



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



**Stetiger Wertzuwachs der Immobilien wird durch neues
Gutachten bestätigt.**

**30 Mio. € Wertzuwachs mit Abschluss des
Investitionsprogramms**

**Kursziel: 43,80 €
(bisher: 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 19

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 26.05.2021 (16:42 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 27.05.2021 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

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

Kursziel: 43,80 €
(bisher: 38,65 €)
Rating: Kaufen

aktueller Kurs / ST: 33,20 EUR
aktueller Kurs / VZ: 30,20 EUR
26.05.2021 / MCH / 08:02 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: 124,60
EnterpriseValue³: 162,35
³ in Mio. / in Mio. EUR

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

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 19

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

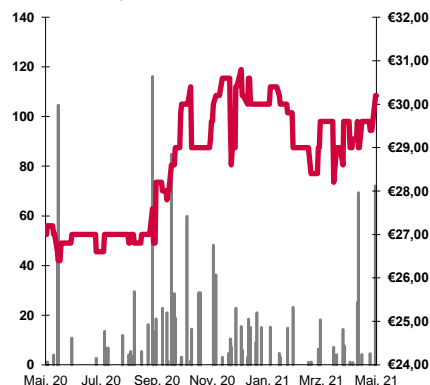
Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2020

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Achim Kern

Volumen in Tsd. €



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 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021e | 31.12.2022e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 10,97 | 11,02 | 11,31 | 11,75 |
| EBITDA | 7,48 | 7,23 | 7,63 | 7,88 |
| EBIT | 3,95 | 3,70 | 4,00 | 4,18 |
| Jahresüberschuss | 2,09 | 2,07 | 2,41 | 2,57 |

Kennzahlen in EUR

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

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 14,79 | 14,80 | 14,63 | 14,35 |
| EV/EBITDA | 19,64 | 21,71 | 22,10 | 21,51 |
| EV/EBIT | 34,75 | 41,06 | 43,35 | 40,76 |
| KGV | 50,80 | 59,65 | 61,35 | 56,87 |
| KBV | | 4,26 | | |

Finanztermine

31.05.2021: Hauptversammlung 2021
26.08.2021: Halbjahresfinanzbericht 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.12.2020: RG / 38,65 / 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

- Im vergangenen Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 11,02 Mio. € (VJ: 10,97 Mio. €). Trotz der pandemischen Lage und deren unklaren Folgen für den Immobilienbranche, konnte die AGROB die Umsatzerlöse leicht steigern. Die positive Umsatzentwicklung ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, dazu zählen eine weiterhin sehr hohe Vermietungsquote von 97,4% (VJ: 99,0 %) sowie erfolgreich verlängerte Mietverträge mit zwei Bestandsmietern.
- Der Jahresüberschuss reduzierte sich leicht auf 2,07 Mio. € (VJ: 2,09 Mio. €), was vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie und den schwer einzuschätzenden Folgen durchaus als positiv zu werten ist. Mit dem erzielten Jahresüberschuss in Höhe von 2,07 Mio. € wurde die Unternehmens-Guidance in Höhe von 2,00 Mio. € leicht übertroffen. Auch die GBC Prognose in Höhe von 2,03 Mio. €, welche leicht über der Guidance lag, wurde ebenfalls übertroffen. Hier spiegelt sich auch die gute Planbarkeit und die hohe Umsatz- und Ergebnissicherheit des Geschäftsmodells der AGROB Immobilien AG wider. Die GBC-Prognosen lagen dabei nur unwesentlich neben den tatsächlich erzielten Ergebnissen.
- Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG nach wie vor überdurchschnittlich gut aufgestellt. Vor dem Hintergrund der Erweiterung des Medienparks um das Neubauprojekt „set.“ und den schwer abschätzbaren Folgen der Corona-Pandemie wurde die Dividende im Jahr 2020 auf 0,03 € je Stammaktie und auf 0,08 € je Vorzugsaktie reduziert. Durch die Reduzierung der Ausschüttung und die planmäßige Tilgung sowie einer Sondertilgung des Fremdkapitals reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten um 4,42 Mio. € auf 39,03 Mio. € (VJ: 43,45 Mio. €). Das Eigenkapital beläuft sich zum Bilanzstichtag auf 31,11 Mio. € (VJ: 29,23 Mio. €). Durch die Rückführung der Kredite reduzierte sich die Bilanzsumme auf 73,78 Mio. € (VJ: 76,41 Mio. €) und folglich erhöhte sich die Eigenkapitalquote auf 42,2% (VJ: 38,3%).
- Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,1 Mio. € bis 11,3 Mio. €. Unter Berücksichtigung der neu geschlossenen und verlängerten Verträge zu verbesserten Konditionen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 11,31 Mio. € und liegen somit am oberen Ende der Unternehmensguidance. Des Weiteren befindet sich das Management mit weiteren Mietern in Gesprächen über die Verlängerung von auslaufenden Verträgen, so dass mit weiteren Mietsteigerungen für das kommende Geschäftsjahr 2022 zu rechnen ist.
- **Durch den Abschluss des langjährigen Investitionsprogramms und den damit verbundenen erfolgreichen Vertragsverlängerungen zu verbesserten Konditionen, haben wir unsere mittelfristige Prognose entsprechend angepasst. Des Weiteren sollte durch das Neubauprojekt „set.“ ab dem Jahr 2024 eine deutliche Umsatzsteigerung realisiert werden. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 43,80 € ermittelt und vergeben das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

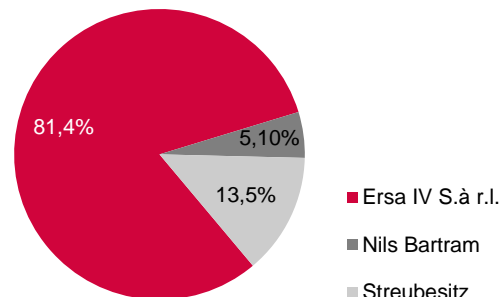
| | |
|--|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Stammaktien - WKN 501900 | 4 |
| Vorzugsaktien - WKN 501903 | 4 |
| Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG | 4 |
| Markt und Marktumfeld | 5 |
| Unternehmensentwicklung | 7 |
| Kennzahlen im Überblick | 7 |
| Geschäftsentwicklung 2020 | 8 |
| Umsatzentwicklung | 8 |
| Ergebnisentwicklung | 9 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020 | 11 |
| SWOT-Analyse | 13 |
| Prognose und Modellannahmen | 14 |
| Umsatzprognosen | 14 |
| Ergebnisprognosen | 15 |
| Bewertung | 16 |
| Verwendung marktorientierter Beta-Ansatz für die Bewertung | 16 |
| Modellannahmen | 17 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 17 |
| Bewertungsergebnis | 17 |
| DCF-Modell | 18 |
| Anhang | 19 |

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Stammaktien - WKN 501900

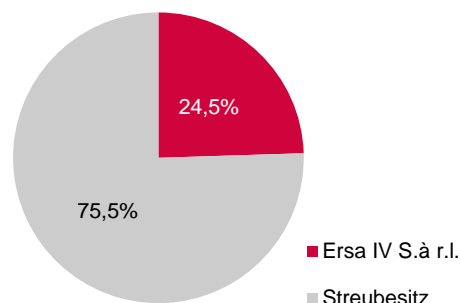
| Anteilseigner | |
|------------------|----------------|
| Ersa IV S.à r.l. | 81,4 % |
| Nils Bartram | 5,1 % |
| Streubesitz | 13,5 % |
| Summe | 100,0 % |



Vorzugsaktien - WKN 501903

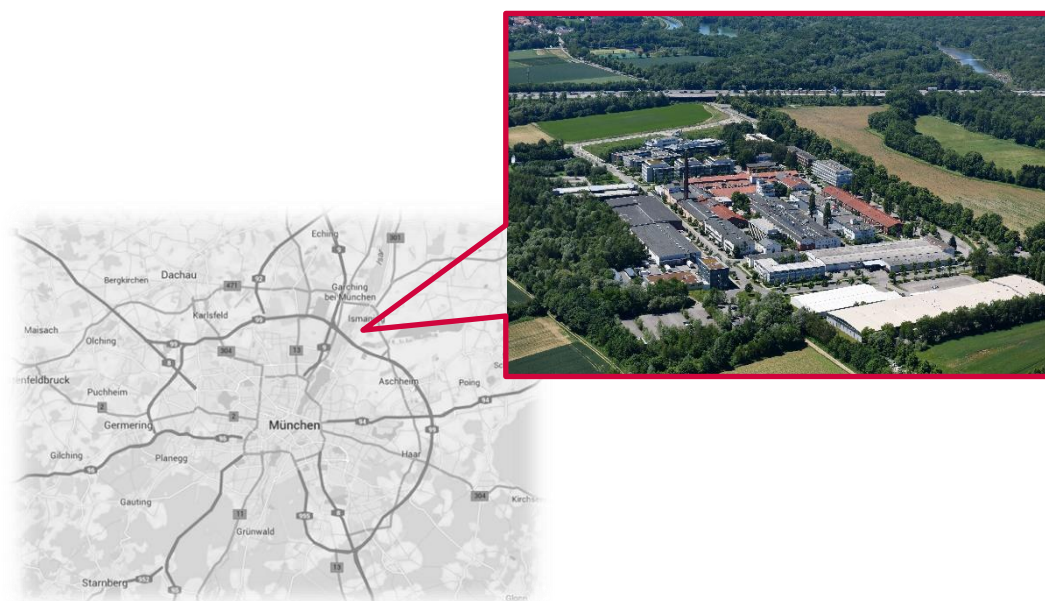
| Anteilseigner | |
|------------------|----------------|
| Ersa IV S.à r.l. | 24,5 % |
| Streubesitz | 75,5 % |
| Summe | 100,0 % |

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 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.



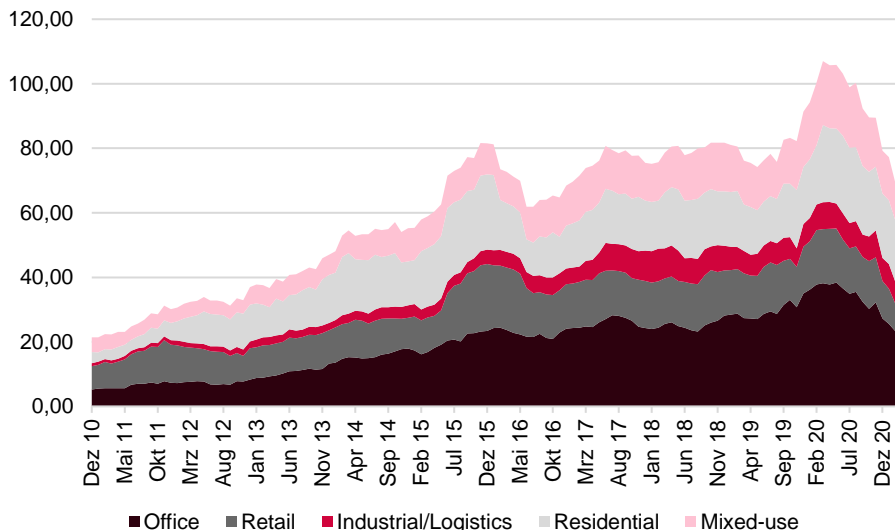
MARKT UND MARKTUMFELD

Der EZB-Rat hat am 11. Januar 2021 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. Zudem hat der EZB-Rat beschlossen die Nettoankäufe im Rahmen seines Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP - Asset Purchase Programme) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. € weiter fortzusetzen.

Des Weiteren hat der EZB-Rat beschlossen, das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) zum Erwerb von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange weiterzuführen, bis die Phase der Coronavirus-Krise seiner Einschätzung nach überstanden ist. Im Zuge der Verlängerung des Notfallprogramms wurde darüber hinaus beschlossen, das Programm von ursprünglich 750 Mrd. € auf 1,85 Bio. € aufzustocken, um weiterhin die Folgen der Corona-Pandemie entgegenzuwirken und eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu vermeiden. Somit wird die expansive Geldpolitik fortgesetzt, um Wachstum und Inflation zu stimulieren.

Nach Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 ist ein deutlicher Rückgang bei dem Transaktionsvolumen am Investmentmarkt für Gewerbe- und Wohnimmobilien in Deutschland zu erkennen. Im Vergleich zum Wohnimmobilienmarkt hatte die Asset-Klasse Gewerbeimmobilien deutlich stärker unter den Auswirkungen der Corona-Pandemie zu leiden. Der Rückgang des Transaktionsvolumens ist ausschließlich bei den Gewerbeimmobilien entstanden. Je nach Veröffentlichung wird der Rückgang des Transaktionsvolumens zwischen -12,0 % und -20,0 % angegeben. Innerhalb dieser Immobiliengattung liegt jedoch eine heterogene Entwicklung vor.

Transaktionsvolumen Deutschland (vergangene 12 Monate rollierend)



Quelle: Savills, GBC

So sind beispielsweise die Büromärkte, trotz der HomeOffice-Tendenz, vergleichsweise solide durch das vergangene Geschäftsjahr 2020 gekommen. Dies liegt insbesondere an der Situation vor der Corona-Krise begründet, die von einem fehlenden Flächenangebot und damit rückläufigen Leerständen geprägt war. Folglich hatte die Corona-Pandemie einen boomenden, von steigenden Mieten geprägten Büromarkt, vorgefunden. Es ist zwar davon auszugehen, dass die künftige Flächennachfrage mit zunehmendem Einsatz flexibler Arbeitsmodelle rückläufig sein dürfte, große Verwerfungen werden jedoch nicht

erwartet. In einer aktuellen Publikation sieht die DZ HYP vor allem das niedrigere Volumen leerstehender Flächen als ein wichtiger stabilisierender Faktor. Daher werden keine rückläufigen Büromieten erwartet.

Die AGROB Immobilien AG verfügt mit ihrem homogenen und fast vollständig vermieteten Asset-Bestand über eine weiterhin sehr solide Geschäftsgrundlage. Darüber hinaus sollte die Gesellschaft durch den Standort an einem weiterhin sehr attraktiven Büroimmobilienmärkte München von einer weiterhin hohen Nachfrage profitieren.

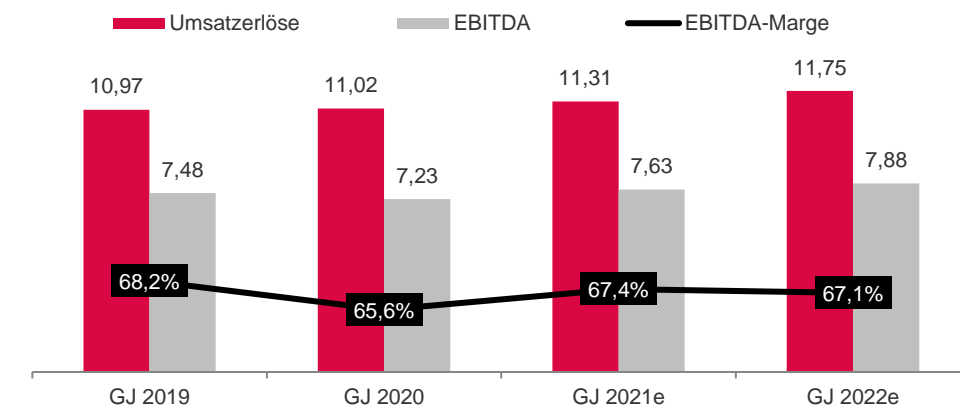
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

| in Mio. € | GJ 2019 | GJ 2020 | GJ 2021e | GJ 2022e |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 10,97 | 11,02 | 11,31 | 11,75 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,23 | 0,18 | 0,20 | 0,22 |
| Materialaufwand | -2,09 | -1,96 | -1,86 | -1,90 |
| Personalaufwand | -0,92 | -1,22 | -1,25 | -1,28 |
| Abschreibungen | -3,52 | -3,52 | -3,63 | -3,70 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -0,71 | -0,79 | -0,77 | -0,90 |
| EBIT | 3,95 | 3,70 | 4,00 | 4,18 |
| Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Zinsen und ähnliche Aufwendungen | -1,33 | -1,06 | -0,98 | -0,99 |
| Steuern | -0,36 | -0,39 | -0,42 | -0,44 |
| Sonstige Steuern | -0,18 | -0,18 | -0,18 | -0,18 |
| Jahresüberschuss | 2,09 | 2,07 | 2,41 | 2,57 |
| Umsatzerlöse | 10,97 | 11,02 | 11,31 | 11,75 |
| EBITDA | 7,48 | 7,23 | 7,63 | 7,88 |
| <i>EBITDA-Marge</i> | <i>68,2%</i> | <i>65,6%</i> | <i>67,4%</i> | <i>67,1%</i> |
| EBIT | 3,95 | 3,70 | 4,00 | 4,18 |
| <i>EBIT-Marge</i> | <i>36,0%</i> | <i>33,6%</i> | <i>35,3%</i> | <i>35,6%</i> |
| Nettoergebnis | 2,09 | 2,07 | 2,41 | 2,57 |
| <i>Netto-Marge</i> | <i>19,0%</i> | <i>18,8%</i> | <i>21,3%</i> | <i>21,8%</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 2020

| GuV (in Mio. €) | GJ 2018 | GJ 2019 | GJ 2020 |
|------------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 10,98 | 10,97 | 11,02 |
| EBITDA | 8,27 | 7,48 | 7,23 |
| EBITDA-Marge | 75,3% | 68,2% | 65,6% |
| EBIT | 4,67 | 3,95 | 3,70 |
| EBIT-Marge | 42,6% | 36,0% | 33,6% |
| Jahresüberschuss | 2,45 | 2,09 | 2,07 |
| EPS in € | 0,51 | 0,50 | 0,50 |

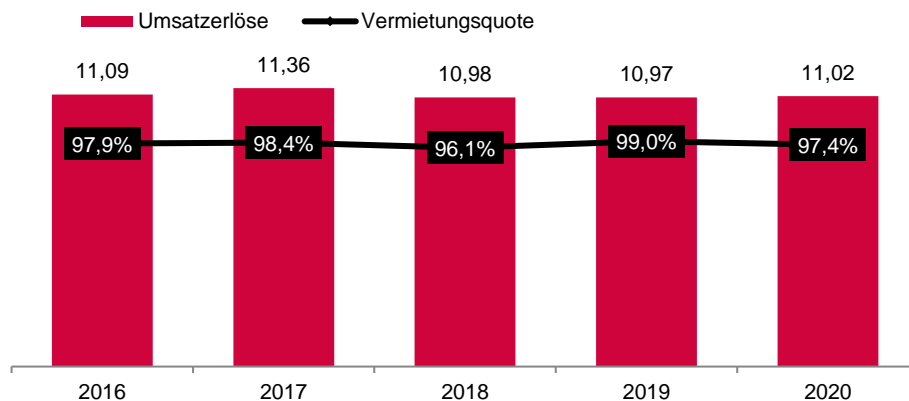
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2020

Im vergangen Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 11,02 Mio. € (VJ: 10,97 Mio. €). Trotz der pandemischen Lage und deren unklaren Folgen für den Immobilienbranche, konnte die AGBROB die Umsatzerlöse leicht steigern. Die positive Umsatzentwicklung ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, dazu zählen eine weiterhin sehr hohe Vermietungsquote von 97,4% (VJ: 99,0 %) sowie erfolgreich verlängerte Mietverträge mit zwei Bestandsmietern.

Im Jahr 2020 konnte das langfristige Instandhaltungs- und Investitionsprogramm, welches im Jahr 2018 aufgelegt wurde, abgeschlossen werden. Im Zuge des Investitions-Programms wurden 2,5 Mio. € in die Immobilien (Gebäudesubstanz & Gebäudetechnik) sowie den Service auf dem Campus investiert. Durch die kontinuierlichen Investitionen in den Medienpark wird die hohe Attraktivität des Standortes sichergestellt und rechtfertigt zukünftig steigende Mieten.

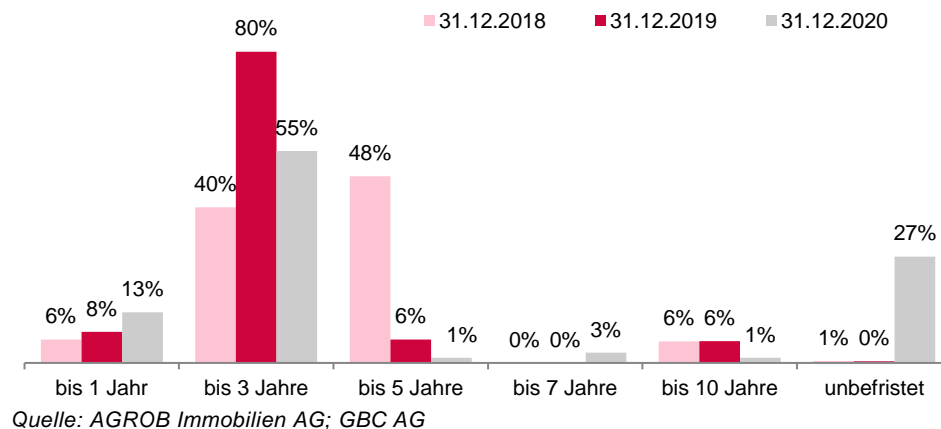
Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote der Hauptnutzflächen (in %)



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.

Bereits im Mai und August 2020 konnten erste positive Effekte aus dem umfangreichen Investitionsprogramm realisiert werden. Diesbezüglich wurden für Büro-/Hallenflächen in einem Umfang von rund 2.000 m² Vertragsverlängerungen abgeschlossen. Zugleich konnte der Mietzins auf ein marktgerechtes Niveau erhöht und eine Mietsteigerung von ca. 15,0% durchgesetzt werden.

Laufzeitstruktur der Mietverträge (in %)



In der Laufzeitstruktur der Mietverträge zeigt sich, dass 13% eine Laufzeit von bis zu einem Jahr haben (VJ: 8%) und 55% der Mietverträge eine Laufzeit von bis zu 3 Jahren aufweisen (VJ: 80%). Dies könnte sich kurzfristig als Chance für das Unternehmen erweisen, im Rahmen von Vertragsverlängerungen einen marktgerechten Mietzins durchzusetzen. Dies sollte insbesondere in Bezug auf das abgeschlossene Investitionsprogramm umsetzbar sein. Sollten keine Verlängerungen möglich sein, gehen wir davon aus, dass freiwerdende Mietflächen auch kurzfristig neuvermietet werden können.

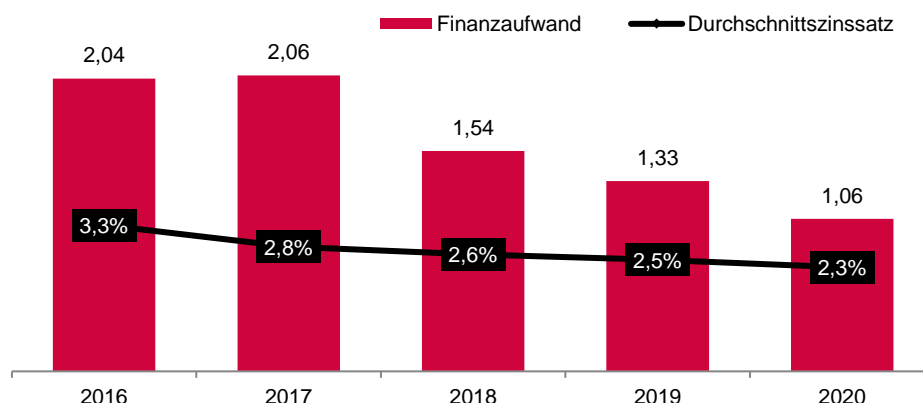
Darüber hinaus zeigt sich, dass sich der Anteil unbefristeter Mietverträge signifikant erhöht hat. Diese Entwicklung dürfte ein Indiz für die hohe Attraktivität des Standortes des Mediaparks sein, da einige Mieter bereit sind, sich langfristig an die AGROB binden zu wollen.

Ergebnisentwicklung

Mit einem EBITDA in Höhe von 7,23 Mio. € (VJ: 7,48 Mio. €) wurde zum Vorjahr ein leichter Rückgang verzeichnet, nichtsdestotrotz konnte erneut ein sehr gutes operatives Ergebnis erzielt werden. Hier ist zu beachten, dass sich im Jahr 2019 ein Sondereffekt bei den Personalkosten in Höhe von -0,31 Mio. € positiv auf das Ergebnis ausgewirkt hatte.

Analog hierzu reduzierte sich der Finanzaufwand weiter auf 1,06 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €). Der Finanzaufwand ist für die AGROB nach wie vor einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf das Netto-Ergebnis. Im vergangenen Geschäftsjahr 2020 wurden Kredite in Höhe von 4,42 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €) getilgt. Der Durchschnittszins reduzierte sich zum 31.12.2020 zudem auf 2,3 % (VJ: 2,5%). Durch die kontinuierliche Tilgung der Kredite und den stetig sinkenden Zinssatz wurde der Finanzaufwand innerhalb der letzten vier Geschäftsjahre von 2,06 Mio. € im Jahr 2017 auf 1,06 Mio. € im Jahr 2020 fast halbiert.

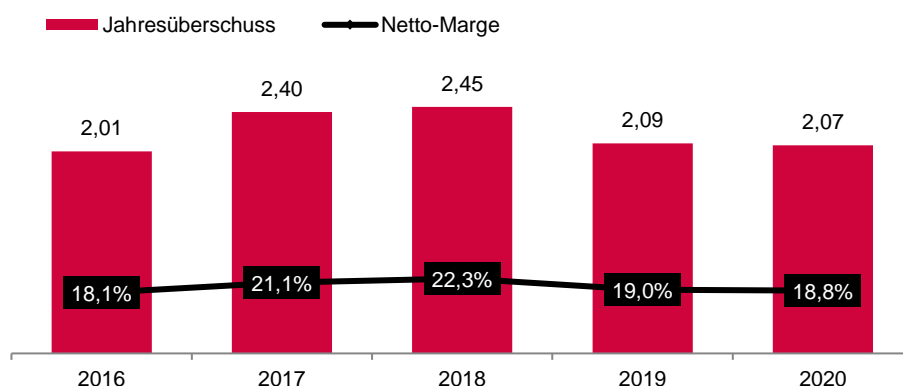
Finanzaufwand (in Mio. €) und Durchschnittszinssatz zum Jahresende (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Insgesamt wurde ein Jahresüberschuss in Höhe von 2,07 Mio. € (VJ: 2,09 Mio. €) erzielt, was vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie und den schwer einzuschätzenden Folgen durchaus als positiv zu werten ist.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

GBC Prognosen im Vergleich zum erzielten Unternehmensergebnis

| in Mio. € | GJ 2020 | GBC Prognose | Δ Prognose |
|------------------|---------|--------------|------------|
| Umsatzerlöse | 11,02 | 11,10 | +0,7% |
| Jahresüberschuss | 2,07 | 2,03 | -1,9% |

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Mit dem erzielten Jahresüberschuss in Höhe von 2,07 Mio. € wurde die Unternehmens-Guidance in Höhe von 2,00 Mio. € leicht übertroffen. Auch die GBC Prognose in Höhe von 2,03 Mio. €, welche leicht über der Guidance lag, wurde ebenfalls übertroffen. Hier spiegelt sich auch die gute Planbarkeit und die hohe Umsatz- und Ergebnissicherheit des Geschäftsmodells der AGROB Immobilien AG wider. Die GBC-Prognosen lagen dabei nur unwesentlich neben den tatsächlich erzielten Ergebnissen.

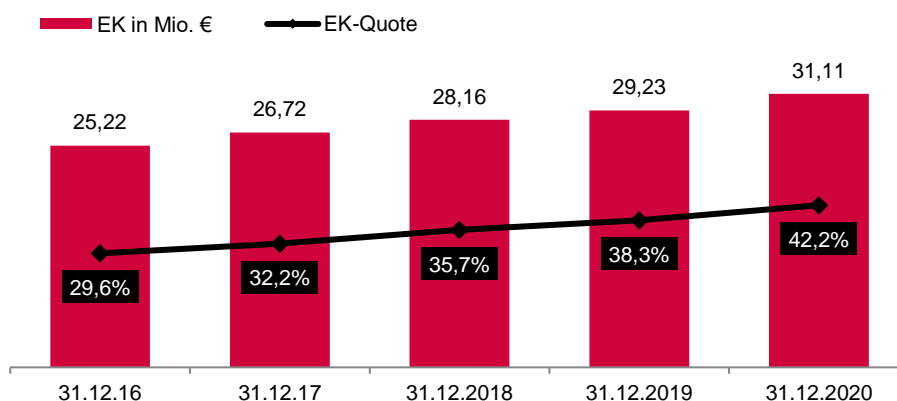
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

| in Mio. € | 31.12.18 | 31.12.19 | 31.12.20 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|
| Eigenkapital | 28,16 | 29,23 | 31,11 |
| EK-Quote (in %) | 35,7% | 38,3% | 42,2% |
| Verkehrswert Eigenkapital | 132,03 | 136,09 | 169,09 |
| Verkehrswert EK-Quote (in %) | 72,3% | 74,3% | 79,8% |
| Bankverbindlichkeiten | 46,73 | 43,73 | 39,03 |
| Bilanzansatz Immobilienvermögen | 75,73 | 72,74 | 69,61 |
| Verkehrswert Immobilienvermögen | 179,60 | 179,60 | 207,60 |
| Loan-to-Value (LTV) | 61,7% | 60,1% | 56,1% |
| Verkehrswert LTV | 26,0% | 24,4% | 18,8% |

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG nach wie vor überdurchschnittlich gut aufgestellt. Vor dem Hintergrund der Erweiterung des Medienparks um das Neubauprojekt „set.“ und den schwer abschätzbaren Folgen der Corona-Pandemie wurde die Dividende im Jahr 2020 auf 0,03 € je Stammaktie und auf 0,08 € je Vorzugsaktie reduziert. Durch die Reduzierung der Ausschüttung und die planmäßige Tilgung sowie einer Sondertilgung des Fremdkapitals reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten um 4,42 Mio. € auf 39,03 Mio. € (VJ: 43,45 Mio. €). Das Eigenkapital beläuft sich zum Bilanzstichtag auf 31,11 Mio. € (VJ: 29,23 Mio. €). Durch die Rückführung der Kredite reduzierte sich die Bilanzsumme auf 73,78 Mio. € (VJ: 76,41 Mio. €) und folglich erhöhte sich die Eigenkapitalquote auf 42,2% (VJ: 38,3%).

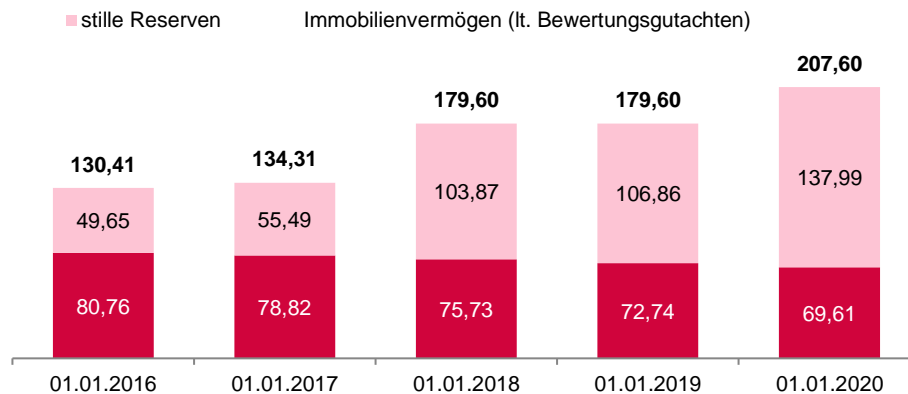
Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



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 zum 31.12.2020 sind die Immobilien mit einem Wert von 69,61 Mio. € aufgeführt (31.12.2019: 72,74 Mio. €). Laut dem aktuellen Wertgutachten werden die Immobilien der AGROB aber mit einem Marktwert von 207,80 Mio. € beziffert. Aus der Differenz zwischen dem Bilanzwert und den neuen ermittelten Verkehrswert ergeben sich sehr hohe stille Reserven in Höhe von 137,99 Mio. € (31.12.2019: 106,86 Mio. €)

Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unter Hinzurechnung der stillen Reserven liegt das Eigenkapital nach Marktwert bei 169,09 Mio. € (31.12.2019: 136,09 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 79,8% (31.12.2019: 74,3%) entsprechen würde. Somit ist das Unternehmen vergleichsweise konservativ finanziert und bilanziell weiterhin 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. • Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit. • Eine sukzessive verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen. • Kontinuierliche Investitionen in Bestandsgebäude und Technik gewährleisten hohe Mieterzufriedenheit. | <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. • Streubesitz bei den Stammaktien liegt bei lediglich 13,5 %. |
| 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. |

PROGNOSE UND BEWERTUNG

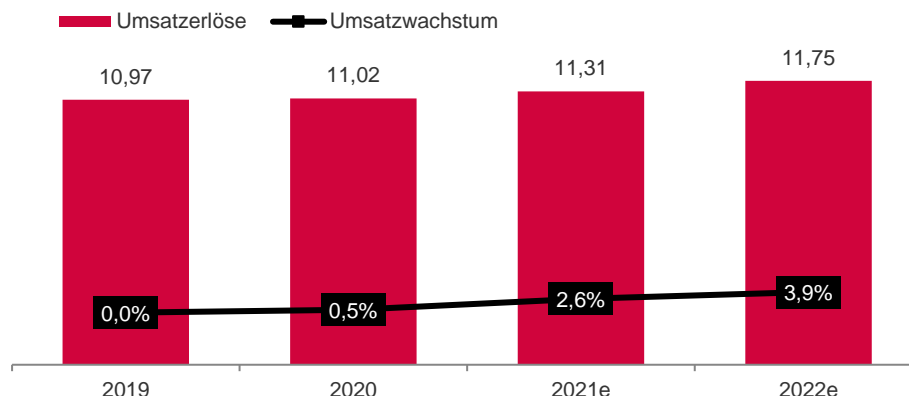
| GuV (in Mio. €) | GJ 2020 | GJ 2021e | GJ 2022e |
|------------------|---------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 11,02 | 11,31 | 11,75 |
| EBITDA | 7,23 | 7,63 | 7,88 |
| EBITDA-Marge | 65,6% | 67,5% | 67,1% |
| EBIT | 3,70 | 4,00 | 4,18 |
| EBIT-Marge | 33,6% | 35,4% | 35,6% |
| Jahresüberschuss | 2,07 | 2,41 | 2,57 |
| EPS in € | 0,50 | 0,50 | 0,54 |

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,1 Mio. € bis 11,3 Mio. €. Unter Berücksichtigung der neu geschlossenen und verlängerten Verträge zu verbesserten Konditionen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 11,31 Mio. € und liegen somit am oberen Ende der Unternehmensguidance. Des Weiteren befindet sich das Management mit weiteren Mietern in Gesprächen über die Verlängerung von auslaufenden Verträgen, so dass mit weiteren Mietsteigerungen für das kommende Geschäftsjahr 2022 zu rechnen ist. Folglich unterstellen wir für das kommende Geschäftsjahr einen weiteren Umsatzanstieg auf 11,75 Mio. €.

Umsatzprognosen (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

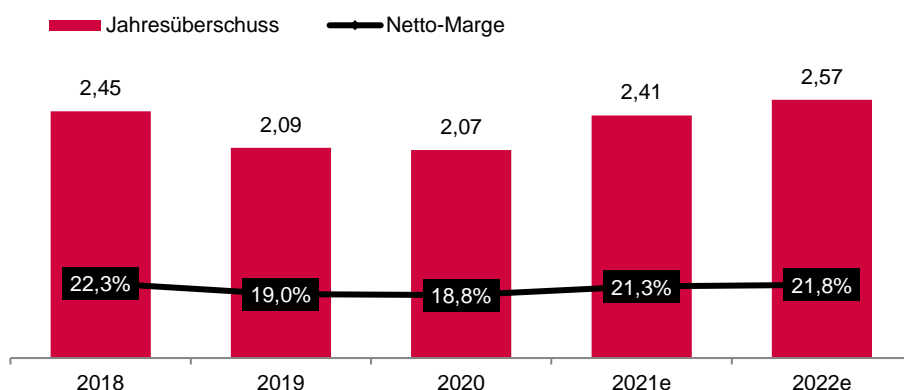
Ab dem Jahr 2023 gehen wir von einem deutlichen Umsatzsprung aus, den wir in unserem DCF-Modell abgebildet haben. Hintergrund dieser Erwartung ist das Neubauprojekt „set.“. Zum Jahresende 2020 wurde das renommierte Architekturbüro HENN, München und die Fachplaner mit der Baugenehmigungsplanung beauftragt. 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. Darüber hinaus wurde das Neubauprojekt auch mit der Gemeinde Ismaning abgestimmt. Der Vorstand rechnet damit, dass die Baugenehmigung bis zum Ende des Jahres 2021 vorliegen wird. Durch das Süd-Erweiterungsprojekt sollen weiteren 10.000 m² vermietbare Fläche geschaffen werden, was zu zusätzlichen Umsatzerlösen von 1,70 bis 2,00 Mio. € führen sollte. Dem gegenüber stehen insgesamt Kosten von 28,00 bis 35 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollen. Durch das anhaltende Niedrigzinsniveau und die sehr solide Bilanz der AGROB sollte eine Finanzierung unter 1% möglich sein.

Die Gesellschaft plant auch einen größeren Anteil des Projektes aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Vor diesem Hintergrund schlägt der Vorstand vor, den Bilanzgewinn für das Jahr 2020 zu großen Teilen zu thesaurieren. Entsprechend soll, wie bereits im Jahr 2020, nur eine Dividende von 0,03 € je Stammaktie und 0,08 € je Vorzugsaktie ausgezahlt werden. Darüber hinaus soll durch den Verzicht einer Vollausschüttung die Gesellschaft vor möglichen negativen finanziellen Folgen der Corona-Pandemie bewahrt werden. Nachdem sich mittlerweile die Inzidenzzahlen rückläufig entwickeln und sich erste Erfolge der Impfkampagne abzeichnen, erwarten wir, dass die AGROB Immobilien AG im Jahr 2022 wieder zur gewohnten Dividendenpolitik zurückkehren wird.

Ergebnisprognosen

Im Geschäftsjahr 2021 erwarten wir einen deutlichen Ergebnisanstieg. Neben den erfolgreichen Vertragsabschlüssen zu verbesserten Konditionen tragen auch sinkende Kosten zur Ergebnissteigerung bei. So konnte im Jahr 2020 das langjährige Investitionsprogramm (Gebäudesubstanz & Gebäudetechnik) in Höhe von insgesamt 2,5 Mio. € erfolgreich abgeschlossen werden und somit sollten sich die Instandhaltungskosten reduzieren. Die Gesellschaft stellt einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,2 bis 2,4 Mio. € in Aussicht. Wir erwarten einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,41 Mio. € sowie 2,57 Mio. € im Folgejahr.

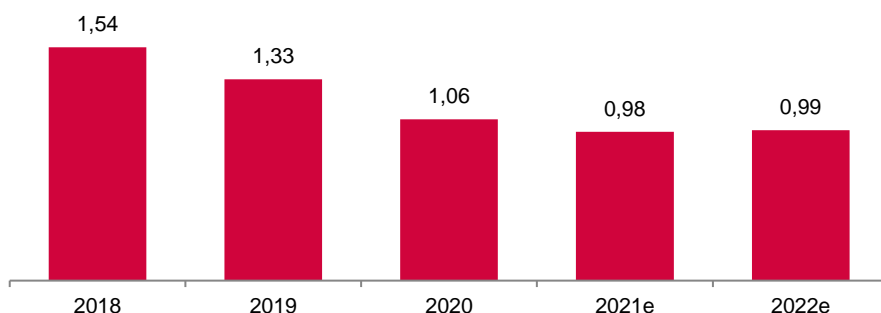
Prognose Jahresüberschuss (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Der Finanzaufwand ist nach wie vor einer der wichtigsten Treiber für das Netto-Ergebnis. Hier hat die Gesellschaft in den vergangenen Jahren sukzessive Verbesserungen erreicht. Nach der Rekordtilgungssumme in Höhe von 4,42 Mio. € (VJ: 3,28 Mio. €) im Jahr 2020 erwarten wir für das Jahr 2021 einen weiter sinkenden Finanzaufwand auf 0,98 Mio. €. Ab dem Jahr 2022 erwarten wir einen leicht steigenden Finanzaufwand, bedingt durch den geplanten Baubeginn des Erweiterungsprojekts „set.“ ab dem Sommer 2022.

Prognose Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

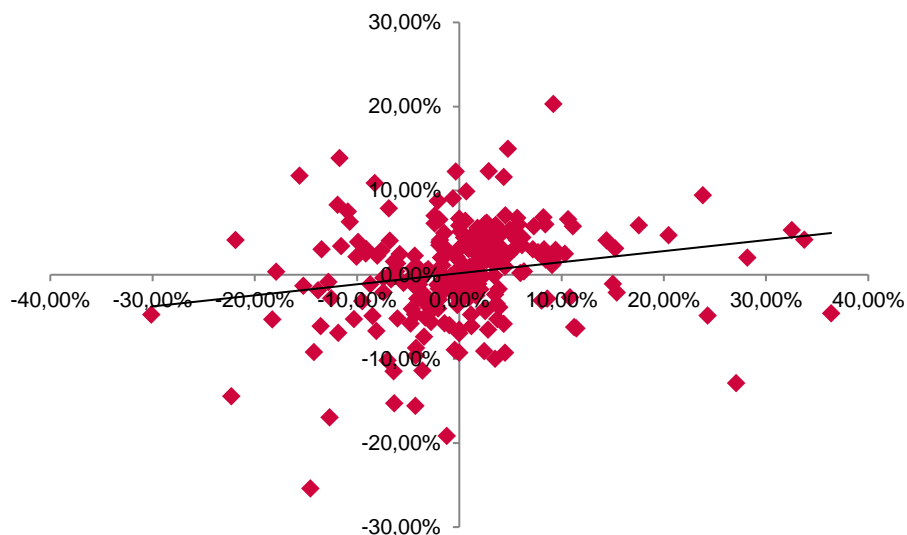
Bewertung

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 | Marktbeleitetes 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 2021 und 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 69,1 % 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.

Die von uns verwendete Untergrenze des risikolosen Zinssatzes liegt seit dem 01.01.2021 bei 0,25 % (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: 0,66).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,88% (bisher: 4,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,0 % (bisher: 3,4 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) reduzierten sich nach der Senkung des risikolosen Zinssatzes (0,25%) auf 3,0% (bisher: 3,4 %). Hinzu kommen nicht-operative genutzte Vermögenswerte, nämlich unbebaute Grundstücke. Diese wurden laut aktuellen Wertgutachten zum 31.12.2020 auf 25,2 Mio. € (bisher: 14,72 Mio. €) taxiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 43,80 € (bisher: 38,65 €). Die Kurszielanhebung ist hauptsächlich auf die gesunkenen Kapitalkosten zurückzuführen.

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 | 67,1% | ewige EBITA - Marge | 40,4% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 4,9% | effektive Steuerquote im Endwert | 17,1% |
| Working Capital zu Umsatz | 6,4% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | consistency | | | | | | final End- wert |
|---------------------------------|----------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
| | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | GJ 28e | |
| Umsatz (US) | 11,31 | 11,75 | 11,84 | 14,71 | 14,83 | 14,95 | 15,07 | 15,19 | |
| US Veränderung | 2,6% | 3,9% | 0,8% | 24,2% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 1,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 0,17 | 0,16 | 0,13 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,18 | 0,19 | |
| EBITDA | 7,63 | 7,88 | 7,95 | 9,87 | 9,95 | 10,03 | 10,11 | 10,19 | |
| EBITDA-Marge | 67,4% | 67,1% | 67,1% | 67,1% | 67,1% | 67,1% | 67,1% | 67,1% | |
| EBITA | 4,00 | 4,18 | 4,24 | 5,52 | 5,59 | 5,77 | 5,95 | 6,13 | |
| EBITA-Marge | 35,3% | 35,6% | 35,8% | 37,5% | 37,7% | 38,6% | 39,5% | 40,4% | 40,4% |
| Steuern auf EBITA | -0,80 | -0,82 | -0,85 | -1,10 | -1,12 | -1,15 | -1,19 | -1,23 | |
| zu EBITA | 20,0% | 19,5% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 17,1% |
| EBI (NOPLAT) | 3,20 | 3,36 | 3,39 | 4,41 | 4,47 | 4,62 | 4,76 | 4,90 | |
| Kapitalrendite | 4,6% | 5,1% | 4,5% | 4,9% | 5,0% | 5,3% | 5,6% | 5,9% | 6,3% |
| Working Capital (WC) | 0,00 | 0,75 | 0,76 | 0,94 | 0,95 | 0,95 | 0,96 | 0,97 | |
| WC zu Umsatz | 0,0% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | |
| Investitionen in WC | -0,76 | -0,75 | -0,01 | -0,18 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 66,07 | 75,27 | 88,50 | 88,58 | 86,58 | 84,58 | 82,58 | 80,58 | |
| AFA auf OAV | -3,63 | -3,70 | -3,70 | -4,35 | -4,36 | -4,26 | -4,16 | -4,06 | |
| AFA zu OAV | 5,5% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | |
| Investitionen in OAV | -0,09 | -12,90 | -16,94 | -4,43 | -2,36 | -2,26 | -2,16 | -2,06 | |
| Investiertes Kapital | 66,07 | 76,02 | 89,26 | 89,52 | 87,52 | 85,53 | 83,54 | 81,55 | |
| EBITDA | 7,63 | 7,88 | 7,95 | 9,87 | 9,95 | 10,03 | 10,11 | 10,19 | |
| Steuern auf EBITA | -0,80 | -0,82 | -0,85 | -1,10 | -1,12 | -1,15 | -1,19 | -1,23 | |
| Investitionen gesamt | -0,85 | -13,65 | -16,95 | -4,61 | -2,37 | -2,27 | -2,17 | -2,07 | |
| Investitionen in OAV | -0,09 | -12,90 | -16,94 | -4,43 | -2,36 | -2,26 | -2,16 | -2,06 | |
| Investitionen in WC | -0,76 | -0,75 | -0,01 | -0,18 | -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 | 5,98 | -6,58 | -9,85 | 4,16 | 6,47 | 6,61 | 6,75 | 6,90 | 213,42 |

| | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 184,06 | 196,21 |
| Barwert expliziter FCFs | 10,81 | 17,72 |
| Barwert des Continuing Value | 173,25 | 178,49 |
| Nettoschulden (Net debt) | 13,41 | 22,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 170,65 | 174,21 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 170,65 | 174,21 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 3,90 | 3,90 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 43,80 | 44,72 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 0,3% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 0,66 |
| Eigenkapitalkosten | 3,9% |
| Zielgewichtung | 60,0% |
| Fremdkapitalkosten | 2,3% |
| Zielgewichtung | 40,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 3,0% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 2,4% | 2,7% | 3,0% | 3,3% | 3,6% |
| 5,8% | 58,96 | 47,59 | 39,60 | 33,70 | 29,16 |
| 6,0% | 62,07 | 50,10 | 41,70 | 35,49 | 30,71 |
| 6,3% | 65,17 | 52,62 | 43,80 | 37,28 | 32,27 |
| 6,5% | 68,28 | 55,13 | 45,90 | 39,07 | 33,82 |
| 6,8% | 71,39 | 57,64 | 48,00 | 40,86 | 35,38 |

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,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:

Felix Haugg, B.A. Analyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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