



**Researchstudie (Update)**

**AGROB Immobilien AG**



**Einreichung der Baugenehmigung für  
Neubauprojekt „set“ ist erfolgt**

**Die RFR InvestCo 1 S.à r.l. ist neuer Großaktionär  
der AGROB Immobilien AG**

**Kursziel: 44,72 €**

**Rating: Kaufen**

**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“**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 12**

**Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 14.01.2022 (08:44 Uhr)  
Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 18.01.2022 (13:00 Uhr)  
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022**

## AGROB Immobilien AG<sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 44,72 €**  
**(bisher: 43,80 €)**

aktueller Kurs / ST: 40,00  
aktueller Kurs / VZ: 39,20  
18.01.2022 / 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

Aktienanzahl<sup>3</sup>/ST: 2,314  
Aktienanzahl<sup>3</sup>/VZ: 1,582

Marketcap<sup>3</sup>: 154,57  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 192,32  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 16,2 %  
Freefloat/VZ: 71,5 %

Transparenzlevel:  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

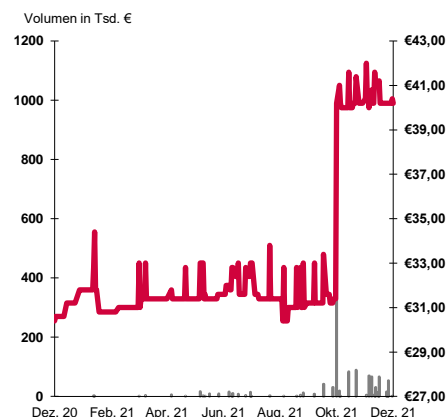
Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien  
Fokus: Gewerbeimmobilien  
Mitarbeiter: 8  
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	31.12.2019	31.12.2020	30.12.2021e	30.12.2022e
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	17,53	17,45	17,00	16,37
EV/EBITDA	25,72	26,61	25,21	24,40
EV/EBIT	48,63	51,93	48,11	46,00
KGV	74,00	74,71	64,05	60,21
KBV			4,97	

### Finanzkalender

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
27.05.2021: RG / 43,80 / KAUFEN  
17.12.2020: RG / 38,65 / KAUFEN  
12.05.2020: RG / 36,33 / KAUFEN  
04.02.2020: RG / 34,40 / KAUFEN  
13.05.2019: RG / 27,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG UND VERMÖGENSSITUATION

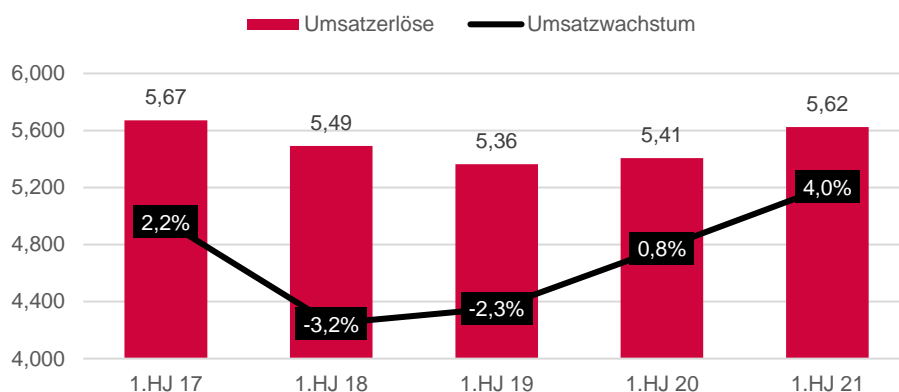
in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	5,36	5,41	5,62
EBITDA	3,56	3,45	3,58
EBITDA-Marge	66,4%	63,8%	63,6%
EBIT	1,80	1,69	1,82
EBIT-Marge	33,6%	31,2%	32,3%
Jahresüberschuss	0,90	0,89	1,16
EPS in €	0,23	0,23	0,30

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

In den ersten sechs Monaten 2021 hat die AGROB Immobilien AG (AGROB) Umsatzerlöse in Höhe von 5,62 Mio. € (VJ 5,41 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



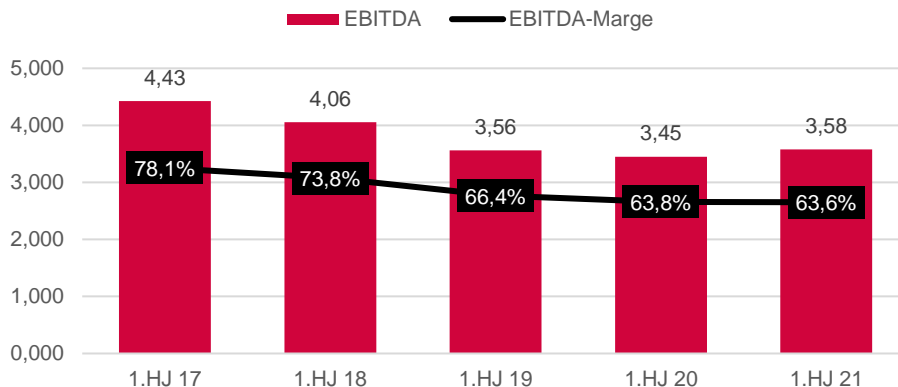
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

So entwickelten sich die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2021 im Rahmen der Erwartungen der AGROB Immobilien AG. Die weiterhin positive Entwicklung der Umsatzerlöse ist zudem auf den erfolgreichen Abschluss neuer Mietverträge sowie den erzielten Mietpreiserhöhungen von Bestandsmietern zurückzuführen.

### Ergebnisentwicklung 1. HJ 2021

Analog zu den Umsatzerlösen erhöhte sich das EBITDA leicht auf 3,65 Mio. € (VJ: 3,58 Mio. €). Jedoch entwickelte sich die EBITDA-Marge aufgrund des überproportional angestiegenen Umsatzniveaus im Vergleich zum EBITDA, einen leichten Rückgang auf 63,6% (VJ: 63,8%).

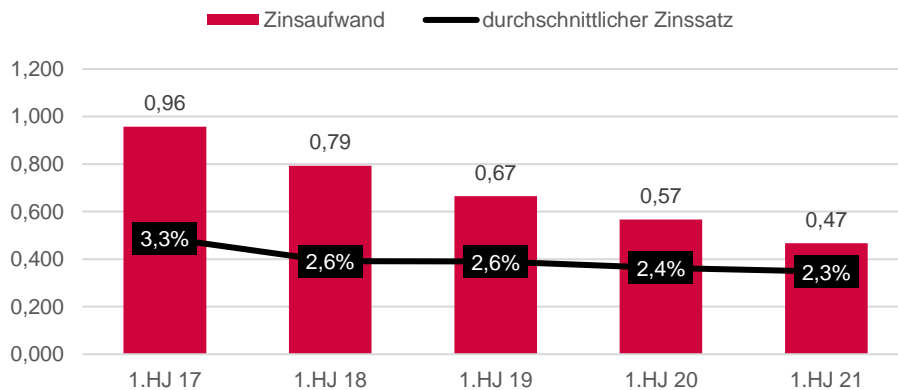
### Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Das langfristige Instandhaltungs- und Investitionsprogramm, welches im Jahr 2018 aufgelegt wurde und bis zum Ende 2020 abgeschlossen sein sollte, verzögerte sich aufgrund der Pandemieentwicklung und letzte kleinere Arbeiten wurden noch im Frühjahr 2021 ausgeführt. Die im Jahr 2021 durchgeführten Arbeiten hatten aber keine nennenswerten Auswirkungen auf die EBITDA-Entwicklung im ersten Halbjahr. Im Zuge des Investitions-Programms wurden rund 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, was sich bereits in den Vertragsverlängerungen und den neu abgeschlossenen Mietverträgen widerspiegelt.

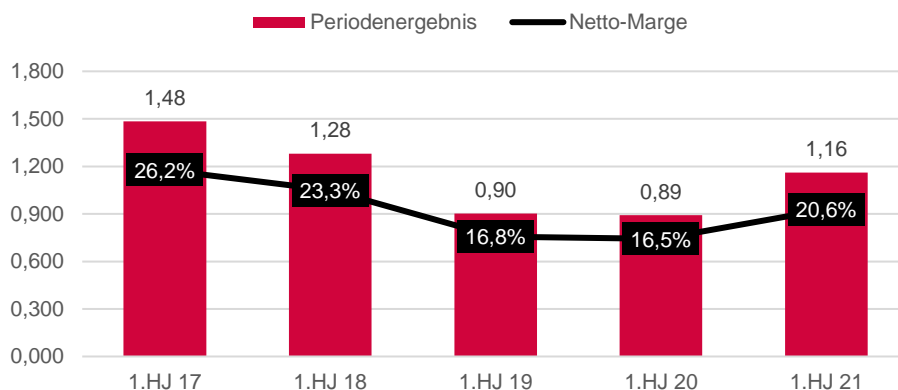
### Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Der Finanzaufwand ist nach wie vor einer der wichtigsten Faktoren für das Netto-Ergebnis der AGROB. Hier erzielt die Gesellschaft seit mehreren Geschäftsjahren, als Folge der sukzessiven Tilgung und der Verringerung des durchschnittlichen Zinssatzes, eine kontinuierliche Verbesserung. Im ersten Halbjahr 2021 reduzierte sich der Zinsaufwand erneut auf 0,47 Mio. € (VJ: 0,57 Mio. €). Mit ausschlaggebend hierfür ist die umgesetzte Senkung des durchschnittlichen Zinssatzes auf nun mehr nur noch 2,3% (Stand: 31.12.2020) im Vergleich zu über 3,5% im Jahr 2015.

### Entwicklung der Periodenergebnisse (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die weitere Verbesserung des Finanzergebnisses hatte im ersten Halbjahr 2021 eine Trendumkehr beim Netto-Ergebnis nach sich gezogen. Der Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 1,16 Mio. € (VJ: 0,89 Mio. €) wurde dabei zusätzlich vom Abschluss des langjährigen Modernisierungs- und Investitionsprogramms positiv beeinflusst.

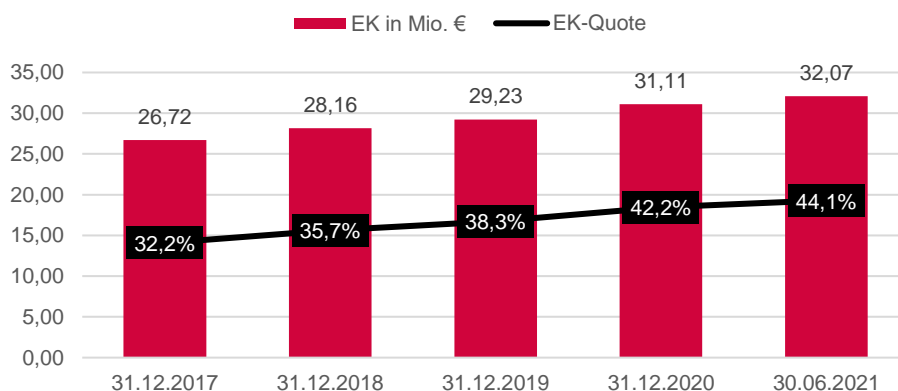
### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital	29,23	31,11	32,07
EK-Quote (in %)	38,3%	42,2%	44,1%
Bankverbindlichkeiten	43,73	39,03	37,17
Immobilienvermögen nach HGB	72,74	69,61	68,72
Verkehrswert Immobilienvermögen	179,60	207,60	207,60
Loan-to-Value (LTV)	61,0%	56,1%	54,1%
Verkehrswert LTV	24,4%	18,8%	17,9%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die positive Eigenkapitalentwicklung der vergangenen Jahre wurde auch im Jahr 2021 durch die gute wirtschaftliche Entwicklung der AGROB weiter fortgesetzt. Das bilanzierte Eigenkapital zum Stichtag 30.06.2021 erhöhte sich auf 32,07 Mio. € (31.12.2020: 31,11 Mio. €), was zu einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 42,2% (31.12.2020) auf 44,1% (30.06.2021) geführt hat. Hier ist jedoch zu beachten, dass die AGROB die Bilanz nach den HGB-Richtlinien aufstellt und nicht den aktuellen Marktwert der Immobilien in der Bilanz darstellt.

### 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 207,80 Mio. € (Stand: 31.12.2020) und liegen damit erheblich über dem HGB-Ansatz von 68,72 Mio. €. Unter Einbezug der daraus resultierenden stillen Reserven in Höhe von 139,08 Mio. € ergibt sich nach IFRS eine Eigenkapitalquote in Höhe von 80,8% und ein Loan-to-Value in Höhe von 17,9%. Um eine dauerhafte Vergleichbarkeit zu schaffen, wird der Immobilienbestand der AGROB Immobilien AG regelmäßig durch die Colliers International Neubewertet.

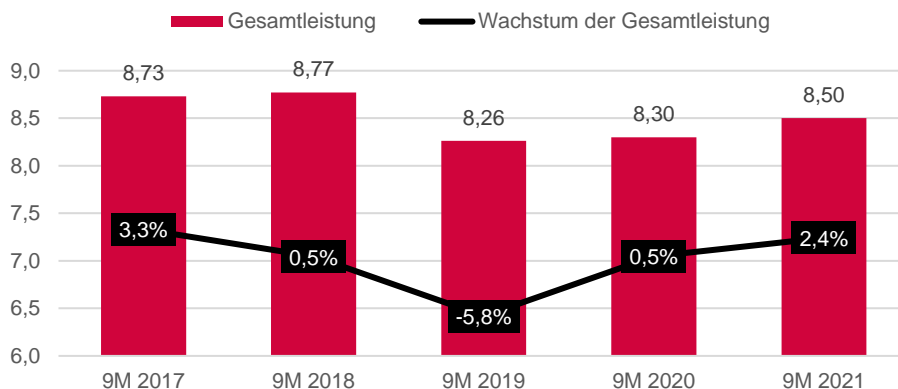
## Geschäftsentwicklung 9 Monate 2021

GuV (in Mio. €)	9M 2019	9M 2020	9M 2021
Gesamtleistung	8,3	8,3	8,5
EBITDA (Marge*)	5,4 (65,9%)	5,3 (63,9%)	5,4 (63,5%)
EBIT (Marge*)	2,8 (33,9%)	2,6 (31,3%)	2,7 (31,8%)
Periodenergebnis	1,6	1,8	2,0

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

Auch die 9-Monatszahlen 2021 liegen in allen Bereichen über den Vorjahreszahlen und bestätigen somit den positiven Trend, der sich bereits zum Halbjahr abgezeichnet hatte. Darüber hinaus liegen die Ergebnisse zum 30.09.2021 im Prognosekorridor der AGROB bzw. übertreffen diesen sogar teilweise. Diese positive Entwicklung aller wesentlichen Ergebniszahlen, zeigt bereits heute, dass das langjährige Modernisierung- und Investitionsprogramm die richtige Entscheidung war, um auch in Zukunft ein nachhaltiges Wachstum sicherzustellen. Insgesamt wurde eine Gesamtleistung in Höhe von 8,5 Mio. € (VJ: 8,3 Mio. €) erwirtschaftet, bei einem Periodenergebnis von 2,0 Mio. € (VJ: 1,8 Mio. €).

### Entwicklung der Gesamtleistung und des Wachstums der Gesamtleistung



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Neben der positiven operativen Entwicklung und unverändert hohen Vermietungsquote von annähernd 100% im Immobilienpark Ismaning, hat die Gesellschaft auch ein Update zu dem Neubauprojekt „set.“ gegeben. In den vergangenen Monaten wurde mit der erfolgreichen Einreichung der Baugenehmigung im Projektprozess ein weiterer Meilenstein erreicht. Folglich plant die Gesellschaft aktuell mit einer Erteilung der Baugenehmigung bis spätestens Mitte 2022. Basierend auf dieser zeitlichen Planung werden die nächsten Schritte in Angriff genommen. Dies stellt auch die Grundlage für konkrete Mietvertragsverhandlungen mit potenziellen Mietern dar.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

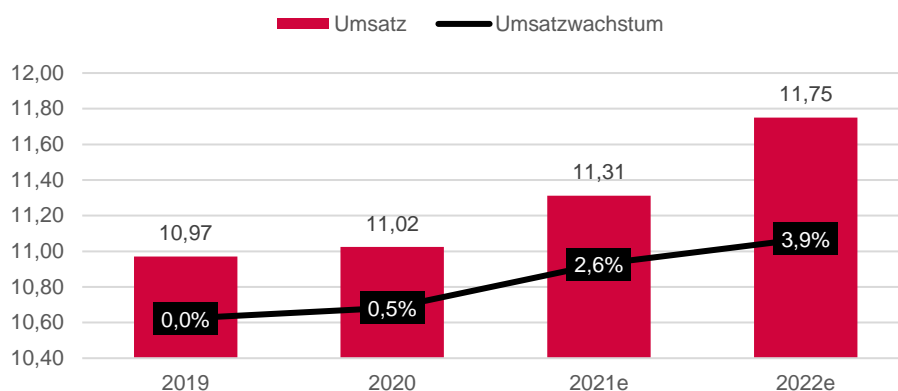
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	11,02	11,31	11,75
EBITDA	7,23	7,63	7,88
EBITDA-Marge	65,6%	67,4%	67,1%
EBIT	3,70	4,00	4,18
EBIT-Marge	33,6%	35,3%	35,6%
Jahresüberschuss	2,07	2,41	2,57

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Für das Geschäftsjahr 2021 erwartete die Gesellschaft unverändert Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,2 Mio. € bis 11,4 Mio. €. Unter Berücksichtigung der neu geschlossenen und verlängerten Verträge zu verbesserten Konditionen erwarten wir weiterhin für das Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 11,31 Mio. € und liegen somit am oberen Ende der Unternehmensguidance. Darüber hinaus konnte das Management Verträge mit Bestandsmietern, die zum 31.12.2021 ausgelaufen wären, verlängern. Im Rahmen dieser Vertragsverlängerungen konnte ein marktgerechter Mietzins durchgesetzt werden, so dass mit weiteren Mietsteigerungen für das Geschäftsjahr 2022 zu rechnen ist. Folglich unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr einen weiteren Umsatzanstieg auf 11,75 Mio. €.

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



Quelle: GBC AG

Ab dem Jahr 2023, also außerhalb unseres konkreten Prognosezeitraums, gehen wir trotz der Verzögerungen durch die Corona-Pandemie von einem deutlichen Umsatzsprung aus. Diesen haben wir jedoch in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells berücksichtigt. Hintergrund dieser Erwartung ist das Neubauprojekt „set.“. Zum Jahresende 2020 wurde das renommierte Münchner Architekturbüro HENN 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 aktuell damit, dass die Baugenehmigung spätestens bis zum Ende Juni 2022 vorliegen wird. Durch das Süd-Erweiterungsprojekt sollen weitere 10.000 m<sup>2</sup> vermietbare Fläche geschaffen werden, was zu zusätzlichen Umsatzerlösen von 1,70 bis 2,00 Mio. € führen sollte. Dem gegenüber stehen insgesamt Kosten von 28 bis 35 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollen. Durch das anhaltende

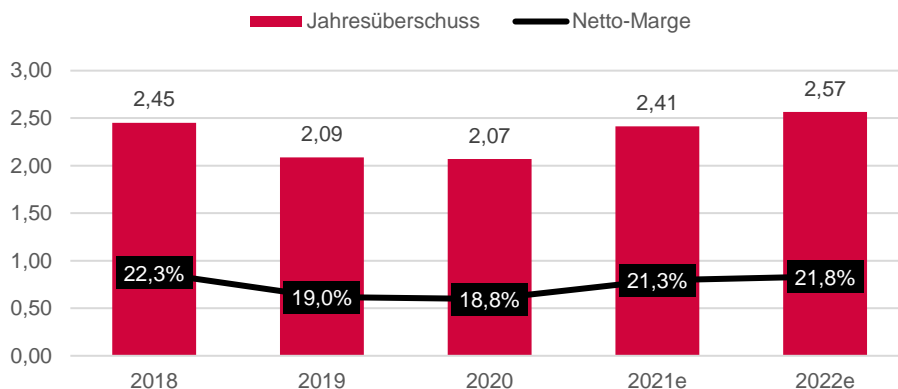


Niedrigzinsniveau und die sehr solide Bilanz der AGROB sollte eine Finanzierung unter 1% möglich sein.

## Ergebnisprognosen

Im Geschäftsjahr 2021 erwarten wir weiterhin einen deutlichen Ergebnisanstieg. Neben den erfolgreichen Vertragsabschlüssen zu verbesserten Konditionen tragen auch rückläufige Kosten zur Ergebnissteigerung bei. Einerseits wurde das langjährige Investitionsprogramm erfolgreich abgeschlossen und somit reduzieren sich die Instandhaltungskosten deutlich und andererseits sollten sich die ersten positiven Effekte aus den Neuvertragsabschlüssen mit Mietern zeigen. Diesbezüglich stellt die AGROB 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.

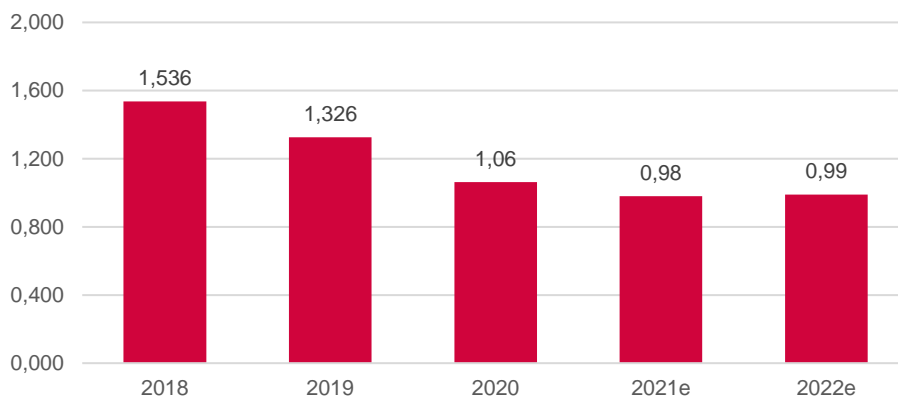
### Prognose Jahresüberschuss (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)



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 dürfte in 2021 der Finanzaufwand weiter auf 0,98 Mio. € reduziert worden sein. Ab dem laufenden Jahr 2022 erwarten wir einen leicht steigenden Finanzaufwand, bedingt durch den geplanten Baubeginn des Erweiterungsprojekts „set.“

### Prognose Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Übernahmeangebot ist abgeschlossen

Am 09.11.2021 hat die RFR InvestCo 1 S.à r.l. (Luxemburg) ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der AGROB Immobilien AG veröffentlicht. Der Angebotspreis von 40,05 € je Stammaktie übertraf den Schlusskurs des Vortages um rund 25,2%. Zudem übertraf der Angebotspreis von 36,44 € je Vorzugsaktie den Schlusskurs des Vortages um rund 16,8%. In der Zwischenzeit wurde vom Bieterunternehmen RFR InvestCo 1 S.à r.l. eine ausführliche Angebotsunterlage veröffentlicht, auf die der AGROB-Vorstand pflichtgemäß mit einer Stellungnahme geantwortet hat. Nach einer Prüfung zur Höhe des Angebotspreises sowie unter Berücksichtigung der Informationen in der Angebotsunterlage lehnt der Vorstand und Aufsichtsrat die Annahme des öffentlichen Übernahmeangebots ab.

Im Hinblick auf die Vorzugsaktien halten Vorstand und Aufsichtsrat den Angebotspreis für zu niedrig und daher aus finanzieller Sicht nicht angemessen. Demzufolge empfehlen Vorstand und Aufsichtsrat den Inhabern der Vorzugsaktien, das Angebot nicht anzunehmen. Bei den Stammaktien gehen Vorstand und Aufsichtsrat davon aus, dass die angebotene Gegenleistung angemessen ist, jedoch liegt es nicht im Interesse der AGROB Immobilien AG, dass die für die Auslösung der Grunderwerbsteuer relevante Schwelle einer Übertragung von mehr als 90% der AGROB-Aktien überschritten wird. Aus diesem Grund können Vorstand und Aufsichtsrat auch den Inhabern von Stammaktien die Annahme des Angebots nicht empfehlen.

Die ursprüngliche Annahmefrist endete am 07.12.2021, diese würde zusätzlich vorzeitig bis einschließlich 24.12.2021 verlängert. Nach Beendigung der verlängerten Annahmefrist wurden der RFR InvestCo 1 S.à r.l. insgesamt 43.887 Stammaktien sowie 60.930 Vorzugsaktien angedient. Folglich kontrolliert die Bieterin nach Ablauf der verlängerten Annahmefrist unmittelbar 1.938.404 Stammaktien und 451.379 Vorzugsaktien, was 83,8% aller ausgegebenen Stammaktien und 28,5% aller ausgegebenen Vorzugsaktien entspricht. Das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot für die Aktionäre der AGROB Immobilien AG unterlag keiner Mindestannahmeschwelle.

Bereits zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Übernahmeangebotes hat die RFR InvestCo 1 S.à r.l. einen Aktienkaufvertrag mit den ehemaligen Großaktionären Ersä IV S.à r.l. und der Ersä V S.à r.l. geschlossen und hielt somit bereits 1.894.517 Stammaktien und 390.449 Vorzugsaktien (insgesamt rund 58,64 % der insgesamt ausgegebenen AGROB Aktien und ca. 81,87 % der Stimmrechte der AGROB Aktien). Bis Ablauf der ursprünglichen Annahmefrist am 07.12.2021 wurden der Bieterin bereits 9.077 AGROB-Stammaktien und 5.130 AGROB-Vorzugsaktien angedient.

In der Stellungnahme der AGROB Immobilien AG gehen der Vorstand und Aufsichtsrat davon aus, dass auch zukünftig stabile Verhältnisse hinsichtlich der Führung der AGROB bestehen, welche der Gesellschaft eine konsequente und erfolgreiche Fortführung ihres Geschäftsmodells ermöglichen. Auch und gerade deshalb begrüßen es der Vorstand und Aufsichtsrat, dass die Bieterin keine Absichten hat, die sich auf die Geschäftstätigkeit der AGROB auswirken könnten. Ferner zählt dazu, dass die Bieterin keine weiteren Strukturmaßnahmen, wie bspw. die Durchführung eines Squeeze-Outs oder eines Delistings beabsichtigt.

**Basierend auf den Aussagen der Bieterin hat das abgeschlossene freiwillige Übernahmeangebot keine Auswirkungen auf unser DCF-Modell. Jedoch liegt ein kurzzielsteigernder Roll-Over-Effekt vor, da die neue Kurszielbasis nun der 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) ist. Der daraus ermittelte faire Wert liegt bei 44,72 € je Aktie (bisher: 43,80 €).**

### **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: 0,25%).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,88% (bisher: 3,88 %) (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: 3,0 %).

### **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 aktuellen Wertgutachten zum 31.12.2020 auf 25,2 Mio. € taxiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 44,72 € (bisher: 43,80 €). Die Kurszielanhebung ist ausschließlich auf den kurszielsteigernden Roll-Over-Effekt zurückzuführen, da die neue Kurszielbasis der 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) ist.

## 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 Endwert
	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%	59,97	48,47	40,39	34,41	29,81
6,0%	63,16	51,05	42,55	36,26	31,42
6,3%	66,34	53,64	44,72	38,11	33,03
6,5%	69,52	56,22	46,88	39,96	34,64
6,8%	72,70	58,80	49,04	41,81	36,25

## 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 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., 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)