durch die Verringerung des durchschnittlichen Zinssatzes eine kontinuierliche Verbesserung. So wurde zum ersten Halbjahr 2020 der Zinsaufwand auf 0,57 Mio. € reduziert (VJ: 0,67 Mio. €), verbunden mit einer Senkung des durchschnittlichen Zinssatzes auf 2,5% (Stand: 31.12.2019) im Vergleich zu über 3,5% im Jahr 2015.

Entwicklung der Periodenergebnisse (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Durch den kontinuierlich verbesserten Zinsaufwand reduzierte sich das Netto-Ergebnis unterproportional zum EBITDA. Folglich wurde zum ersten Halbjahr 2020 ein Netto-Ergebnis von 0,89 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €) welches damit, trotz des weiter anhaltenden Investitionsprogramms, auf Vorjahresniveau verblieb.

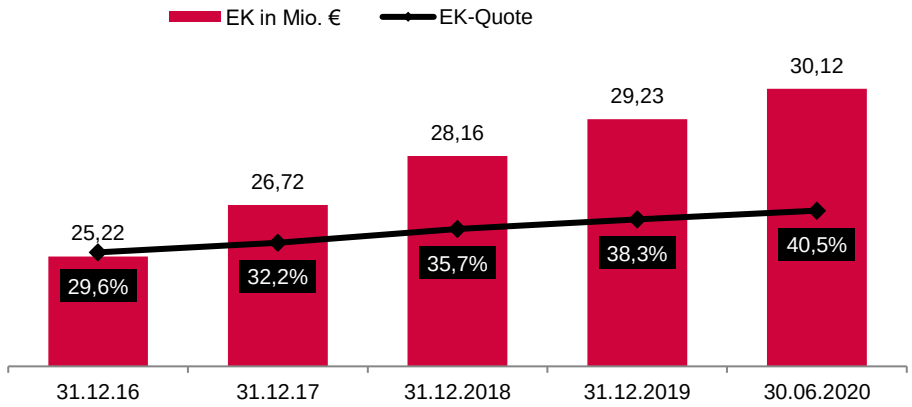
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	28,16	29,23	30,12
EK-Quote (in %)	35,7%	38,3%	40,5%
Bankverbindlichkeiten	46,73	43,73	40,54
Immobilienvermögen nach HGB	75,73	72,74	71,11
Verkehrswert Immobilienvermögen	179,60	179,60	179,60
Loan-to-Value (LTV)	*61,7%*	*61,0%*	*57,0%*
Verkehrswert LTV	*26,0%*	*24,4%*	*22,6%*

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die positive Eigenkapitalentwicklung der vergangenen Jahre wurde auch im Jahr 2020 weiter fortgesetzt. Das buchhalterische Eigenkapital belief sich zum 30.06.2020 auf 30,12 Mio. € (31.12.2019: 29,23 Mio. €), was zu einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 38,3% (31.12.2019) auf 40,5% (30.06.2020) geführt hat. Hier ist jedoch zu beachten, dass die AGROB die Bilanz nach dem konservativen Bilanzierungsansatz des HGB aufstellt, was bedeutet, dass nicht der aktuelle Marktwerkt der Immobilien in der Bilanz dargestellt wird.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die überwiegende Mehrzahl der börsennotierten Immobilienbestandshalter bilanzieren nach dem IFRS-Standard und legen somit die fairen Marktwerte des Objektbestandes zugrunde. Unter Berücksichtigung des fairen Marktwertes des AGROB Portfolios, für einen besseren Peer-Group-Vergleich, würde die Gesellschaft beispielsweise eine deutlich höhere EK-Quote oder einen deutlich niedrigeren LTV aufzeigen. Die zuletzt erhobenen fairen Verkehrswerte der AGROB-Immobilien belaufen sich auf 179,60 Mio. € (Stand: 31.12.2018) und liegen damit erheblich über dem HGB-Ansatz von 71,11 Mio. €. Unter Einbezug der daraus resultierenden stillen Reserven in Höhe von 108,49 Mio. € ergibt sich nach IFRS eine Eigenkapitalquote in Höhe von 77,4% und ein Loan-to-Value in Höhe von 22,6 %. Um eine dauerhafte Vergleichbarkeit zu schaffen, wird der Immobilienbestand der AGROB Immobilien AG regelmäßig durch die Colliers International neubewertet. Das nächste Bewertungs-Update wird voraussichtlich im ersten Quartal 2021 veröffentlicht.

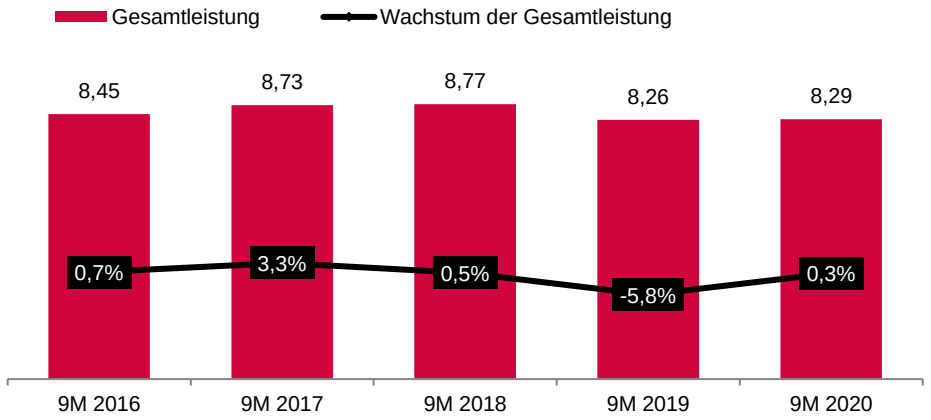
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2020

GuV (in Mio. €)	9M 2018	9M 2019	9M 2020
Gesamtleistung	8,77	8,26	8,29
EBITDA (Marge*)	5,88 *(67,1%)*	5,44 *(65,9%)*	5,54 *(66,8%)*
EBIT (Marge*)	3,19 *(36,4%)*	2,80 *(33,9%)*	2,90 *(34,9%)*
Periodenergebnis	1,89	1,51	1,81

*Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; *auf Basis der Gesamtleistung*

Auch nach neun Monaten 2020 setzte sich der zum Halbjahr aufgezeigte positive Trend fort und die Vorjahreszahlen sowie die selbstgesetzten Planzahlen wurden dabei übertroffen. Diese positive Entwicklung aller wesentlichen Ergebniszahlen, trotz der fortdauernden Corona-Pandemie, spricht für eine nachhaltige und konservative Planung seitens des Managements. So wurden eine Gesamtleistung in Höhe von 8,29 Mio. € (VJ: 8,26 Mio. €) erwirtschaftet, bei einem Periodenergebnis von 1,81 Mio. € (VJ: 1,51 Mio. €).

Entwicklung der Gesamtleistung und des Wachstums der Gesamtleistung



*Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; *aktuell betrachten wir die Gesamtleistung, da für die Umsatzerlöse nicht genügend Historie vorhanden ist.*

Bei einer unverändert hohen Vermietungsquote von annähernd 100% lagen keine weiteren Wachstumsimpulse vor. Dabei wird von dem Management erwartet, dass sich die positiven Effekte des umfangreichen Instandhaltungs- und Modernisierungsprogramms erst in den nächsten Perioden positiv in der Gesamtleistung niederschlagen werden. Ein weiterer Grund ist, dass die bereits neu abgeschlossenen Mietverträge mit verbesserten Konditionen erst im laufenden Geschäftsjahr in Kraft getreten sind. Somit wurden bereits erste Vertragsverlängerungen abgeschlossen und auch bei weiteren Vertragsverlängerungen sollte sich das Management bereits in vielversprechenden Verhandlungen befinden.

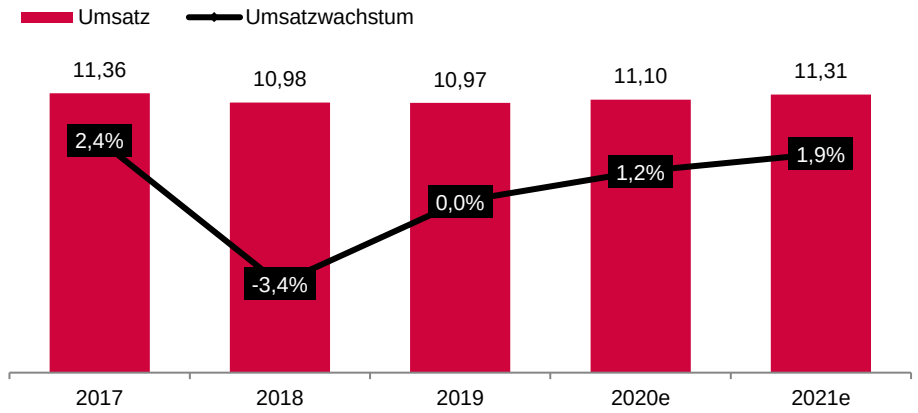
Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2020e (bisher)	GJ 2020e (neu)	GJ 2021e (bisher)	GJ 2021e (neu)
Umsatzerlöse	11,00	11,10	11,11	11,31
EBITDA	7,25	7,35	7,35	7,55
EBITDA-Marge	65,9%	66,2%	*66,1%*	*66,7%*
EBIT	3,65	3,75	3,78	3,99
EBIT-Marge	33,1%	33,7%	*34,1%*	*35,2%*
Jahresüberschuss	1,94	2,03	2,01	2,19

Quelle: GBC AG

Im Rahmen der Halbjahresberichterstattung wurde die Umsatzguidance vom Management von zuvor 10,8 bis 11,0 Mio. € auf nun 11,0 Mio. € konkretisiert. Dabei soll ein Jahresergebnis in Höhe von ca. 2,0 Mio. € erwirtschaftet werden. Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen wurde diese bestätigt. Ausgehend von der aktuellen Vollvermietung und den erfolgreich abgeschlossenen Mietverträgen zu verbesserten Konditionen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2020 Umsatzerlöse in Höhe von 11,10 Mio. € und liegen somit mit unserer Prognose in etwa im Bereich der Umsatzguidance. Wir haben die Nachvermietungen zu verbesserten Konditionen in unsere Prognosen einbezogen. Diese sollten sich im kommenden Geschäftsjahr ganzjährig auswirken, weswegen wir für 2021 eine stärkere Anpassung unserer Umsatzprognosen vornehmen.

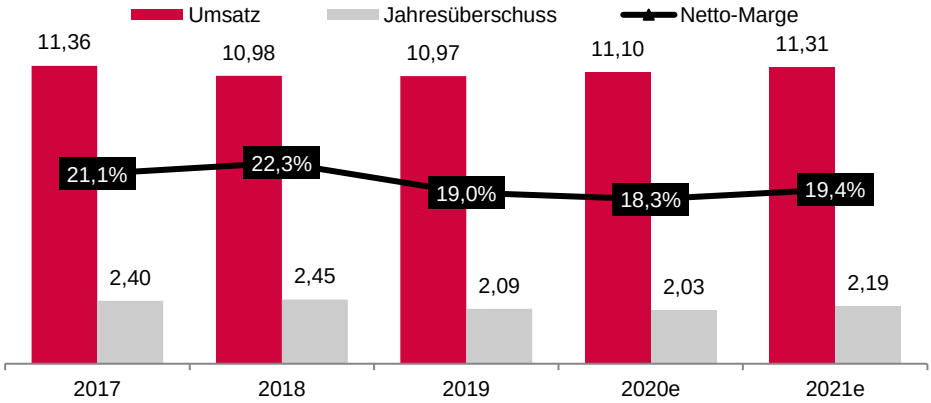
Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



Quelle: GBC AG

Mit unserer Umsatzprognose-Anpassung heben wir auch unsere Ergebnisprognose leicht an. Bisher gingen wir von einem Netto-Ergebnis in Höhe von 1,94 Mio. € aus und erwarten nun einen Jahresüberschuss von 2,03 Mio. €. Dadurch liegen wir auch bei der Ergebnisprognose innerhalb der Unternehmens-Guidance. Langfristig sollten die steigenden Umsätze ebenfalls zu leicht überproportionalen Ergebnisverbesserungen führen. Hintergrund hierfür sind die seit Jahren erfolgreich umgesetzte Kostendisziplin, der Lean-Management-Approach und der stetig rückläufige Finanzaufwand.

Jahresüberschuss (in Mio. €) und Finanzaufwand (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, 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 Planung des Neubauprojektes wurde auch mit der Gemeinde Ismaning abgestimmt, um den Genehmigungsprozesses zu beschleunigen. Jedoch wurde dieses Verfahren durch die Corona-Pandemie und der damit verbundenen zeitweisen Schließung der Baubehörde verzögert. Das Management rechnet aktuell mit einer Baugenehmigung im zweiten Halbjahr 2021. Wir gehen davon aus, dass im Zuge der Projektumsetzung rund 10.000m² vermietbare Fläche geschaffen werden sollten, was zusätzliche Umsatzerlöse von 1,90 bis 2,30 Mio. € bedeuten sollten. 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.

BEWERTUNG

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

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. Diese wurden laut Wertgutachten mit 14,72 Mio. € (Gutachten zum 31.12.2018, wir gehen davon aus, dass der Wert dieser Flächen unverändert geblieben ist) angesetzt.

Wir haben für 2020 und darauf aufbauend für die kommenden Geschäftsjahre höhere Umsatz- und Ergebnisprognosen ausformuliert, da neue Mietverträge zu verbesserten Konditionen unterzeichnet wurden. Auch verändert sich die Kurszielbetrachtung von bisher 2020 auf 2021. Unter Berücksichtigung dieser Änderungen erhöhen wir unser Kursziel auf 38,65 € (bisher: 36,33 €) und vergeben weiterhin das Rating Kaufen.

DCF-Modell

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	0,8%
EBITDA-Marge	71,4%
AFA zu Anlagevermögen	4,3%
Working Capital zu Umsatz	11,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	1,0%
ewige EBITA - Marge	46,4%
effektive Steuerquote im Endwert	17,1%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	End-wert
Umsatz (US)	11,10	11,31	11,40	11,49	14,33	14,45	14,56	14,68	
US Veränderung	1,2%	1,9%	0,8%	0,8%	24,7%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,16	0,16	0,14	0,12	0,16	0,16	0,17	0,18	
EBITDA	7,35	7,55	8,14	8,21	10,23	10,32	10,40	10,48	
EBITDA-Marge	66,2%	66,7%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	3,75	3,98	5,07	4,66	6,25	6,43	6,62	6,81	
EBITA-Marge	33,7%	35,2%	44,5%	40,6%	43,6%	44,5%	45,5%	46,4%	46,4%
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,79	-0,86	-0,80	-1,06	-1,10	-1,13	-1,16	
zu EBITA	20,4%	19,8%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	2,98	3,19	4,21	3,87	5,18	5,34	5,49	5,65	
Kapitalrendite	4,1%	4,5%	5,8%	4,6%	5,4%	5,7%	6,1%	6,4%	6,7%
Working Capital (WC)	0,00	0,60	1,25	1,26	1,58	1,59	1,60	1,61	
WC zu Umsatz	0,0%	5,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-0,80	-0,60	-0,65	-0,01	-0,31	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	70,24	72,24	83,34	93,84	91,34	88,84	86,34	83,84	
AFA auf OAV	-3,60	-3,56	-3,07	-3,54	-3,99	-3,88	-3,78	-3,67	
AFA zu OAV	5,1%	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Investitionen in OAV	-1,10	-5,56	-14,17	-14,04	-1,49	-1,38	-1,28	-1,17	
Investiertes Kapital	70,24	72,84	84,59	95,10	92,92	90,43	87,94	85,45	
EBITDA	7,35	7,55	8,14	8,21	10,23	10,32	10,40	10,48	
Steuern auf EBITA	-0,76	-0,79	-0,86	-0,80	-1,06	-1,10	-1,13	-1,16	
Investitionen gesamt	-1,90	-6,16	-14,82	-14,05	-1,80	-1,39	-1,29	-1,18	
Investitionen in OAV	-1,10	-5,56	-14,17	-14,04	-1,49	-1,38	-1,28	-1,17	
Investitionen in WC	-0,80	-0,60	-0,65	-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	4,68	0,59	-7,55	-6,64	7,37	7,82	7,98	8,14	200,20

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	171,68	176,96
Barwert expliziter FCFs	13,52	13,39
Barwert des Continuing Value	158,16	163,58
Nettoschulden (Net debt)	24,70	26,37
Wert des Eigenkapitals	146,98	150,60
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	146,98	150,60
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	37,73	**38,65**

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%**
6,2%	49,36	41,13	34,96	30,15	26,31
6,4%	51,90	43,28	36,81	31,77	27,74
6,7%	54,45	45,43	**38,65**	33,39	29,18
6,9%	56,99	47,57	40,50	35,00	30,61
7,2%	59,53	49,72	42,35	36,62	32,04

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 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 Studienerstellung 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:
Felix Haugg, B.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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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