

20.09.2007

AGROB AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 16,22 €

Kurs: 13,50 €

20.09.2007
9:15 Uhr
München

Letztes Rating
5.07.2007 **Kaufen**
Kursziel: 15,00 €
Ersteinschätzung

Marktsegment:
Amtlicher Markt
WKN: 501900
(Stammaktien)
Börsenkürzel:
AGR.MUN

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Markus Lindermayr
lindermayr
@gbconcepts.de

Manuel Hölzle
hoelzle@
gbconcepts.de

IR-Kontakt:

AGROB AG
Münchnerstrasse 101
D-85737 Ismaning

Tel.: +49 89 996873-0
Fax: +49 89 996873-21

verwaltung@agrob-ag.de
www.agrob-ag.de

Unternehmensprofil:

Branchen: Gewerbeimmobilien
Fokus: Medienbranchen
Mitarbeiter: 8 (30.06.2007)

Firmensitz: Ismaning

Gründung: 1867

Vorstand: Stephan Fuchs

ISIN Stämme DE0005019004

ISIN Vorzüge DE0005019038

Anzahl Stämme: 2,314 Mio.

Anzahl Vorzüge: 1,582 Mio.

Marktkap.: 55,60 Mio. €

Streubesitz Stämme: 24,98 %

Streubesitz Stämme: 79,88 %

52 W Hoch: 14,35 €

52 W Tief: 10,20 €

*(Börse München 1 Monat)



in T€	GJ 2004	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e
Sales	7460,000	9714,064	10900,542	10977,000	11380,000
EBITDA	4966,000	7223,341	7730,553	8149,000	8390,000
EBIT	2903,000	4944,631	4737,502	4949,000	5140,000
Periodenergebnis	423,000	-1646,905	1252,394	1340,000	1430,000
in €					
EPS	0,11	-0,42	0,32	0,34	0,37
Dividende je ST Aktie	0,06	0,12	0,14	0,14	0,16
Dividende je VZ Aktie	0,11	0,17	0,19	0,19	0,21
in %					
EBITDA-Marge	66,6%	74,4%	70,9%	74,2%	73,7%
EBIT-Marge	38,9%	50,9%	43,5%	45,1%	45,2%
Ausschüttungsquote	55%	k.A.	44%	41%	44%
Kennzahlen					
EV/ Sales	13,81	12,44	11,88	11,92	11,49
EV / EBITDA	20,74	16,73	16,74	16,05	15,59
Kurs-Gewinn-Verhältnis	122,08	k.A.	40,91	40,71	38,15
Kurs-Buchwert-Verhältnis			3,11		

Highlights:

- Die AGROB AG liegt mit den Halbjahreszahlen voll im Rahmen der Schätzungen
- Kapazitätserweiterungen mit Kernmietern stehen an
- Weiter verbesserte Ressourcennutzung erwartet
- Weiterhin attraktive Depotbeimischung

*In dieser Studie ist der mit der Notation verbundene mögliche Interessenskonflikt zu berücksichtigen. Nähere Informationen zu möglichen Interessenskonflikten entnehmen Sie bitte <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

UNTERNEHMEN

Profil & Geschäftstätigkeit

Der Geschäftsgegenstand der AGROB AG lässt sich in drei Bereiche gliedern:

- Bestandsbewirtschaftung und Immobilienverwaltung
- Immobiliendienstleistungen
- Projektentwicklung

Die Geschäftstätigkeit ist hierbei auf den im Eigentum der Gesellschaft befindlichen Gewerbe- und Medienpark in Ismaning fokussiert. Neben der regionalen Fokussierung hat das Gewerbegebiet eine klare Spezialisierung auf Medienunternehmen. Das Gewerbegebiet gehört zu einem Cluster von Medienunternehmen in der Region München. Der Standort München gehört neben Berlin, Hamburg und Köln zu den großen Medienstandorten in Deutschland.

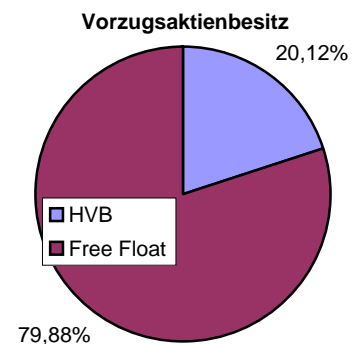
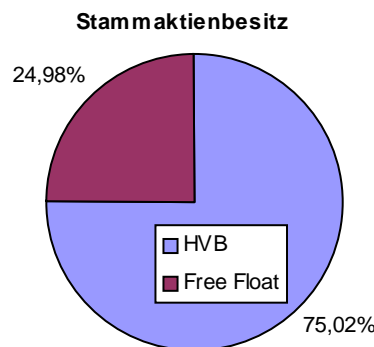
Der Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft, über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes.

Das Spektrum der eingemieteten Unternehmen umfasst namhafte und überregional agierende Gesellschaften wie Antenne Bayern, DSF Deutsches Sportfernsehen, Sport1, Home Shopping Europe, PLAZAMEDIA, Janus TV, die Gong Verlagsgruppe und die ARRI Rental Deutschland.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner Stämme	in %
HVB	75,02 %
Streubesitz	24,98 %

Anteilseigner Vorzüge	in %
HVB	20,12 %
Streubesitz	79,88 %



Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Zwischenmitteilung innerhalb des 2. Halbjahres	12.11.2007

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG 1.HALBJAHR 2007 UND AUSBLICK

Der am 27.08.2007 veröffentlichte Halbjahresbericht der AGROG AG liegt voll im Rahmen unserer Erwartungen, welche in der Initial-Coverage-Studie dargelegt wurden. Damit setzt sich die positive Geschäftsentwicklung des abgeschlossenen Geschäftsjahres 2006 im ersten Halbjahr 2007 fort.

In T€	1.HJ 2006	2.HJ 2007	Veränderung
Umsatzerlöse	5012	5484	9,4 %
EBITDA	3594	4088	13,8 %
EBIT	2223	2445	10 %
Abschreibungen	1371	1642	19,8 %
Cashflow	1945	2166	11,4 %

Durch die unverändert hohe Auslastung der Vermietkapazitäten von 95 % im Bereich der Hauptnutzflächen, sowie durch die Einbeziehung der Neubauobjekte Gebäude 11 (Plazamedia), Gebäude 30 (DSF Deutsches Sport Fernsehen) sowie des Parkhauses Süd konnten Umsatz und Ertrag deutlich gesteigert werden. Der Umsatz lag mit 5.484 T€ um 9,4 % über dem Vergleichswert des Vorjahres. Damit wird unsere Prognose mit 10.977 T€ für das gesamte Geschäftsjahr bestätigt.

Das EBITDA lag mit 4.088 T€ 13,8 % über dem ersten Halbjahr 2006. Auch diesbezüglich sollten unsere Prognosen für 2007 von 8149 T€ eintreffen. Nach Abzug der planmäßigen Abschreibungen von 1.642 T€ ergibt sich ein EBIT von 2.445 T€ im ersten Halbjahr, welches 10 % über dem Vergleichswert des Vorjahres liegt. Auch hier liegt unsere Schätzung auf Jahressicht mit 4.949 T€ recht gut. Der Cashflow liegt 11,4 % über dem Wert des Vergleichszeitraumes im Vorjahr.

Die Zinsaufwendungen haben sich um 10 % auf 1775 T€ erhöht und liegen ebenfalls in der erwarteten Größenordnung. Neben den gestiegenen Zinsaufwendungen und Abschreibungen aufgrund der Neubautätigkeit, waren zudem Nettobelastungen für DSCB-Pensionszahlungen zu verbuchen.

Das Periodenergebnis erreichte 649,45 T€. Unsere Schätzungen für das gesamte Geschäftsjahr 2007 liegen bei 1340 T€ und einem Gewinn je Aktie von 0,34 €. Das vom Vorstand anvisierte Ziel eines DVFA-Ergebnisses von 0,30 € je Aktie dürfte wohl gut erreicht werden. Dies würde die Gesellschaft befähigen, für das Geschäftsjahr 2007 eine Dividende mindestens in der Höhe des Vorjahres auszuschütten.

Über die u.a. abzusehende Veräußerung des indirekten Mehrheitsanteils der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank an einen neuen Investor gibt es bislang keine Nachrichten zu vermelden.

Die Baurechtsreserven der AGROB AG belaufen sich derzeit auf 23.000 m² Bruttogeschossflächen. Diese sollen schrittweise im Rahmen von Erweiterungen der Nutzfläche in den nächsten Jahren realisiert werden.

Gegenwärtig ist die Geschäftsführung mit zwei Projekten beschäftigt. Das erste ist ein Erweiterungskomplex mit 3000 m² Nutzfläche für das Mietunternehmen „Antenne Bayern“ welches südlich an das bestehende Sendezentrum angrenzen wird.

Zweitens bestehen konkrete Verhandlungen mit der EM.SPORT MEDIA AG, die bereits beschlossen hat, den Firmensitz von Unterföhring nach Ismaning zu verlegen. Deren Tochtergesellschaften PLAZAMEDIA, DSF Deutsches Sportfernsehen und SPORT1 sind bereits Mieter im AGROB-Gewerbepark.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Attraktiver Standort für Mieter – insbesondere der Medienbranche
- Hohe Bindung der Mieter aufgrund spezieller Aktiva
- Gute Verkehrsanbindung (Flughafen, Straßennetz, S-Bahn)
- Attraktive Wohngegend für Arbeitnehmer der Mieter
- Mieter aus der nicht überdurchschnittlich konjunkturabhängigen Medienbranche

Schwächen

- Hohe bilanzielle Verschuldung und resultierende Zinsaufwendungen
- Hohe Pensionsrückstellungen und Verpflichtungen aus städtebaulichem Vertrag gegenüber der Gemeinde
- Risikoabhängigkeit von einer Branche (Medien & Unterhaltung)
- Abhängigkeit von Hauptmietern (die 3 bedeutendsten Unternehmen stellen 65 % des Mietaufkommens)

Chancen

- Erweiterungsmöglichkeiten innerhalb des Gewerbeparks sind gegeben
- Sogwirkung des Münchner Medienzentrums bietet Partizipation am Wachstum der Branche
- REIT Gesetzgebung bietet Chancen für Neubewertung bei Gewerbeimmobiliengesellschaften
- Der erwartete Ausstieg der HVB bietet Raum für spekulative Erwartungen
- Anpassung des Mietniveaus in Münchens Zentrum an das Level anderer europäischer Hauptstädte und eine zeitlich folgende Wirkung auf die Peripherie

Risiken

- Ein unerwartet starker Zinsanstieg würde mittelfristig die Finanzierungskosten deutlich erhöhen und die Liquiditätslage belasten
- Verlust von Kernmietern würde neben Einnahmeausfällen die Attraktivität des Medienparks schmälern
- Staatliche Eingriffe welche für private Fernsehprogrammanbieter schädlich wären, träfen nicht nur die betreffenden Mietunternehmen sondern auch AGROB als Vermieter
- Verschlechterung steuerlicher Rahmenbedingungen der Gemeinde Ismaning (Grundsteuer) oder höhere Gewerbesteuer für Mietunternehmen könnten negativ zurückwirken

Discounted Cashflow-Modell

Die AGROB AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2007 bis 2008 in Phase Eins, erfolgt in den Jahren 2009 bis 2013 in der zweiten Phase eine Verstetigung der Annahmen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Die Erwartungen im Prognosemodell sind gegenüber dem der Initial-Coverage-Studie unverändert belassen worden. Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,26 % errechnet (siehe Initial Coverage vom 5.7.2007 S.19).

in T€	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	Endwert
Sales	10977,000	11380,000	11949,000	12546,450	13173,773	13832,461	14524,084	
Veränderung in %	0,7%	3,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBITDA-Marge	74,2%	73,7%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-3200,000	-3250,000	-3213,000	-2150,820	-2258,361	-2371,279	-2489,843	
Abschreibungen vom OAV	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
EBITA	4949,000	5140,000	6346,200	7886,340	8280,657	8694,690	9129,424	
EBITA-Marge	45,1%	45,2%	53,1%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%	
Steuerquote (kalkulatorisch auf Gewinne)	2,5%	4,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBI (NOPLAT)	4826,536	4933,020	5330,808	6624,526	6955,752	7303,539	7668,716	7860,434
Working Capital	-1900,000	-1890,000	-2031,330	-2132,897	-2239,541	-2351,518	-2469,094	
in % vom Umsatz	-17,3%	-16,6%	-17,0%	-17,0%	-17,0%	-17,0%	-17,0%	
Operatives Anlagevermögen	108000,000	119000,000	79660,000	83643,000	87825,150	92216,408	96827,228	
Umsatz zu OAV	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	
Investiertes Kapital (IK)	106100,000	117110,000	77628,670	81510,104	85585,609	89864,889	94358,134	
Kapitalrendite	5,1%	4,6%	4,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Free Cashflows:								
EBITDA	8149,000	8390,000	9559,200	10037,160	10539,018	11065,969	11619,267	
Steuern auf EBITA	-122,464	-206,980	-1015,392	-1261,814	-1324,905	-1391,150	-1460,708	
Investitionen in OAV	-14208,628	-14250,000	36127,000	-6133,820	-6440,511	-6762,537	-7100,663	
Veränderung des Working Capital	8,578	-10,000	141,330	101,567	106,645	111,977	117,576	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	-6173,515	-6076,980	44812,138	2743,092	2880,247	3024,259	3175,472	147427,570

Zum Ende des Geschäftsjahres 2008 ermitteln wir den Unternehmenswert auf 160,52 Mio. €. Abzüglich der geschätzten Nettoschulden (wir kalkulieren hier ohne eine eventuelle Kapitalerhöhung) rechnen wir mit einem Eigenkapitalwert von 63,20 Mio. € zum Ende des Jahres 2008. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 16,22 €. Die Dividendenausschüttung wurde hierbei berücksichtigt.

Kursziel 16,22 €
Auf Basis 2008

VALUATION in T€	GJ 2006	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e
Barwert expliziter FCFs	34607,5014	42948,6819	51715,7831	10142,9001
Barwert des Continuing Value	96358,0163	102393,4694	108806,9575	115622,1590
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	130965,5177	145342,1513	160522,7406	125765,0591
Nettoschulden (Net debt)	78207,4103	85005,5412	95282,1371	54822,5431
Nichtbilanziertes Vermögen	-1763,000	-1897,681	-2042,650	-2198,694
Wert des Eigenkapitals	50995,107	58438,929	63197,954	68743,822
Fremde Gewinnanteile	0,000	0,000	0,000	0,000
Wert des Aktienkapitals	50995,107	58438,929	63197,954	68743,822
Ausstehende Aktien in Mio.	3896,400	3896,400	3896,400	3896,400
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,09	15,00	16,22	17,64

Zahlen voll in Erwartung

Kursziel 16,22 € je
Aktie auf Sicht von
2008

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Schwankungsbreite des fairen Aktienwertes in Abhängigkeit der Kapitalkosten und Kapitalrendite bei der Berechnung des Endwertes.

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e					
WACC	5,76 %	6,01 %	6,26 %	6,51 %	6,76 %
Kapitalrendite					
7,5 %	19,43	16,88	14,67	12,74	11,04
8,0 %	20,41	17,77	15,49	13,50	11,75
8,5 %	21,27	18,56	16,22	14,17	12,37
9,0 %	22,03	19,26	16,87	14,77	12,93
9,5 %	22,71	19,89	17,44	15,31	13,43

Fazit:

Aufgrund der sich genau nach unseren Erwartungen entwickelnden Erlös- und Ertragssituation, ist eine grundsätzliche Überarbeitung des Modellszenarios vom 5.07.2007 in der Initial Coverage-Studie entbehrlich.

Das bisherige Kursziel von 15,00 € bis zum Jahresende 2007 wird durch das Kursziel auf Sicht des Jahr 2008 ersetzt. Auf Basis unserer Bewertung erscheint ein Kursziel von 16,22 € je Aktie, auf Sicht von 15 Monaten, realistisch. Dies entspricht einer Kurssteigerung von 20,2 % ausgehend von einem Kursstand bei 13,50 €. Zudem muss die erwartete Dividende von 14 Cent je Stammaktie, die in diesem Zeitraum (im Geschäftsjahr 2008) voraussichtlich zur Auszahlung kommt, noch hinzu gerechnet werden. Inklusive der Dividende entspricht dies einer Renditeerwartung von 21,2 %. Wir empfehlen die Aktie der AGROB AG daher weiterhin als attraktive Depotbeimischung zum KAUF.

ANHANG

§ 01 Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts 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 German Business Concepts 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.

German Business Concepts 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 andere 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.

§ 2 Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34 b WpHG

Zur Einsichtnahme möglicher Interessenskonflikte in Bezug auf diese Analyse im Zeitpunkt der Veröffentlichung besuchen Sie bitte unsere Homepage, mittels den unten aufgeführten Link.

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 German Business Concepts, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.; E-Mail: office@gbconcepts.de

GERMAN BUSINESS CONCEPTS



INVESTMENT RESEARCH

GBC® German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

German Business Concepts GmbH

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: office@gbconcepts.de**Analysten für diese Studie:****Lindermayr Markus, Finanzanalyst
Manuel Hölzle, Dipl.-Kfm, Chef-Analyst****Verantwortliches Unternehmen:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die **German Business Concepts GmbH** mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist. Die German Business Concepts GmbH wird derzeit vertreten durch ihren Geschäftsführer Manuel Hölzle. Herr Hölzle ist zugleich Chefanalyst der German Business Concepts GmbH und somit, neben dem primären Analyst, maßgeblich für die Qualität und den Inhalt der Analyse(n) verantwortlich.