



**Researchstudie (Update)**

**AGROB Immobilien AG**



**Weitere Rendite-Verbesserungen erwartet**

-

**Wichtige Vermietungserfolge für das GJ 2018 erzielt**

**Kursziel: 24,62 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 14**

## AGROB Immobilien AG \*5a,7,11

### KAUFEN

Kursziel: 24,62

aktueller Kurs / ST: 21,50  
aktueller Kurs / VZ: 21,50  
19.12.2015 / MCH / 11:15 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>: 79,27  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 132,78  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 20,1 %  
Freefloat/VZ: 75,0 %

Transparenzlevel:  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

### Unternehmensprofil

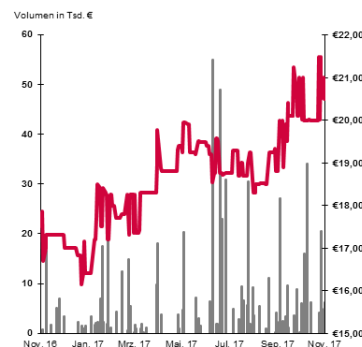
Branche: Immobilien  
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 10

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs, 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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	10,99	11,09	11,29	10,80
EBITDA	7,29	7,96	8,26	7,44
EBIT	3,91	4,45	4,66	3,79
Jahresüberschuss	1,27	2,01	2,30	1,81

### Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,18	0,21	0,23	0,23
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,23	0,26	0,28	0,28

### Kennzahlen

EV/Umsatz	12,08	11,97	11,76	12,29
EV/EBITDA	18,21	16,67	16,08	17,85
EV/EBIT	33,92	29,81	28,50	35,06
KGV	62,39	39,36	34,52	43,84
KBV		3,14		

### Finanzkalender

30.04.2018 Geschäftsbericht 2017

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.07.2017: RG / 20,50 / KAUFEN

15.12.2016: RG / 19,60 / KAUFEN

08.07.2016: RG / 17,30 / KAUFEN

05.07.2016: RG / 17,30 / KAUFEN

16.12.2015: RG / 16,15 / 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im 1. Halbjahr 2017 konnte die AGROB Immobilien AG das beste Ergebnis der jüngeren Unternehmensgeschichte erzielen werden. So erhöhte sich die bereits sehr hohe Auslastungsquote auf 98,6% (VJ: 97,8%) und die Umsatzerlöse stiegen um 2,2% auf 5,67 Mio. € (VJ: 5,55 Mio. €). Darüber hinaus konnte das Netto-Ergebnis um 35,8% auf 1,48 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €) gesteigert werden. Hintergrund der sehr guten Entwicklung war zum einen die nachhaltige Kostendisziplin und zum anderen der weitere Rückgang des Zinsaufwands. So reduzierte sich der Zinsaufwand auf 0,96 Mio. € (VJ: 1,05 Mio. €) und der durchschnittliche Zinssatz verbesserte sich auf 2,80% (VJ: 3,26%). Weiterhin kam ein positiver Sondereffekt zum Tragen. So wurden Teilaufösungen der Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,19 Mio. € vorgenommen, bedingt durch einen vergleichsweise, hoch dotierten Sterbefall. Insgesamt erzielte die Gesellschaft zum 1. Halbjahr ein Nachsteuerergebnis von 1,48 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €).
- Die positive Entwicklung aus dem 1. Halbjahr 2017 konnte auch nach 9 Monaten 2017 fortgesetzt werden und entsprechend erhöhte sich die Gesamtleistung um 3,3% auf 8,73 Mio. € (VJ: 8,45 Mio. €). Hier spielten weiterhin die Einmaleffekte aus der Teilauflösung der Pensionsrückstellungen eine Rolle. Darüber hinaus konnten auch deutlich positive operative Verbesserungen erzielt werden und die Kosten wurden weiter gesenkt. Somit stellen sich weitere Ergebnisverbesserungen ein und das EBITDA erhöhte sich auf 6,51 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €) bei einer Margensteigerung auf 74,6% (VJ: 73,8%). Auch auf der Nettoebene konnte das Ergebnis überproportional gesteigert werden und so erhöhte sich das Periodenergebnis um 29,8% auf 2,21 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €).
- Im Rahmen der guten 9-Monatszahlen 2017 wurde eine erwartete Gesamtleistung in Höhe von 11,70 Mio. € für das GJ 2017 kommuniziert. Hier enthalten sind auch die Teilaufösungen der Pensionsrückstellungen, diese waren in unserer ursprünglichen Planung noch nicht enthalten und entsprechend haben wir unsere Planungen für 2017 um zusätzliche 0,20 Mio. € angehoben. Entsprechend erwarten wir nun ein EBIT für das GJ 2017 in Höhe von 4,66 Mio. € (bisher: 4,46 Mio. €) und einen Jahresüberschuss von 2,30 Mio. € (bisher: 2,13 Mio. €).
- Im vorangegangenen Research Report zur AGROB hatten wir unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2018 leicht gesenkt. Hintergrund hierfür war die Rückgabe von Hauptnutzflächen im Umfang von ca. 6.100 m<sup>2</sup> zum 12/2017 durch die PLAZAMEDIA GmbH. Zum 04.12.2017 konnte jedoch ein wichtiger Nachvermietungs-Erfolg mit der PLAZAMEDIA GmbH vermeldet werden. So werden Hauptnutzflächen im Umfang von ca. 3.500 m<sup>2</sup> erst zum 30.09.2018 zurückgegeben. Entsprechend haben wir unsere Prognose für 2018 wieder angehoben und erwarten nun einen Umsatz von 10,80 Mio. € (bisher: 10,65 Mio. €) mit einem Jahresüberschuss von 1,81 Mio. € (bisher: 1,68 Mio. €).
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert des rein operativen Geschäfts in Höhe von 81,21 Mio. € bzw. 20,84 € je Aktie ermittelt. Dies beinhaltet jedoch noch nicht die nicht-operativen Werte der unbebauten Grundstücke sowie der Baurechte. Diese nicht-operativen Werte liegen gemäß Verkehrswertgutachten in Summe bei 14,72 Mio. € (GE N2, GE N4, GE N11/N12, Baurechtsreserve) und würden bei Veräußerung zusätzliche liquide Werte schaffen. Insgesamt bewerten wir die AGROB Immobilien AG mit 97,93 Mio. € bzw. 24,62 € je Aktie (zuvor: 20,50 €). Vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses vergeben wir somit das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

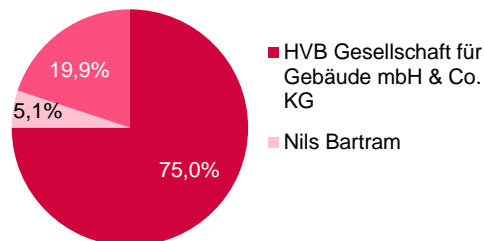
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Stammaktien - WKN 501900 .....	4
Vorzugsaktien - WKN 501903 .....	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG .....	4
<b>Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1. HJ 2017 .....	5
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2017 .....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017 .....	7
Neubewertung des Immobilienvermögens zum 30.10.2017 .....	7
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2017 .....	8
<b>Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Umsatz- und Ergebnisprognosen .....	9
Bewertungsgrundlagen .....	10
NAV-Bewertung .....	11
Modellannahmen .....	12
Bestimmung der Kapitalkosten .....	12
Bewertungsergebnis .....	12
DCF-Modell .....	13
<b>Anhang .....</b>	<b>14</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

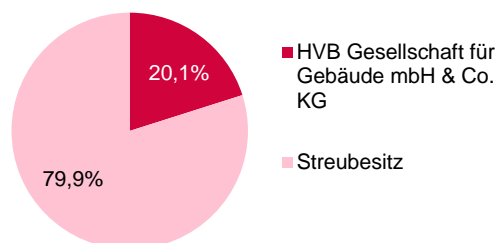
#### Stammaktien - WKN 501900

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Nils Bartram	5,1%
Streubesitz	19,9 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>



#### Vorzugsaktien - WKN 501903

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>



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 in Höhe von ca. 135.668 qm haben sich namhafte und überregional bekannte Firmen aus den Mediensegmenten Rundfunk und Fernsehen, Film- und TV-Produktion sowie aus dem Printbereich, wie etwa Antenne Bayern, ARRI Rental GmbH, Constantin Medien AG, FUNKE Zeitschriften Service, Homeshopping Europe, PLAZAMEDIA etc. angesiedelt. Die Mieterunternehmen können dabei auf eine leistungsfähige Satelliten-Anlage sowie auf ein umfassendes Glasfasernetz zurückgreifen. Die starke sektorale Ausrichtung auf Medienunternehmen hat eine dementsprechend hohe Homogenität bei den Mieterunternehmen zur Folge.



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG UND VERMÖGENSSITUATION

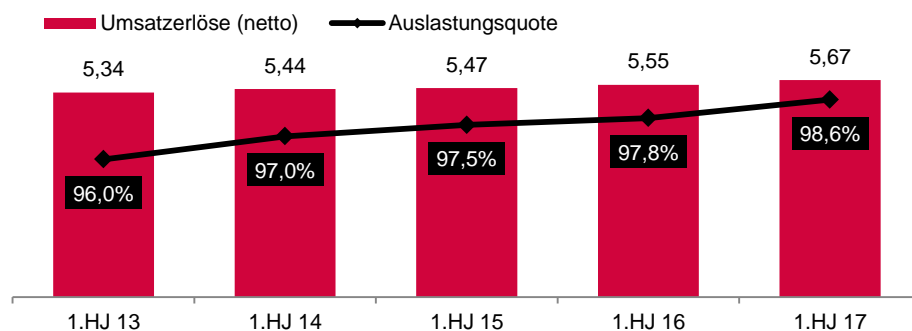
in Mio. €	1. HJ 2015	1. HJ 2016	1. HJ 2017
Umsatzerlöse	5,46	5,55	5,67
EBITDA	4,22	4,03	4,43
EBITDA-Marge	77,3%	72,7%	78,1%
EBIT	2,54	2,31	2,65
EBIT-Marge	46,4%	41,6%	46,8%
Jahresüberschuss	1,15	1,09	1,48
EPS in €	0,30	0,28	0,38

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1. HJ 2017

Die AGROB Immobilien AG (AGROB) erzielte zum 1. Halbjahr 2017 das beste Ergebnis der jüngeren Unternehmensgeschichte. Hintergrund hierfür ist die hohe Kostendisziplin in Verbindung mit einer nahezu Vollauslastung von 98,6% (VJ: 97,8%). So konnte der bereits geringe Leerstand auf 1,4% (VJ: 2,2%) weiter reduziert werden. Wesentlich hierfür war die vollständige Vermietung des Neubauvorhabens Gebäude 39 seit Mai 2017. Im Zuge der weiteren Vermietungen konnte der Umsatz um 2,2% auf 5,67 Mio. € (VJ: 5,55 Mio. €) gesteigert werden.

#### Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote (in %) auf Halbjahresbasis



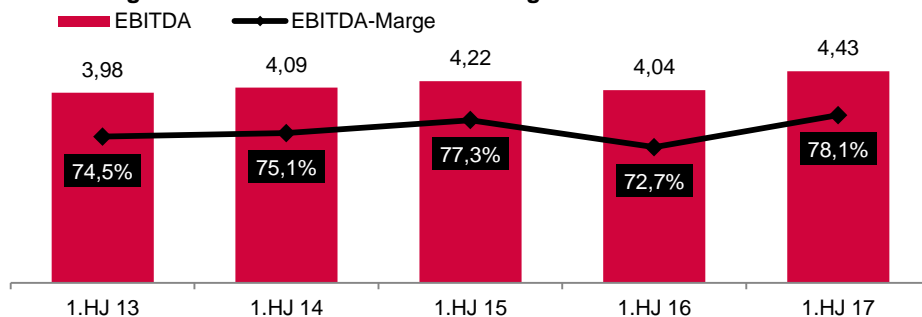
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

AGROB verfügt neben der sehr hohen Auslastungsquote auch über äußerst solvente und langfristige Mieterstrukturen, die verlässliche Mietzahlungen leisten.

### Ergebnisentwicklung 1. HJ 2017

Die AGROB steigerte das EBITDA zum 1. Halbjahr 2017 um 9,7% auf 4,43 Mio. € (VJ: 4,04 Mio. €) und erwirtschaftete somit ein Rekordniveau. Dementsprechend erhöhte sich die EBITDA-Marge von 72,7% (1. HJ 2016) auf 78,1% (1. HJ 2017).

#### Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge

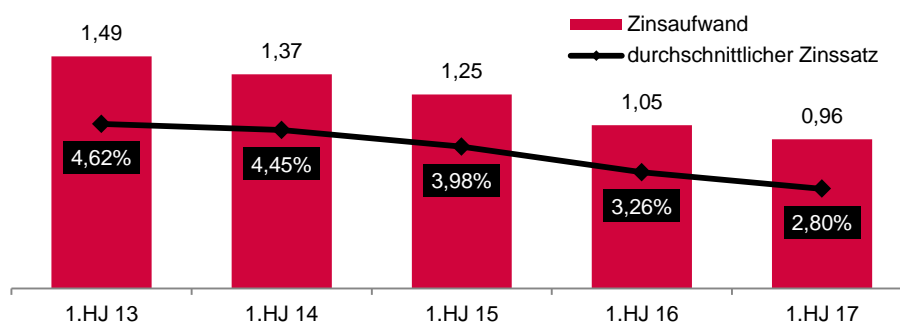


Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Jedoch ist die Vergleichbarkeit zum Vorjahreszeitraum nur eingeschränkt möglich, da hier ein Ertragsrückgang durch eine zeitliche Verschiebung von bezogenen Fremdleistungen entstanden ist. Dennoch konnte auch im 5-Jahresvergleich eine neue Rekord-EBITDA-Marge erzielt werden. Der Grund für diese gute Performance ist zum einen die Steigerung der Gesamtleistung sowie zum anderen die sukzessive Reduktion des Gesamtkostenblocks. Somit konnte das Unternehmen maßgeblich Skaleneffekte heben.

Gleichsam nutzt das Unternehmen das anhaltende Niedrigzinsumfeld, um die Zinslast sukzessive zu senken. Zudem wird die Zinslast durch strategische Tilgungen weiter optimiert. Insgesamt reduzierte AGROB so den durchschnittlichen Zinssatz von 3,26% (1. HJ 2016) auf 2,80% (1. HJ 2017) und entsprechend reduzierte sich auch der Zinsaufwand auf 0,96 Mio. € (VJ: 1,05 Mio. €).

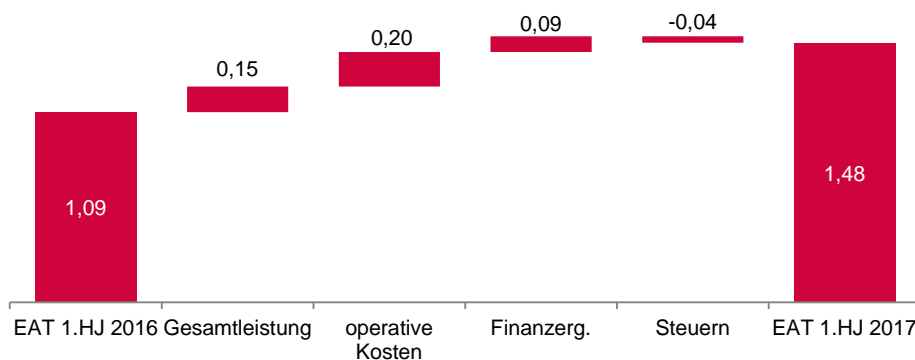
#### Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Einen wesentlichen Einfluss auf das Ergebnis hatte die Teilauflösung der Pensionsrückstellungen. Durch einen vergleichsweise hoch dotierten Sterbefall wurden die Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen um 0,19 Mio. € auf 3,57 Mio. € (31.12.2016: 3,76 Mio. €) reduziert.

#### Ergebnisbrücke auf Basis des Periodenergebnisses (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Auf Nachsteuerebene erzielte die AGROB somit einen Gewinn in Höhe von 1,48 Mio. € (VJ: 1,09 Mio. €). Neben der verbesserten Finanzierungsstruktur und der höheren Gesamtleistung reduzierte das Unternehmen zudem die operativen Kosten um 0,20 Mio. €. Dies demonstriert abermals die hohe Effizienz des Unternehmens und gewährleistet die nachhaltigen Dividendenzahlungen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Eigenkapital	84,23	85,06	84,22
EK-Quote (in %)	28,5%	29,7%	31,7%
Bankverbindlichkeiten	54,36	54,02	52,40
Immobilienvermögen nach HGB	80,61	81,19	79,87
Verkehrswert Immobilienvermögen	124,06	128,41	132,31
Loan-to-Value (LTV)	67,44%	66,54%	65,61%
Verkehrswert LTV	43,82%	42,07%	39,61%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das Unternehmen konnte die bilanzielle Situation zum 30.06.2017 noch weiter verbessern und hat nun die unternehmenseigene Ziel-Eigenkapital-Quote von 30% überschritten. Das **Eigenkapital** verblieb nahezu unverändert auf 84,22 Mio. € (30.06.2017) gegenüber 85,06 Mio. € zum Jahresabschluss (31.12.2016). Durch den weiteren Abbau der Bankverbindlichkeiten erhöhte sich aber die Eigenkapitalquote auf 31,7% (30.06.2017) im Vergleich zu 29,7% zum 31.12.2016. Dennoch unterliegt das ausgewiesene Eigenkapital dem konservativen Bewertungsansatz nach HGB, welcher die Immobilien nach Herstellungskosten ausweist. Unter Berücksichtigung der marktüblichen Verkehrswerte auf Basis des Gutachtens zum 31.10.2017 haben wir ein Eigenkapital gemäß Marktwert in Höhe von 79,14 Mio. € ermittelt (31.12.2016: 72,44 Mio. €). Dies entspricht einer deutlichen Steigerung des Eigenkapitals von 9,2%. Gleichsam liegt die Eigenkapitalquote gemäß dem Marktwert bei 57,9% nach 54,8% zum Jahresabschluss (31.12.2016) und somit ist die AGROB äußerst solide finanziert.

Die **Bankverbindlichkeiten** wurden im Rahmen der sukzessiven Tilgungspolitik der Gesellschaft weiter abgebaut und belaufen sich zum 30.06.2017 auf 52,40 Mio. € nach vormals 54,02 Mio. € (31.12.2016). Durch den hohen operativen Cashflow konnte die Gesellschaft neben der Tilgung die liquiden Mittel auf unverändert hohem Niveau in Höhe von 3,70 Mio. € halten.

Da das **Immobilienvermögen** der AGROB Immobilien AG gemäß HGB nach Herstellungskosten bewertet wird und entsprechend nicht den aktuellen Marktwert abbildet, lässt die Gesellschaft jährlich die Verkehrswerte des Immobilienvermögens ermitteln. Zum 31.10.2017 wurde ein Verkehrswert des gesamten Immobilienportfolios in Höhe von 134,31 Mio. € ermittelt. Abzüglich pauschalisierter Abschläge lag der Wert bei 132,31 Mio. € und somit um 3,0% über dem Wert des Vorjahres (128,41 Mio. € zum 31.10.2016). Ein maßgeblicher Faktor für die höhere Bewertung lag in den aktualisierten Bodenrichtwerten welche auf 400,00 € pro m<sup>2</sup> angehoben wurden (VJ: zwischen 330,00 bis 350,00 € pro m<sup>2</sup>).

## Neubewertung des Immobilienvermögens zum 30.10.2017

Marktwerte / Verkehrswerte (in Mio. €)	Oktober 2015	Oktober 2016	Oktober 2017
<b>Gesamt vor Abschlägen</b>	<b>121,06</b>	<b>130,41</b>	<b>134,31</b>
Pauschalisierte Abschläge	-2,00	-2,00	-2,00
<b>Gesamt nach Abschlägen</b>	<b>119,06</b>	<b>128,41</b>	<b>132,31</b>

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Somit herrscht zwischen dem Marktwert von 132,31 Mio. € und dem HGB-Bilanzwert von 79,87 Mio. € eine signifikante Diskrepanz. Entsprechend ergeben sich stille Reserven in Höhe von 52,44 Mio. €, welche bei einer Umstellung von HGB auf IFRS gehoben werden würden. Gleichsam würde sich auch das Eigenkapital auf IFRS-Basis signifikant erhöhen.



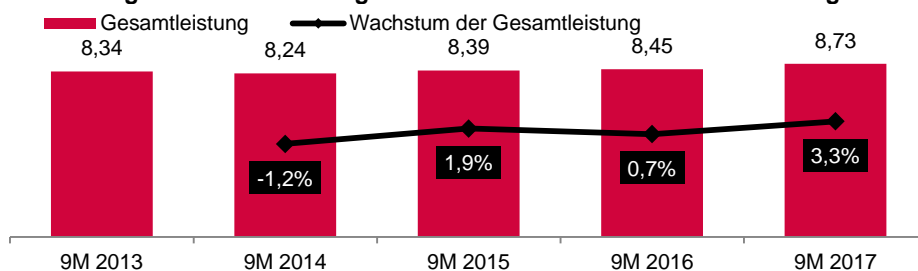
## Geschäftsentwicklung 9 Monate 2017

GuV (in Mio. €)	9M 2015	9M 2016	9M 2017
Gesamtleistung	8,39	8,45	8,73
EBITDA	6,18	6,24	6,51
EBITDA-Marge*	73,7%	73,8%	74,6%
EBIT	3,65	3,64	3,85
EBIT-Marge*	43,5%	43,1%	44,1%
Periodenergebnis	1,58	1,70	2,21

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

Nach den ersten 9 Monaten 2017 setzte sich die positive Entwicklung aus dem ersten Halbjahr 2017 weiter fort und entsprechend steigerte das Unternehmen die Gesamtleistung um 3,3% auf 8,73 Mio. €. Dies stellt den stärksten Gesamleistungszuwachs der letzten 5 Jahre dar, jedoch spielte hier auch ein wesentlicher, nicht operativer Sondereffekt eine Rolle. So erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Erlöse um rund 0,20 Mio. € durch einen hoch dotierten Sterbefall, welcher zu einer Teilauflösung der Pensionsverpflichtungen führte (siehe auch Seite 6). Operativ konnte die Gesellschaft weiterhin das hohe Niveau der Vorjahre halten und erreichte eine Vermietungskapazität von annähernd 99%.

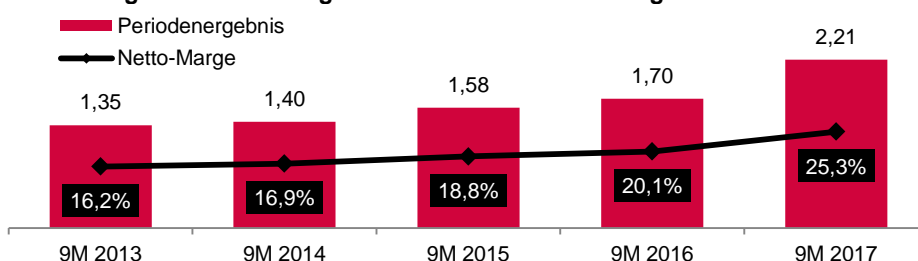
### Entwicklung der Gesamtleistung und des Wachstums der Gesamtleistung



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Im gleichen Zeitraum verbesserte sich das Ergebnis leicht überproportional und folglich erhöhte sich die Netto-Marge von 20,1% (9M 2016) auf 25,3% (9M 2017). Dementsprechend stieg das Periodenergebnis um 29,8% auf 2,21 Mio. € an (VJ: 1,70 Mio. €). Hintergrund der Ergebnisverbesserung war insbesondere die deutliche Reduzierung des Zinsaufwands um 12,0% auf 1,26 Mio. € (VJ: 1,44 Mio. €). Dennoch reduzierte sich der operative Aufwand lediglich um 1,4% auf 6,40 Mio. €, bedingt durch leicht höhere Abschreibungen, einen höheren Personalaufwand sowie höhere Instandhaltungskosten.

### Entwicklung des Periodenergebnisses und der Netto-Marge



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

Durch die Teilauflösung der Pensionsrückstellung wurde zudem eine Prognose für die Gesamtleistung in Höhe von 11,7 Mio. € für das GJ 2017 kommuniziert. Gleichsam hält das Unternehmen an der Gewinnprognose von 2,2 – 2,3 Mio. € fest. Hintergrund für die konservative Gewinnprognose könnten geplante höhere Rückstellungen für Instandhaltungsaufwendungen sein.

## BEWERTUNG

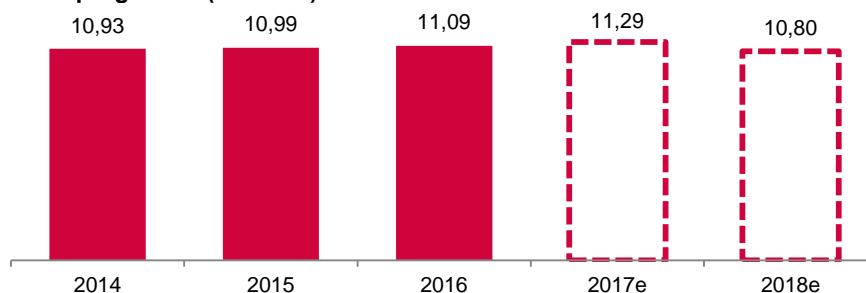
### Umsatz- und Ergebnisprognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e alt	GJ 2017e	GJ 2018e alt	GJ 2018e
Umsatzerlöse	11,09	11,29	11,29	10,65	10,80
EBITDA	7,96	8,06	8,26	7,29	7,44
EBITDA-Marge	71,8%	71,4%	73,2%	68,4%	68,9%
EBIT	4,45	4,46	4,66	3,64	3,79
EBIT-Marge	40,2%	39,5%	41,3%	34,2%	35,1%
Jahresüberschuss	2,01	2,13	2,30	1,68	1,81

Quelle: GBC AG

Wir erwarten, dass sich die sehr gute Unternehmensentwicklung der ersten 9 Monate fortsetzen wird und gehen davon aus, dass die AGROB Immobilien AG in 2017 einen Umsatz in Höhe von 11,29 Mio. € erzielen wird und in 2018 von 10,80 Mio. €.

#### Umsatzprognosen (in Mio. €)



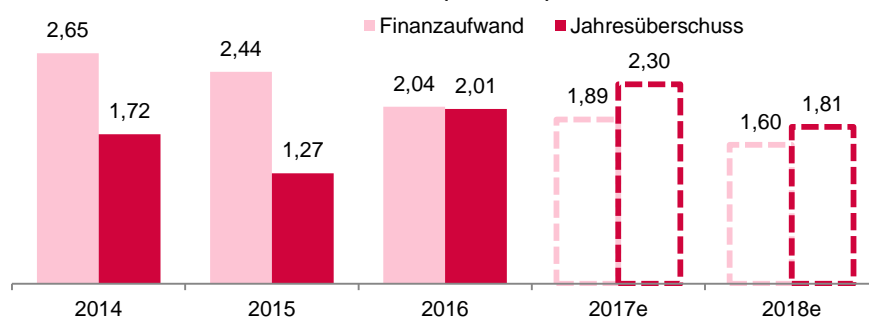
Quelle: GBC AG

Im Zuge der 9-Monatszahlen 2017 wurde eine erwartete Gesamtleistung in Höhe von 11,70 Mio. € für das GJ 2017 kommuniziert. In unserer ursprünglichen Planung waren die Teilaufösungen der Pensionsrückstellungen nicht berücksichtigt und entsprechend lagen unsere Erwartungen der sonstigen betrieblichen Erlöse bei 0,20 Mio. €. Durch einen hoch dotierten Sterbefall gehen wir nun von sonstigen betrieblichen Erlösen in Höhe von 0,40 Mio. € für das Geschäftsjahr 2017 aus. Dementsprechend erhöhte sich auch das geplante EBITDA und EBIT um jeweils 0,20 Mio. € auf 8,26 Mio. € (EBITDA 2017) bzw. 4,66 Mio. € (EBIT 2017). Weiterhin erhöhte sich in unserer Prognose auch das Nachsteuerergebnis um 0,17 Mio. € auf 2,30 Mio. €. Somit liegen wir beim Nettoergebnis am oberen Ende der unternehmenseigenen Prognose von 2,20 - 2,30 Mio. € Nettoergebnis.

Im vorangegangenen Research Report zur AGROB (vom 04.07.2017) hatten wir unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2018 leicht gesenkt. Hintergrund hierfür war die Rückgabe von Hauptnutzflächen im Umfang von ca. 6.100 m<sup>2</sup> zum 31.12.2017 durch die PLAZAMEDIA GmbH. Einerseits gehen wir davon aus, dass eine hohe Nachfrage nach derartigen Flächen besteht, und dass mittelfristig diese Flächen wieder vermietet werden, andererseits ist eine Vermietung in diesen Dimensionen dennoch zeitintensiv und bedeutet kurzfristig Umsatz- und Ergebniseinbußen für das GJ 2018. Zum 04.12.2017 konnte jedoch ein wichtiger Nachvermietungs-Erfolg mit der PLAZAMEDIA GmbH vermeldet werden. So werden Hauptnutzflächen im Umfang von ca. 3.500 m<sup>2</sup> erst zum 30.09.2018 zurückgegeben. Die hieraus resultierenden Mieteinnahmen haben uns dazu veranlasst, die Prognose für das Jahr 2018 wieder anzuheben. Somit gehen wir nun für das Jahr 2018 von Umsatzerlösen in Höhe von 10,80 Mio. € aus (bisher: 10,65 Mio. €), was sich entsprechend auf eine Erhöhung der EBITDA-Prognosen auf 7,44 Mio. € (bisher: 7,29 Mio. €) bzw. der EBIT-Prognose auf 3,79 Mio. € (bisher: 3,64 Mio. €) auswirkt.

Die Veränderung der Vermietungssituation in 2018 führt unseres Erachtens zu einem kurzfristigen Ergebnisrückgang, welcher jedoch gerade in den Folgejahren wieder durch eine nahezu Vollauslastung ausgeglichen und überkompensiert werden sollte. Neben der erwarteten Vollauslastung post-2018 gehen wir davon aus, dass die Gesellschaft es weiterhin schafft, den Finanzaufwand sukzessive zu reduzieren. Der Grund hierfür ist zum einen das anhaltende Niedrigzinsniveau, welches Neuverhandlungen der bestehenden Finanzverbindlichkeiten ermöglicht und zum anderen tilgt die Gesellschaft stetig Finanzverbindlichkeiten. Dieser Effekt ist seit Jahren deutlich, so reduzierte sich der Finanzaufwand beispielsweise bereits zwischen 2014 und 2016 von 2,65 Mio. € auf 2,04 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend weiter anhält und sich die Finanzverbindlichkeiten auf 1,89 Mio. € in 2017 bzw. 1,60 Mio. € in 2018 reduzieren werden. Da der Finanzaufwand eine wesentliche Kostenposition der AGROB darstellt, sollte bei einer stabilen Vermietungssituation und sinkendem Finanzaufwand der Jahresüberschuss stetig zunehmen. Gegenwärtig erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,30 Mio. € in 2017 bzw. 1,81 Mio. € in 2018.

### Jahresüberschuss und Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das solide Netto-Ergebnis ermöglicht es der Gesellschaft, jährlich eine Dividende zu zahlen, welche sich über die vergangenen Jahre stetig erhöht hat. Im abgelaufenen Jahr 2016 wurde eine Dividende in Höhe von 0,21 € je Aktie (0,26 € je Vorzugsaktie) ausbezahlt. Wir rechnen mit einer weiteren Dividendensteigerung und erwarten Dividenden in Höhe von 0,23 € je Aktie (0,28 € je Vorzugsaktie) für die Jahre 2017 und 2018.

### Bewertungsgrundlagen

Im Rahmen unserer Prognoseanpassung haben wir auch unsere Ziel-EBITA-Marge des Endwerts auf 46,8% (bisher: 43,7%) angepasst. Zudem hat das Unternehmen zum 1. Halbjahr 2017 die eigens gesetzte Ziel-Eigenkapitalquote von 30% (30.06.2017: 31,7%) überschritten. Auf Basis der Verkehrswerte und der stillen Reserven haben wir eine Verkehrswert-Eigenkapitalquote zum 30.06.2017 in Höhe von 57,9% ermittelt. Entsprechend haben wir unsere Ziel-Eigenkapitalquote der Gesellschaft in unserem Bewertungsmodell auf 55,0% angepasst (bisher: 50,0%).

Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert des rein operativen Geschäfts in Höhe von 81,21 Mio. € bzw. 20,84 € je Aktie ermittelt. Dies beinhaltet jedoch noch nicht die nicht-operativen Werte der unbebauten Grundstücke sowie der Baurechte. Diese nicht-operativen Werte liegen gemäß Verkehrswertgutachten in Summe bei 14,72 Mio. € (GE N2, GE N4, GE N11/N12, Baurechtsreserve) und würden bei Veräußerung zusätzliche liquide Werte schaffen. Insgesamt (operativ & nicht-operative Vermögensgegenstände) bewerten wir die AGROB Immobilien AG mit 97,93 Mio. € bzw. 24,62 € je Aktie (zuvor: 20,50 €). Vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses vergeben wir somit das Rating KAUFEN.

## NAV-Bewertung

Der **Net Asset Value** (Substanzwert) spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er errechnet sich aus der Summe der Marktwerte der einzelnen Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Dabei bilden bei einer Immobiliengesellschaft im Wesentlichen die Grundstücke und Gebäude die entsprechenden Vermögenswerte.

Der Net Asset Value (NAV) der AGROB Immobilien AG wird auf Basis der gutachterlichen Bewertung der Verkehrswerte zum 31.10.2017 berechnet. Gemäß Bewertungsgutachten weisen die Liegenschaften der AGROB einen Verkehrswert von 132,31 Mio. € (VJ: 128,41 Mio. €) auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 30.06.2017 ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 52,44 Mio. € (VJ: 47,22 Mio. €). Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 26,70 Mio. € (VJ: 25,07 Mio. €) addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 79,14 Mio. € oder 20,31 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 18.12.17	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	12,96 €	11,49 €	-11,3%
Deutsche Euroshop AG	33,56 €	43,24 €	28,8%
Deutsche Wohnen AG	37,74 €	31,55 €	-16,4%
Hamborner REIT-AG	9,88 €	9,51 €	-3,7%
LEG Immobilien AG	96,36 €	75,36 €	-21,8%
TAG Immobilien AG	15,93 €	11,53 €	-27,6%
DIC Asset AG	10,40 €	12,83 €	23,4%
TLG Immobilien AG	21,46 €	20,00 €	-6,8%
VIB Vermögen AG	21,10 €	17,70 €	-16,1%
<b>Mittelwert</b>			<b>-5,7%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (VZ)</b>	<b>21,50 €</b>	<b>20,31 €</b>	<b>-5,5%</b>
<b>AGROB Immobilien AG (ST)</b>	<b>21,50 €</b>	<b>20,31 €</b>	<b>-5,5%</b>

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Zum 27.11.2017 haben wir eine NAV-Peer-Group-Bewertung durchgeführt und die jeweiligen Differenzen zwischen dem Börsenwert der einzelnen Immobilienunternehmen zum Substanzwert betrachtet. Aufgrund der zuletzt sehr guten Kursperformance vieler Immobilienwerte ergibt sich daraus eine marginale durchschnittliche Überbewertung von derzeit 5,7%.

Sowohl die Vorzüge als auch die Stämme der AGROB Immobilien AG haben sich zuletzt äußerst dynamisch entwickelt und stehen nun mit 5,5% über dem NAV je Aktie. Im Peergroup-Vergleich zeigt sich jedoch, dass vergleichbare Unternehmen sogar 5,7% über NAV am Markt gehandelt werden. Bei einem marktüblichen NAV-Aufschlag von 5,7% würde der faire Wert der Aktien der AGROB Immobilien AG bei 21,48 € liegen.

Jedoch verzerren insbesondere die Deutsche Euroshop AG und die DIC Asset AG den Peer-Group-Vergleich. Aus unterschiedlichen Gründen werden diese Unternehmen unter dem gegenwärtigen NAV gehandelt. Bereinigt um die Deutsche Euroshop und die DIC Asset AG liegt der durchschnittliche NAV-Aufschlag bei 14,8%. Bei einem entsprechenden Wertansatz für die AGROB Immobilien AG würde dies einem fairen Wert von 23,32 € entsprechen.

## Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir aufgrund der Schaffung neuer Vermietungsflächen und Projekte eine Erhöhung der Mieterlöse in den Jahren 2017 und 2018 und anschließend eine Steigerung beim Umsatz von 0,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 71,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 17,1% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

## Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AGROB Immobilien AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25% (bisher 1,25%).**

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 Beta von 0,80 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,67 % (bisher: 5,67%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55% (bisher: 50%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,06 % (bisher: 3,90%).

## Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert des operativen Geschäfts je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 20,84 € (bisher: 20,50 €). Hinzu kommen nicht-operative genutzte Vermögenswerte, nämlich unbebaute Grundstücke und Baurechte. Diese wurden laut Wertgutachten mit 14,72 Mio. € angesetzt und in Summe mit dem operativen Geschäft ergibt sich hieraus ein fairer Wert in Höhe von 95,93 Mio. € bzw. 24,62 € je Aktie.

## DCF-Modell

### AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	71,4%	ewige EBITA - Marge	46,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
Umsatz (US)	11,29	10,80	11,51	11,56	11,62	11,68	11,74	11,80	
US Veränderung	1,8%	-4,3%	6,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,15	0,14	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	
EBITDA	8,26	7,44	8,21	8,25	8,29	8,34	8,38	8,42	
EBITDA-Marge	73,2%	68,9%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,66	3,79	5,06	5,17	5,28	5,36	5,44	5,53	
EBITA-Marge	41,3%	35,1%	44,0%	44,7%	45,4%	45,9%	46,4%	46,8%	46,8%
Steuern auf EBITA	-0,79	-0,66	-0,86	-0,88	-0,90	-0,91	-0,93	-0,94	
zu EBITA	17,0%	17,3%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,86	3,13	4,20	4,29	4,38	4,45	4,52	4,58	
Kapitalrendite	4,9%	4,0%	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,7%
Working Capital (WC)	1,15	1,25	1,27	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	
WC zu Umsatz	10,2%	11,6%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-3,19	-0,10	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,50	75,04	73,39	71,80	70,79	69,82	68,88	67,99	
AFA auf OAV	-3,60	-3,65	-3,15	-3,08	-3,02	-2,97	-2,93	-2,89	
AFA zu OAV	4,7%	4,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	0,66	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investiertes Kapital	77,65	76,29	74,66	73,07	72,07	71,10	70,17	69,28	
EBITDA	8,26	7,44	8,21	8,25	8,29	8,34	8,38	8,42	
Steuern auf EBITA	-0,79	-0,66	-0,86	-0,88	-0,90	-0,91	-0,93	-0,94	
Investitionen gesamt	-2,53	-2,29	-1,52	-1,50	-2,01	-2,01	-2,00	-2,01	
Investitionen in OAV	0,66	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investitionen in WC	-3,19	-0,10	-0,02	-0,01	-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	4,94	4,49	5,83	5,87	5,38	5,41	5,45	5,47	128,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	129,87	130,64
Barwert expliziter FCFs	32,38	29,20
Barwert des Continuing Value	97,49	101,45
Nettoschulden (Net debt)	36,64	34,72
Wert des Eigenkapitals	93,23	95,93
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	93,23	95,93
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	23,93	<b>24,62</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	5,7%
Zielgewichtung	55,0%
Fremdkapitalkosten	2,8%
Zielgewichtung	45,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>4,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	3,5%	3,8%	4,1%	4,4%	4,7%
6,2%	29,17	25,37	22,33	19,84	17,76
6,4%	30,65	26,67	23,48	20,86	18,69
6,7%	32,13	27,96	<b>24,62</b>	21,89	19,61
6,9%	33,60	29,25	25,77	22,91	20,54
7,2%	35,08	30,55	26,91	23,94	21,46

## ANHANG

### **§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 §34b Abs. 1 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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 §34b WpHG 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 Unternehmen.
- (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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (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.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**§ 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<sup>®</sup>**  
**- 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)