



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



**Mietverträge über eine Fläche von 34.000 m² wurden
zu marktgerechten Konditionen verlängert**

Das Neubauprojekt „set.“ schreitet weiter voran

**Kursziel: 42,10 €
(bisher: 44,72 €)**

Rating: Halten

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: 02.06.2022 (15:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 03.06.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

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

Kursziel: 42,10 €
(bisher: 44,72 €)
Rating: Halten

aktueller Kurs / ST: 45,00 EUR
aktueller Kurs / VZ: 45,80 EUR
02.06.2022 / MCH / 08:01 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: 176,27
EnterpriseValue³: 211,04
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 10,1%
Freefloat/VZ: 75,3%

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 21

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

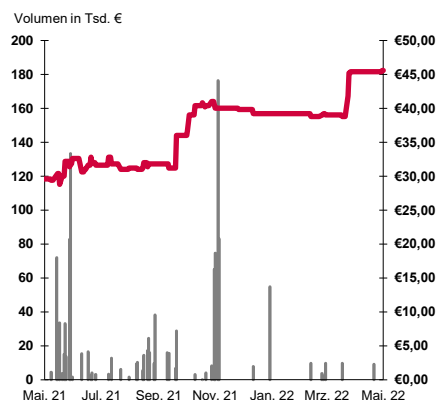
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2021

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	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	11,02	11,29	11,39	11,75
EBITDA	7,23	7,22	7,83	8,12
EBIT	3,70	3,72	4,26	4,30
Jahresüberschuss	2,07	2,21	2,92	2,89

Kennzahlen in EUR				
Dividende je Stamm-Aktie	0,03	0,03	0,24	0,24
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,05	0,05	0,29	0,29

Kennzahlen				
EV/Umsatz	19,15	18,69	18,53	17,96
EV/EBITDA	29,19	29,23	26,95	25,99
EV/EBIT	57,04	56,73	49,54	49,08
KGV	85,15	79,76	60,37	60,99
KBV		5,32		

Finanztermine
13.06.2022: Hauptversammlung 2021
26.08.2022: Halbjahresfinanzbericht 2021

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
18.01.2022: RG / 44,72 / KAUFEN
27.05.2021: RG / 43,80 / KAUFEN
17.12.2020: RG / 38,65 / KAUFEN
04.02.2020: RG / 34,40 / KAUFEN
13.05.2019: RG / 27,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2021 erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 11,29 Mio. € (2020: 11,02 Mio. €). In den gestiegenen Umsatzerlösen zeigen sich erste positive Effekte aus dem abgeschlossenen 3-jährigen Modernisierungs- und Investitionsprogramm. Nach Abschluss dieser Maßnahmen wurden einzelne Mietverträge zu marktgerechten Konditionen verlängert. Weiter konnte die AGROB von der weiterhin sehr hohen Vermietungsquote von 97,0 % (2020: 97,4 %) profitieren.
- Die positive Umsatzentwicklung nach Abschluss des Investitions- und Modernisierungsprogramms spiegelt sich auch in dem Jahresüberschuss wider. Im Jahr 2021 wurde ein Jahresüberschuss in Höhe von 2,21 Mio. € (VJ: 2,07 Mio. €) erzielt. Der erzielte Jahresüberschuss liegt im Prognosekorridor (2,2 Mio. € bis 2,4 Mio. €). Hier spiegelt sich auch die gute Planbarkeit und die hohe Umsatz- und Ergebnissicherheit des Geschäftsmodells der AGROB Immobilien AG wider.
- Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG nach wie vor überdurchschnittlich gut aufgestellt und konnte diese Kennzahlen im Jahr 2021 sogar nochmals verbessern. Vor dem Hintergrund der Erweiterung des Medienparks um das Neubauprojekt „set.“ und damit, um eine ausreichende Liquidität vorzuhalten, wurde im Jahr 2021 zum zweiten Mal in Folge nach 2020 die Dividende auf 0,03 € je Stammaktie und auf 0,08 € je Vorzugsaktie reduziert. Durch die Reduzierung der Ausschüttung, die planmäßige Tilgung sowie einer Sondertilgung des Fremdkapitals reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten um 3,45 Mio. € auf 35,58 Mio. € (2020: 39,03 Mio. €). Das Eigenkapital beläuft sich zum Bilanzstichtag auf 33,12 Mio. € (2020: 31,11 Mio. €). Durch die Rückführung der Kredite reduzierte sich die Bilanzsumme auf 72,43 Mio. € (VJ: 73,78 Mio. €) und folglich erhöhte sich die Eigenkapitalquote auf 45,7% (VJ: 42,2%).
- Für das laufende Geschäftsjahr 2022 erwartet die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,3 Mio. € bis 11,5 Mio. €. Unter Berücksichtigung der neu geschlossenen und verlängerten Verträge über rund 34.000 m² zu verbesserten Konditionen, welche teilweise zeitlich gestaffelt sind, erwarten wir für das Geschäftsjahr 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 11,39 Mio. € und liegen somit in der Mitte der Unternehmens-Guidance. Darüber hinaus werden freiwerdende Mietflächen innerhalb von wenigen Wochen bzw. Monaten neu vermietet, womit wir weiter mit einer weitestgehenden Vollvermietung aller Flächen rechnen. Unabhängig davon befindet sich das Management ständig in Kontakt mit Bestandsmietern, um über die Verlängerungen von auslaufenden Verträgen zu verhandeln, so dass mit einer weiterhin stabilen Kundenbasis und weiter steigenden Mieteinnahmen zu rechnen ist. Alle neu geschlossenen Mietverträge sind voll indexiert.
- **Das Neubauprojekt im Süden des AGROB-Areals bietet der Gesellschaft in den nächsten Jahren ein weiteres Wachstumspotenzial. Jedoch liegt hier eine zeitliche Verzögerung vor. Bisher haben wir in unseren Schätzungen eine vorliegende Baugenehmigung bis Ende 2021 berücksichtigt. Aktuell erwarten wir eine Baugenehmigung im Sommer 2022. Folglich haben wir auch unsere mittelfristige Prognose angepasst und erwarten erst deutlich steigende Umsatzerlöse aus dem Neubauprojekt „set.“ im Jahr 2025 statt wie bisher im Jahr 2024.**
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 42,10 € (bisher: 44,72 €) ermittelt und vergeben das Rating Halten. Zwei Faktoren haben zu einem Kurszielrückgang geführt. Einerseits haben wir in unserem DCF-Modell einen gestiegenen risikolosen Zinssatz in Höhe von 0,40 % (bisher: 0,25 %) berücksichtigt. Des Weiteren haben wir aufgrund der verzögerten Realisierung des Neubauprojekts „set.“ unsere Umsatzprognosen in Phase II unseres DCF-Modells angepasst.**

INHALTSVERZEICHNIS

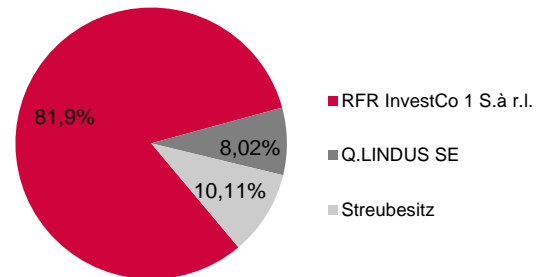
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2021	8
Umsatzentwicklung 2021	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020	11
Übernahme Angebot durch die RFR InvestCo 1 S.à r.l.	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Bewertung	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

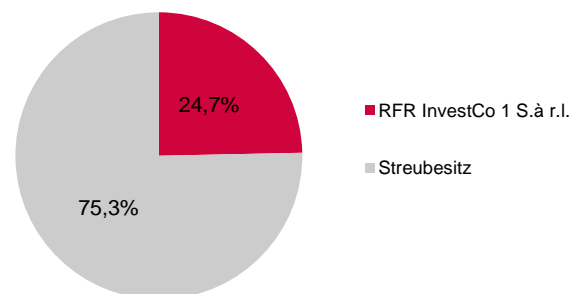
Stammaktien - WKN 501900

Anteilseigner	
RFR InvestCo 1 S.à r.l.	81,9%
Q.LINDUS SE	8,0%
Streubesitz	10,1%
Summe	100,0%



Vorzugsaktien - WKN 501903

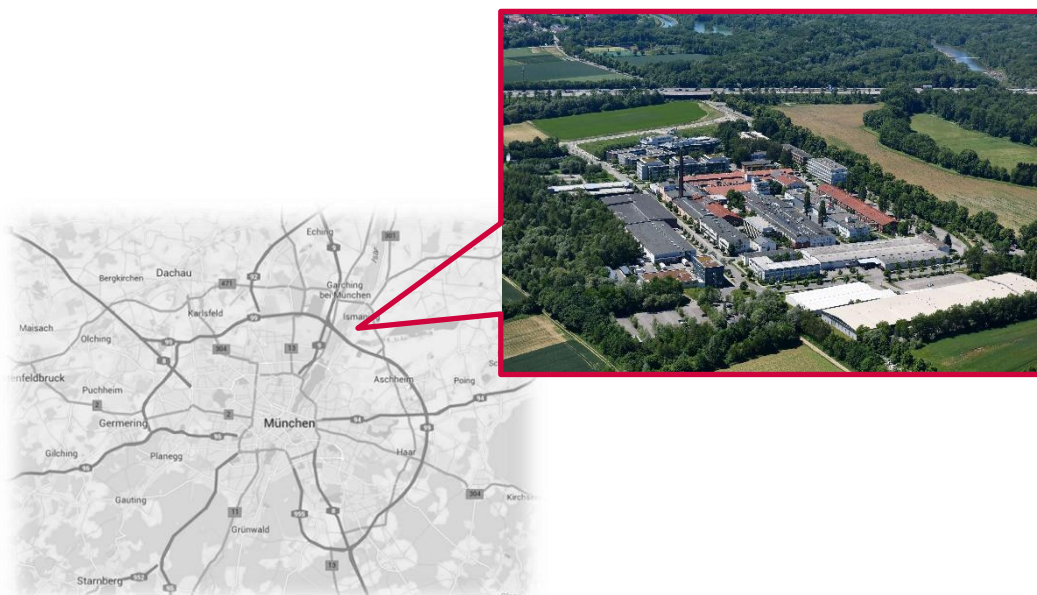
Anteilseigner	
RFR InvestCo 1 S.à r.l.	24,7%
Streubesitz	75,3%
Summe	100,0%



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.



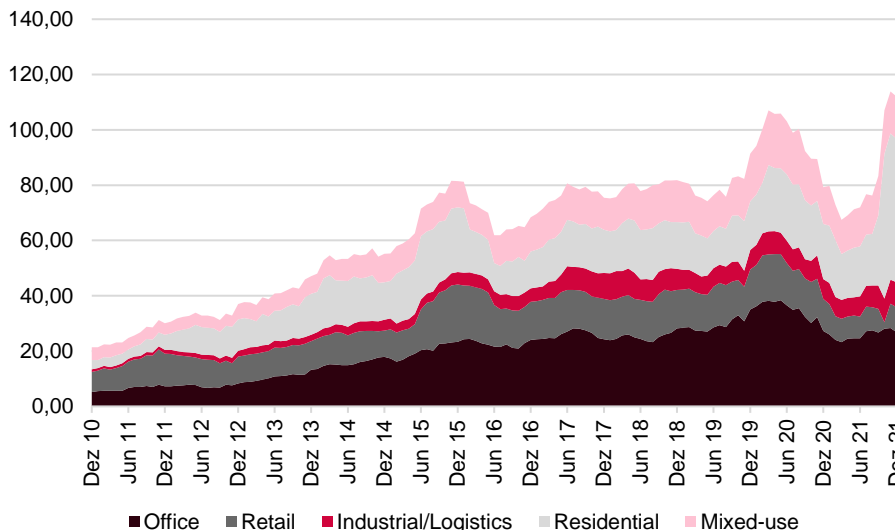
MARKT UND MARKTUMFELD

Der EZB-Rat hat am 11. Januar 2021 beschlossen, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagfazilität unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % zu belassen. Seit diesem Zeitpunkt befinden sich die Zinssätze unverändert auf diesem Niveau. Des Weiteren wird der Ankauf von Vermögenswerten (APP - Asset Purchase Programme) durch die EZB weiter fortgesetzt. Am 10. März 2022 entschied der EZB-Rat die monatlichen Nettokaufvolumina schrittweise zu verringern. Der weitere Verlauf der Nettoankäufe wird von dem zum Zeitpunkt der Entscheidung vorliegenden Inflationsausblick abhängen.

Das im Frühjahr 2020 beschlossene Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) des EZB-Rats zum Erwerb von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors wurde mit dem Beschluss vom 16. Dezember 2021 zum Ende März 2022 eingestellt. Im Rahmen dieses Programmes wurden insgesamt 1,85 Bio. € investiert, um die günstigen Finanzierungsbedingungen während der Corona-Pandemie aufrechtzuerhalten. Darüber hinaus sollen fällige Tilgungsbeträge aus PEPP-Beständen mindestens bis Ende 2024 als Reinvestitionen zurück in den Markt fließen.

Nach Ausbruch der Pandemie im Frühjahr 2020 setzte ein deutlicher Rückgang bei dem Transaktionsvolumen am Investmentmarkt für Gewerbe- und Wohnimmobilien in Deutschland ein. Im zweiten Corona-Jahr konnte sich der Markt jedoch wieder stabilisieren. Die Erholung des deutschen Immobilienmarktes setzt sich auch im Jahr 2022 weiter fort. Laut den Experten von Savills belief sich das Transaktionsvolumen am Investmentmarkt für Gewerbe- und Wohnimmobilien auf rund 9,0 Mrd. €, somit wurden bereits in den ersten zwei Monaten des Jahres 2022 ein Volumen von insgesamt 17,6 Mrd. € investiert. Dies stellt zudem einen neuen Rekordwert an Transaktionsvolumen in diesem Zeitraum dar.

Transaktionsvolumen Deutschland (vergangene 12 Monate rollierend)



Quelle: Savills, GBC

Die Corona-Pandemie und deren Folgen sind auch weiter auf dem Büromarkt Deutschland präsent. Unabhängig davon zeichnet sich eine weitere Erholung auf den größten deutschen Bürostandorten ab. Dies spiegelt sich auch in dem Flächenumsatz wider, der von rund 3,4 Mio. m² um 26,5% über dem Vorjahresresultat lag. Das erzielte Ergebnis liegt auf dem Niveau des 10-Jahresdurchschnitts in Höhe von 3,5 Mio. m².

Die AGROB Immobilien AG verfügt mit ihrem homogenen und weiterhin fast vollständig vermieteten Asset-Bestand über eine weiterhin sehr solide Geschäftsgrundlage. Darüber hinaus sollte die Gesellschaft durch die kontinuierlichen Investitionen in die Gebäude und Gebäudetechnik an dem weiterhin sehr attraktiven Büroimmobilienmarkt Münchens von einer weiterhin hohen Nachfrage profitieren. Zumal die Planung und Realisierung des Neubauprojekts „set“ weiter voranschreiten.

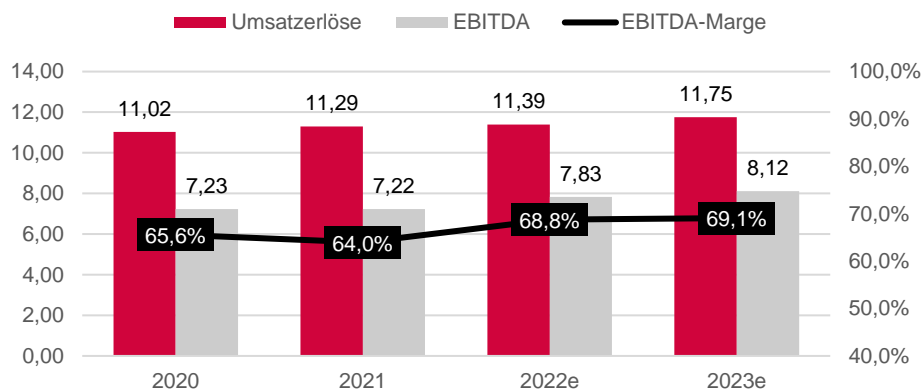
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	11,02	11,29	11,39	11,75
Sonstige betriebliche Erträge	0,18	0,14	0,20	0,22
Materialaufwand	-1,96	-2,09	-1,67	-1,70
Personalaufwand	-1,22	-1,23	-1,24	-1,28
Abschreibungen	-3,52	-3,50	-3,57	-3,82
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,79	-0,88	-0,84	-0,87
EBIT	3,70	3,72	4,26	4,30
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,06	-0,91	-0,68	-0,75
Steuern	-0,39	-0,42	-0,48	-0,48
Sonstige Steuern	-0,18	-0,18	-0,18	-0,18
Jahresüberschuss	2,07	2,21	2,92	2,89
Umsatzerlöse	11,02	11,29	11,39	11,75
EBITDA	7,23	7,22	7,83	8,12
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>65,6%</i>	<i>64,0%</i>	<i>68,8%</i>	<i>69,1%</i>
EBIT	3,70	3,72	4,26	4,30
<i>EBIT-Marge</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,0%</i>	<i>37,4%</i>	<i>36,6%</i>
Nettoergebnis	2,07	2,21	2,92	2,89
<i>Netto-Marge</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>25,7%</i>	<i>24,6%</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 2021

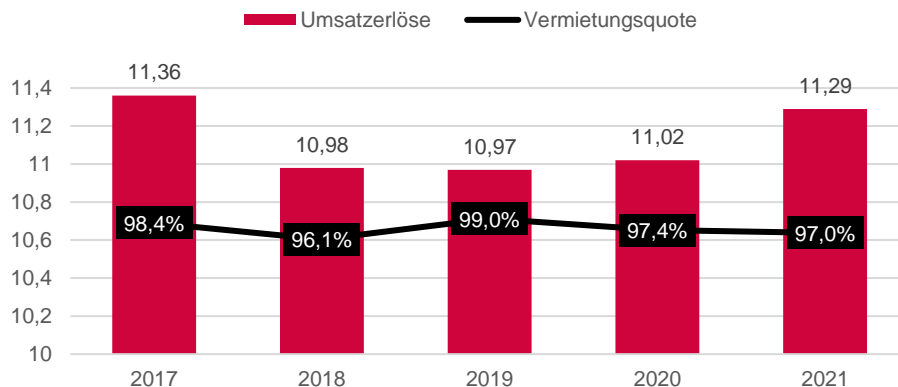
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	10,97	11,02	11,29
EBITDA	7,48	7,23	7,22
EBITDA-Marge	68,2%	65,6%	64,0%
EBIT	3,95	3,70	3,72
EBIT-Marge	36,0%	33,6%	33,0%
Jahresüberschuss	2,09	2,07	2,21
EPS in €	0,50	0,50	0,54

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2021

Im Geschäftsjahr 2021 erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 11,29 Mio. € (2020: 11,02 Mio. €). In den gestiegenen Umsatzerlösen zeigen sich erste positive Effekte aus dem abgeschlossenen 3-jährigen Modernisierungs- und Investitionsprogramm. Nach Abschluss dieser Maßnahmen wurden einzelne Mietverträge zu marktgerechten Konditionen verlängert. Weiter konnte die AGROB von der weiterhin sehr hohen Vermietungsquote von 97,0 % (2020: 97,4 %) profitieren. Bei der Vermietungsquote ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Werte auf den jeweiligen Stichtag bezogen sind. Durch die kurzfristige Nachvermietung freier Flächen dürfte der Wert in der Zwischenzeit höher liegen und nahezu eine Vollvermietung vorliegen.

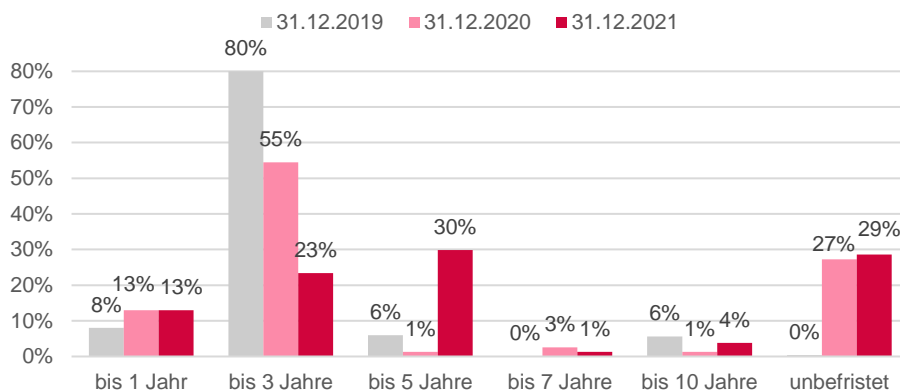
Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote der Hauptnutzflächen (in %)



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.

Im Jahr 2021 hatte die Gesellschaft keine wesentlichen negativen Folgen aus der Corona-Pandemie zu verzeichnen. Viel mehr konnte die AGROB im vergangenen Jahr einen weiteren Grundstein für zukünftiges Wachstum setzen. Neben den positiven Fortschritten an dem Neubauprojekt „set.“ konnten weitere auslaufende Mietverträge verlängert werden. Insgesamt wurden Mietverträge von rund 34.000 m² verlängert bzw. Verlängerungsoptionen eingeräumt. Im Rahmen dieser Verlängerungen wurde der Mietzins an das aktuelle Marktniveau angepasst, teilweise zeitlich gestaffelt. Dadurch werden die Mieterlöse sukzessive um ca. 0,37 Mio. € über die neuen Vertragslaufzeiten ansteigen. Zudem sind wesentliche große Mietverträge in der Regel voll indexiert und wertgesichert.

Laufzeitstruktur der Mietverträge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

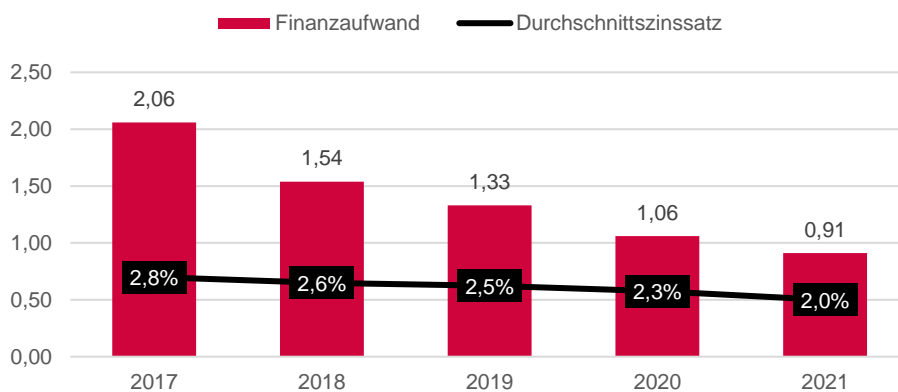
Die abgeschlossenen Verlängerungen mit Bestandsmietern spiegeln sich auch in der neuen Laufzeitstruktur wider. Zwar ist die Quote für Mietverträge für bis 1 Jahr unverändert auf 13% geblieben, dennoch zeigt sich eine Verschiebung hin in den längerfristigen Bereich, was den Schluss zulässt, dass sich die Mieter der AGROB langfristig an den Standort Ismaning binden. Dies dürfte u.a. an der äußerst modernen Infrastruktur sowie an der ständigen Weiterentwicklung des Areals liegen, die vorab mit den Mietern abgesprochen werden und teilweise auf deren Bedürfnisse zugeschnitten werden.

Ergebnisentwicklung

Mit einem EBITDA in Höhe von 7,23 Mio. € (VJ: 7,23 Mio. €) wurde zum Vorjahr eine konstanten Ergebnisentwicklung erreicht, die nur knapp unter der Unternehmensguidance von 7,3 Mio. € bis 7,5 Mio. € lag.

Durch das strikte Finanzmanagement und der seit Jahren sukzessiven Tilgung der Finanzverbindlichkeiten konnte der Finanzaufwand im Jahr 2021 zum wiederholten Mal gesenkt werden. In dem vergangenen Jahr wurden Kredite in Höhe von 3,4 Mio. € zurückgeführt, wodurch sich der Finanzaufwand erneut deutlich auf 0,81 Mio. € (2020: 0,96 Mio. €) reduzierte. Darüber hinaus ist der durchschnittliche Zinssatz zum 31.12.2021 auf 2,0% (31.12.2020: 2,3%) zurückgegangen. Durch die kontinuierliche Tilgung der Kredite und den stetig sinkenden Zinssatz wurde der Finanzaufwand innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre von 2,06 Mio. € im Jahr 2017 auf 0,81 Mio. € im Jahr 2021 mehr als halbiert.

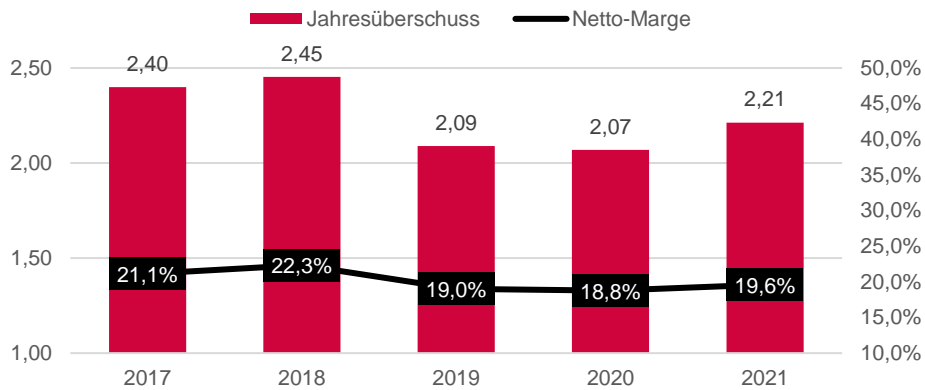
Finanzaufwand (in Mio. €) und Durchschnittzinssatz zum Jahresende (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die positive Umsatzentwicklung nach Abschluss des Investitions- und Modernisierungsprogramms spiegelt sich auch im Jahresüberschuss wider. Im Jahr 2021 wurde ein Jahresüberschuss in Höhe von 2,21 Mio. € (VJ: 2,07 Mio. €) erzielt, welcher im Prognosekorridor der AGROB Immobilien AG liegt.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Mit dem erzielten Jahresüberschuss in Höhe von 2,21 Mio. € wurde die Unternehmens-Guidance von 2,20 Mio. € bis 2,40 Mio. € erreicht. 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.

Nach dem erfolgreichen Geschäftsjahr 2021 wird der Vorstand sowie Aufsichtsrat der Hauptversammlung vorschlagen, die langjährige Dividendenpolitik wiederaufzunehmen, welche in den letzten zwei Jahren aufgrund der nur schwer zu kalkulierenden Auswirkungen der Corona-Pandemie ausgesetzt wurde. In den Jahren 2020 und 2021 wurde jeweils nur eine Mindestdividende von 0,03 € je Stammaktie sowie 0,08 € je Vorzugsaktie an die Anteilseigner ausgezahlt. Für das Geschäftsjahr 2021 soll eine Dividende von 0,25 € je Stammaktie sowie 0,28 € je Vorzugsaktie an die Aktionäre ausgezahlt werden.

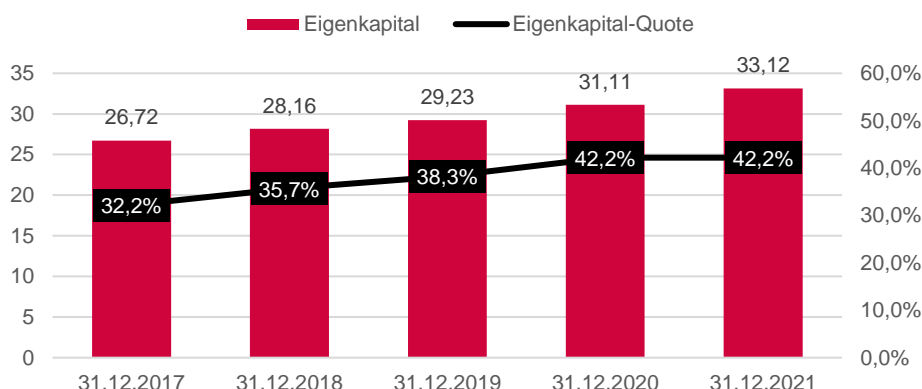
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.19	31.12.20	31.12.21
Eigenkapital	29,23	31,11	33,12
EK-Quote (in %)	38,3%	42,2%	45,7%
Verkehrswert Eigenkapital	136,09	169,09	172,56
Verkehrswert EK-Quote (in %)	74,3%	79,8%	81,4%
Bankverbindlichkeiten	43,73	39,03	35,58
Bilanzansatz Immobilienvermögen	72,74	69,61	68,36
Verkehrswert Immobilienvermögen	179,60	207,60	207,60
Loan-to-Value (LTV)	60,1%	56,1%	52,0%
Verkehrswert LTV	24,4%	18,8%	17,1%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG nach wie vor überdurchschnittlich gut aufgestellt und konnte die Bilanzkennzahlen im Jahr 2021 sogar nochmals verbessern. Vor dem Hintergrund der Erweiterung des Medienparks um das Neubauprojekt „set wurde im Jahr 2021 zum zweiten Mal in Folge nach 2020 die Dividende auf 0,03 € je Stammaktie und auf 0,08 € je Vorzugsaktie reduziert. Durch die Reduzierung der Ausschüttung, die planmäßige Tilgung sowie eine Sondertilgung des Fremdkapitals reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten um 3,45 Mio. € auf 35,58 Mio. € (2020: 39,03 Mio. €). Das Eigenkapital beläuft sich zum Bilanzstichtag auf 33,12 Mio. € (2020: 31,11 Mio. €). Dadurch reduzierte sich die Bilanzsumme auf 72,43 Mio. € (VJ: 73,78 Mio. €) und folglich erhöhte sich die Eigenkapitalquote auf 45,7% (VJ: 42,2%).

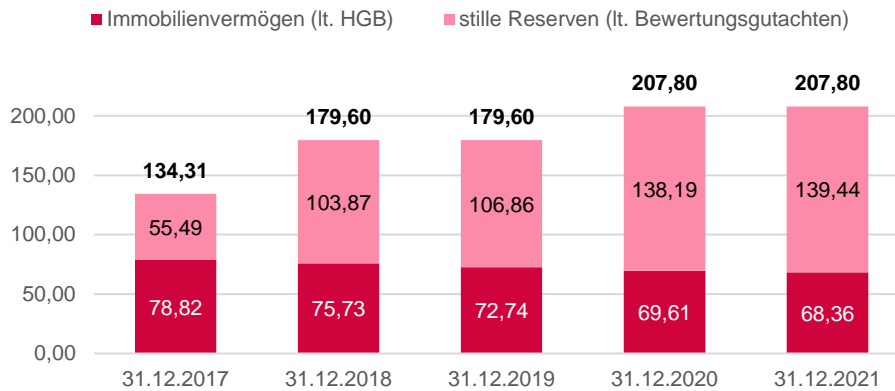
Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



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 31.12.2021 sind die Immobilien mit einem Wert von 68,36 Mio. € aufgeführt (31.12.2020: 69,61 Mio. €). Laut dem aktuellen Wertgutachten wird der Immobilienwert der AGROB aber mit einem Marktwert von 207,80 Mio. € beziffert. Aus der Differenz zwischen dem Bilanzwert und dem neuen ermittelten Verkehrswert ergeben sich sehr hohe stille Reserven in Höhe von 139,44 Mio. € (31.12.2020: 138,19 Mio. €)

Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unter Hinzurechnung der stillen Reserven liegt das Eigenkapital nach Marktwert bei 172,56 Mio. € (31.12.2020: 169,09 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 81,4% (31.12.2020: 79,8%) entsprechen würde. Somit ist das Unternehmen konservativ finanziert und bilanziell weiterhin hervorragend aufgestellt.

Übernahme Angebot durch die RFR InvestCo 1 S.à r.l.

Am 09.11.2021 hat die RFR InvestCo 1 S.à r.l. (kurz: RFR) (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 wurde 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.

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.

Am 1. April 2022 ist jedoch die RFR an die AGROB Immobilien AG herangetreten und hat die Gesellschaft über ihre Absicht informiert, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach §§ 291 ff. AktG abzuschließen zu wollen. Mittlerweile ist der Vorstand der AGROB in Gespräche mit der RFR eingetreten, um über einen möglichen Vertrag zu diskutieren.

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 Zinssätzen. • 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"> • 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 10,1 %.
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 „set.“ 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. • Ein steigendes Zinsniveau könnte zu einem steigenden Finanzierungsaufwand führen und die Rentabilität negativ beeinflussen

PROGNOSE UND BEWERTUNG

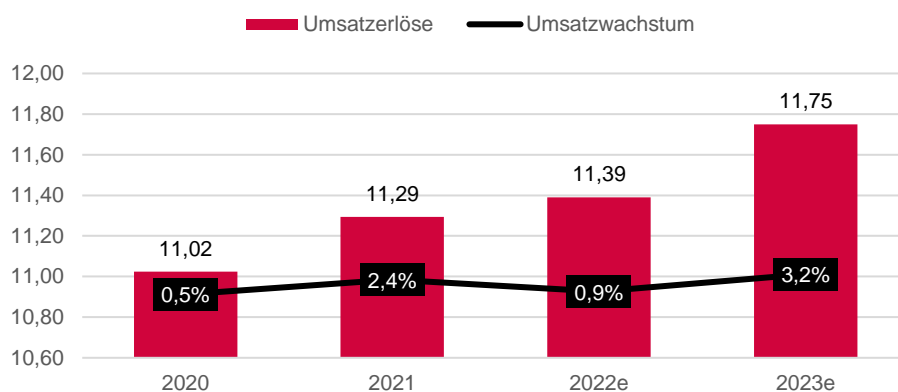
GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	11,29	11,39	11,75
EBITDA	7,22	7,83	8,12
EBITDA-Marge	64,0%	68,8%	69,1%
EBIT	3,72	4,26	4,30
EBIT-Marge	33,0%	37,4%	36,6%
Jahresüberschuss	2,21	2,92	2,89
EPS in €	0,54	0,63	0,62

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr erwartet die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,3 Mio. € bis 11,5 Mio. €. Unter Berücksichtigung der neu geschlossenen und verlängerten Verträge über rund 34.000 m² zu verbesserten Konditionen, welche teilweise zeitlich gestaffelt sind, erwarten wir für das Geschäftsjahr 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 11,39 Mio. € und liegen somit in der Mitte der Bandbreite der Unternehmens-Guidance. Darüber hinaus werden freiwerdende Mietflächen innerhalb von wenigen Wochen bzw. Monaten neu vermietet, womit wir weiter mit einer Vollvermietung aller Flächen rechnen. Unabhängig davon befindet sich das Management ständig im Kontakt mit Bestandsmietern, um über die Verlängerungen von auslaufenden Verträgen zu verhandeln, so dass mit einer weiterhin stabilen Kundenbasis und weiter steigenden Mieteinnahmen zu rechnen ist. Alle neu geschlossenen Mietverträge sind voll indexiert. Darauf basierend erwarten wir im Geschäftsjahr 2023 einen Umsatzanstieg auf 11,75 Mio. €.

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



Quelle: GBC AG

Um in Zukunft das Flächenangebot zu erweitern, plant die AGROB das Neubauprojekt „set.“ im Süden des bestehenden Areals. Hierfür konnte das renommierte Architekturbüro HENN aus München gewonnen werden, welches mit der Baugenehmigungsplanung und -einreichung beauftragt wurde. Aktuell geht der Vorstand davon aus, dass die Baugenehmigung im Sommer 2022 vorliegen wird. Nach Erhalt der Baugenehmigung durch die Gemeinde Ismaning werden weitere Gespräche mit potenziellen Mietern geführt, um eine möglichst hohe Vorvermietungsquote zu erzielen. Zudem wird das Neubauprojekt auch mit den Bestandsmietern abgestimmt. Die Gesellschaft veranschlagt für die Bauzeit aktuell rund 18 Monate. Der Baubeginn wird nach Erhalt der Baugenehmigung und dem erfolgreichen Abschluss der Gespräche mit potenziellen Mietern stattfinden. Jedoch wird auch die derzeitige Situation sowohl an den Rohstoffmärkten als auch an den Energiemärkten sowie die aktuellen Kapazitäten von Bauträgern berücksichtigt, wodurch sich der Baubeginn um einige Monate verzögern könnte. Unter Berücksichtigung des Projekt- und

Planungsfortschritts sowie den Abweichungen des ursprünglichen Zeitplans des Neubaus „set.“ rechnen wir nun ab dem Jahr 2025 (bisher: 2024) mit einem deutlichen Umsatzsprung, den wir in unserem DCF-Modell abgebildet haben.

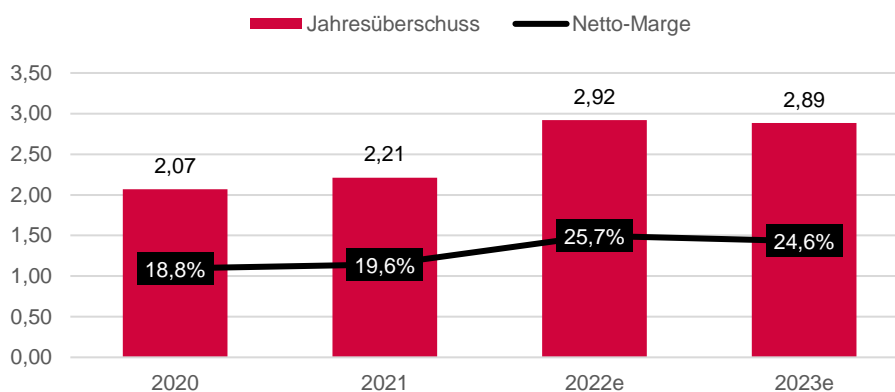
Durch das Süd-Erweiterungsprojekt sollen weitere 10.000 m² vermietbare Fläche geschaffen werden, was zu zusätzlichen Umsatzerlösen von rund 2,00 Mio. € führen sollte. Dem gegenüber stehen insgesamt Kosten von 28 bis 35 Mio. €, welche größtenteils fremdfinanziert werden sollen. Aktuell zieht das Zinsniveau spürbar an, nichtsdestotrotz ist das derzeitige Zinsniveau historisch betrachtet weiter günstig. Durch die stabilen Cashflows in der Verbindung mit der sehr soliden Bilanz sollte die AGROB günstige Finanzierung erhalten.

Die Gesellschaft plant rund 20% bis 30% des Projektvolumens aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Hierfür wurden u.a. in den letzten Jahren die laufenden Kreditverbindlichkeiten planmäßig sowie durch Sondertilgungen deutlich zurückgeführt. Des Weiteren wurden die Bilanzgewinne der Jahre 2019 und 2020, bis auf die Mindestdividende, jeweils thesauriert, um eine gewisse Liquidität aufzubauen. Dementsprechend wurde im Jahr 2020 und 2021, nur eine Dividende von 0,03 € je Stammaktie und 0,08 € je Vorzugsaktie ausgezahlt.

Ergebnisprognosen

Im Geschäftsjahr 2022 erwarten wir einen deutlichen Ergebnisanstieg. Neben den erfolgreichen Vertragsabschlüssen zu verbesserten Konditionen tragen auch weiter sinkende Kosten zur Ergebnissteigerung bei. Im Jahr 2022 sollten die Instandhaltungskosten durch den nahezu vollständigen Abschluss des langjährigen Sanierungs- und Modernisierungsprogramms deutlich zurückgehen, was sich positiv auf die Ergebnisentwicklung auswirken dürfte. Die AGROB erwartet einen Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 2,9 Mio. € bis 3,1 Mio. €. Für das Geschäftsjahr 2022 erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,92 Mio. €. Im Folgejahr 2023 rechnen wir mit einem leicht rückläufigen Jahresüberschuss in Höhe von 2,89 Mio. €, bedingt durch den erwarteten Baubeginn des Neubausprojekts „set.“ Und den damit verbundenen steigenden Kosten.

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

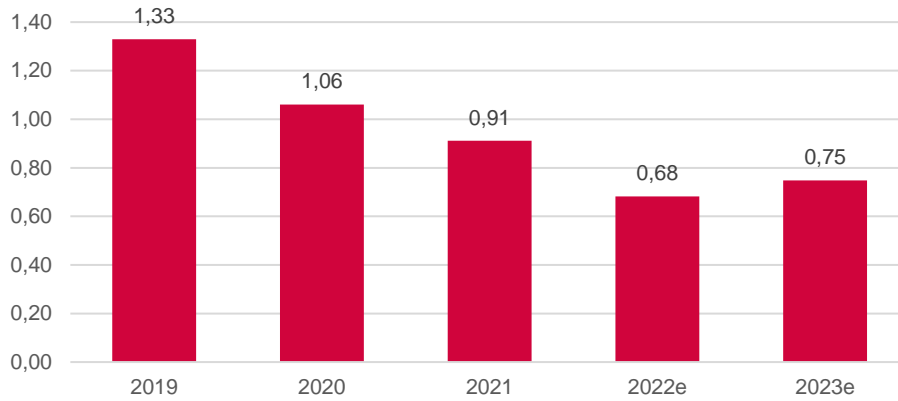


Quelle: GBC AG

Der Finanzaufwand ist nach wie vor einer der wichtigsten Treiber für das Netto-Ergebnis. Hier hat die Gesellschaft auch im Jahr 2021 eine deutliche Verbesserung erzielt. Einerseits konnten die Kreditverbindlichkeiten um weitere 3,45 Mio. € (2020: 4,42 Mio. €) reduziert werden und andererseits eine Verringerung des durchschnittlichen Zinssatzes auf nunmehr 2,0 % erzielt werden. Folglich erwarten wir für das Jahr 2022 einen weiteren Rückgang des Finanzaufwands auf 0,68 Mio. €. Durch den geplanten Neubau und den

unterstellten Baubeginn im Jahr 2023 erwarten wir ab dem kommenden Geschäftsjahr wieder einen steigenden Finanzaufwand.

Prognose Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 und 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2029 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 20 % 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 von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 0,40 % (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 4,0% (bisher: 3,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,1 % (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 aktuellem Wertgutachten zum 31.12.2020 auf 25,2 Mio. € taxiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 42,10 € (bisher: 44,72 €). Zwei Faktoren haben zu einem Kurszielerückgang geführt. Einerseits haben wir in unserem DCF-Modell einen gestiegenen risikolosen Zinssatz in Höhe von 0,40 % (bisher: 0,25 %) berücksichtigt. Des Weiteren erwarten wir nun erst mit Mehreinnahmen aus dem Neubauprojekt „set.“ im Jahr 2025, statt bisher im Jahr 2024. Bisher kalkulierten wir mit einer vorliegenden Baugenehmigung bis zum Ende des Jahres 2021. Somit liegt durch die verschobene Realisierung der südlichen Erweiterung des AGROB-Areals eine niedrigere Umsatzschätzung in der Phase II unseres DCF-Modells vor. Auf Basis des aktuellen AGROB-Stammaktienkurs in Höhe von 45,00 € und einem fairen Wert je Aktie in Höhe von 42,10 € vergeben wir das Rating Halten.

DCF-Modell

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	69,1%	ewige EBITA - Marge	40,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	3,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	11,39	11,75	11,87	14,00	14,14	14,28	14,43	14,57	
US Veränderung	0,9%	3,2%	1,0%	18,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,18	0,16	0,14	0,16	0,17	0,17	0,18	0,18	
EBITDA	7,83	8,12	8,20	9,67	9,77	9,87	9,97	10,07	
EBITDA-Marge	68,8%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	69,1%	
EBITA	4,26	4,30	4,38	5,17	5,26	5,46	5,66	5,86	
EBITA-Marge	37,4%	36,6%	36,9%	36,9%	37,2%	38,2%	39,2%	40,2%	40,5%
Steuern auf EBITA	-0,79	-0,80	-0,88	-1,03	-1,05	-1,09	-1,13	-1,17	
zu EBITA	18,4%	18,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,48	3,49	3,50	4,14	4,21	4,37	4,53	4,69	
Kapitalrendite	5,1%	5,4%	4,7%	4,7%	4,8%	5,1%	5,4%	5,7%	6,2%
Working Capital (WC)	0,00	0,40	0,40	0,48	0,48	0,49	0,49	0,50	
WC zu Umsatz	0,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Investitionen in WC	-0,46	-0,40	0,00	-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen (OAV)	64,94	74,19	87,49	87,61	85,61	83,61	81,61	79,61	
AFA auf OAV	-3,57	-3,82	-3,82	-4,51	-4,51	-4,41	-4,31	-4,20	
AFA zu OAV	5,5%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Investitionen in OAV	-0,15	-13,07	-17,11	-4,63	-2,51	-2,41	-2,31	-2,20	
Investiertes Kapital	64,94	74,59	87,89	88,09	86,09	84,10	82,10	80,11	
EBITDA	7,83	8,12	8,20	9,67	9,77	9,87	9,97	10,07	
Steuern auf EBITA	-0,79	-0,80	-0,88	-1,03	-1,05	-1,09	-1,13	-1,17	
Investitionen gesamt	-0,62	-13,47	-17,12	-4,70	-2,52	-2,41	-2,31	-2,21	
Investitionen in OAV	-0,15	-13,07	-17,11	-4,63	-2,51	-2,41	-2,31	-2,20	
Investitionen in WC	-0,46	-0,40	0,00	-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,43	-6,16	-9,79	3,94	6,20	6,36	6,52	6,69	195,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	168,04	179,43
Barwert expliziter FCFs	10,18	16,65
Barwert des Continuing Value	157,86	162,78
Nettoschulden (Net debt)	4,02	11,94
Wert des Eigenkapitals	164,02	167,49
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	164,02	167,49
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	42,10	42,99

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,66
Eigenkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	2,3%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	25,0%
WACC	3,1%

Kapitalrendite	WACC				
	2,5%	2,8%	3,1%	3,4%	3,7%
5,7%	54,81	45,11	38,18	32,98	28,95
5,9%	57,66	47,44	40,14	34,67	30,42
6,2%	60,51	49,77	42,10	36,35	31,89
6,4%	63,37	52,11	44,06	38,03	33,35
6,7%	66,22	54,44	46,02	39,72	34,82

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 Heinelbecker, Email: heinzelbecker@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), 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