



Researchstudie (Update)

AGROB Immobilien AG



**Neubewertung Anfang 2019 könnte
weitere stille Reserven offen legen**

-

**Operatives Geschäft entwickelt sich positiv
mit attraktivem Zukunftskonzept**

Kursziel: 25,75 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

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“

AGROB Immobilien AG *5a,5b,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 25,75 €

aktueller Kurs / ST: 19,40
aktueller Kurs / VZ: 19,20
10.12.2018 / MCH / 08:00 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004
ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900
WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR
Börsenkürzel/VZ: AGR3

Aktienanzahl³/ST: 2,314
Aktienanzahl³/VZ: 1,582

Marketcap³: 75,27
EnterpriseValue³: 125,75
³ 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

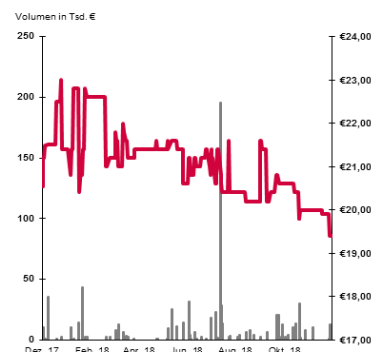
Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 10
Gründung: 1867
Firmensitz: Ismaning
Vorstand: 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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	11,09	11,36	11,00	11,40
EBITDA	7,96	8,40	7,70	8,17
EBIT	4,45	4,83	4,10	4,52
Jahresüberschuss	2,01	2,40	2,00	2,50

Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,21	0,24	0,23	0,24
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,26	0,29	0,28	0,29

Kennzahlen

EV/Umsatz	11,34	11,07	11,43	11,03
EV/EBITDA	15,79	14,98	16,34	15,39
EV/EBIT	28,24	26,05	30,71	27,82
KGV	37,37	31,37	37,63	30,07
KBV		2,82		

Finanzkalender

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.07.2017: RG / 25,75 / KAUFEN
19.12.2017: RG / 24,62 / KAUFEN
12.07.2017: RG / 20,50 / KAUFEN
15.12.2016: RG / 19,60 / KAUFEN
08.07.2016: RG / 17,30 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Umsatzentwicklung des laufenden Geschäftsjahres war erwartungsgemäß primär von der Teilrückgabe der Plazamedia-Flächen geprägt und war damit leicht rückläufig. Dieser Effekt konnte jedoch zum Teil durch Vermietungserfolge und eine längere Nutzungsdauer kompensiert werden. Zum ersten Halbjahr 2018 kam es zu einem Umsatzrückgang um 3,2% auf 5,49 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €). Nach neun Monaten lag der Umsatzrückgang nur noch bei 2,6% bzw. 8,27 Mio. € (VJ: 8,49 Mio. €). Die Gesellschaft konnte bereits wichtige Nachvermietungserfolge erzielen und nutzte die Chance, um höhere bzw. marktübliche Mietkonditionen durchzusetzen.
- Auf Basis des rückläufigen 9-Monatsumsatzes reduzierte sich das EBITDA nach 9-Monaten auf 5,88 Mio. € (VJ: 6,40 Mio. €). Durch die sukzessive Tilgung der Bankverbindlichkeiten reduzierten sich auch die Finanzaufwendungen und das Netto-Ergebnis lag nach neun Monaten bei 1,89 Mio. € (VJ: 2,21 Mio. €). Das Ergebnis befindet sich weiterhin auf sehr hohem Niveau und im Rahmen dessen wurde die Umsatz- und Ergebnisguidance bestätigt.
- Die Teilrückgabe der Plazamedia-Flächen wirkt sich in unserer Zukunftsbetrachtung durchaus positiv für die Gesellschaft aus, da die Flächen nun zu einer höheren Durchschnittsmiete vergeben werden können. Daher erwarten wir für das Jahr 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 11,40 Mio. €, was über dem Umsatzniveau von 2017 liegt. Gleichsam haben wir durch die gute Entwicklung nach neun Monaten 2018 unsere Prognose für 2018 von 10,80 Mio. € auf 11,00 Mio. € erhöht. Die Ergebnisentwicklung wird weiterhin maßgeblich durch den Finanzaufwand beeinflusst. Wir gehen von weiter sinkenden Finanzaufwendungen aus und erwarten einen Jahresüberschuss in Höhe von 2,00 Mio. € in 2018, bzw. eine deutliche Steigerung in 2019 auf 2,50 Mio. €.
- **Insgesamt kann das Unternehmen weiterhin eine Umsatz- und Ergebnisentwicklung auf sehr hohem Niveau vorweisen und der leichte Rückgang im Geschäftsjahr 2018 sollte zu einer deutlichen Steigerung im Jahr 2019 führen. Gleichsam wurden die Verkehrswerte des Immobilienbestands unseres Erachtens in der Vergangenheit stets äußerst konservativ bewertet. Mit der neuen Immobilien-Bewertungsstudie zum 31.12.2018 könnten hier weitere stille Reserven aufgedeckt werden (der zuletzt ermittelte Wert zum 31.10.2017 lag bei 134,31 Mio. €). Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 25,75 € (bisher: 25,75 €) ermittelt und vergeben erneut das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

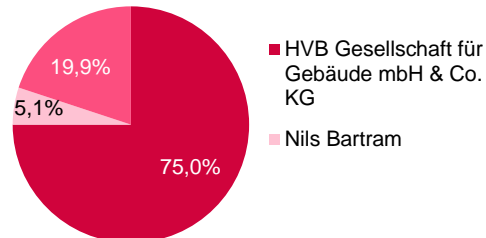
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG	4
Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2018	5
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2018	5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018	7
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2018	8
Prognose und Modellannahmen	10
Umsatzprognosen	10
Ergebnisprognosen	11
Bewertung	12
Modellannahmen	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Bewertungsergebnis	12
DCF-Modell	13
Anhang	14

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

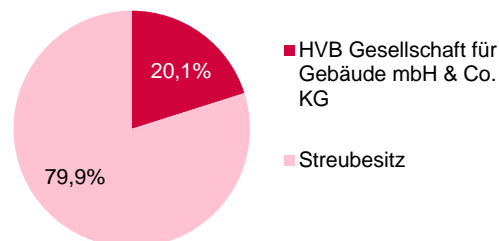
Stammaktien - WKN 501900

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



Vorzugsaktien - WKN 501903

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
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. 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

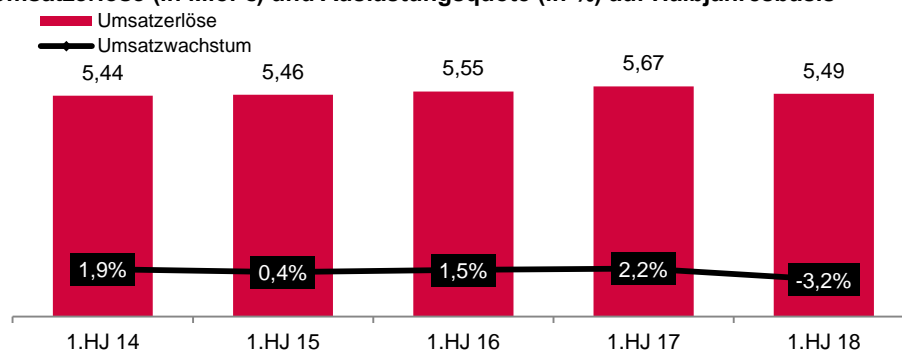
in Mio. €	HJ 2016	HJ 2017	HJ 2018
Umsatzerlöse	5,55	5,67	5,49
EBITDA	4,03	4,43	4,05
EBITDA-Marge	72,7%	78,1%	73,8%
EBIT	2,31	2,65	2,26
EBIT-Marge	41,6%	46,8%	41,1%
Jahresüberschuss	1,09	1,48	1,28
EPS in €	0,28	0,38	0,33

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2018

Zum ersten Halbjahr 2018 wurden von der AGROB Immobilien AG (AGROB) Umsatzerlöse in Höhe von 5,49 Mio. € verbucht. Dies entspricht einem leichten Rückgang von 3,2% gegenüber dem Vorjahr mit 5,67 Mio. € und liegt im Rahmen der Erwartungen, da von der Plazamedia-Gruppe, wie erwartet, Teilflächen zurückgegeben wurden.

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



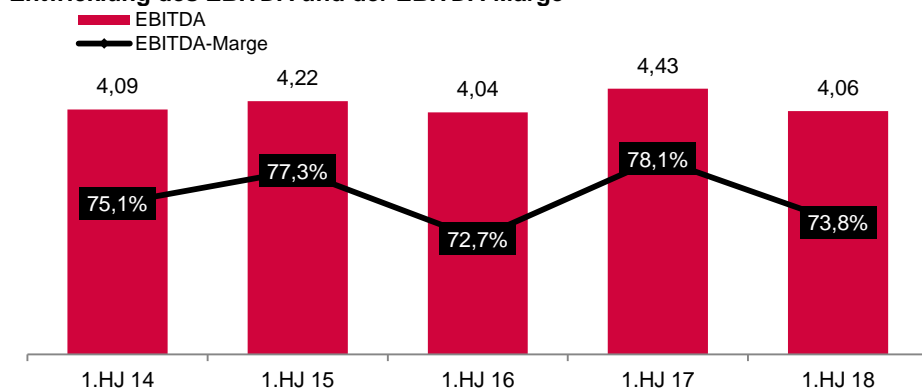
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Dennoch bewegen sich die Umsatzerlöse weiterhin auf hohem Niveau und laut Management befindet sich das Unternehmen bereits in Verhandlungen mit potenziellen Nachmietern. Entsprechende Erfolge konnten bereits verzeichnet werden (siehe 9M-2018 Entwicklung auf Seite 8).

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2018

Die leicht rückläufige Umsatzentwicklung spiegelt sich auch in einem EBITDA-Rückgang auf 4,06 Mio. € wider (VJ: 4,43 Mio. €).

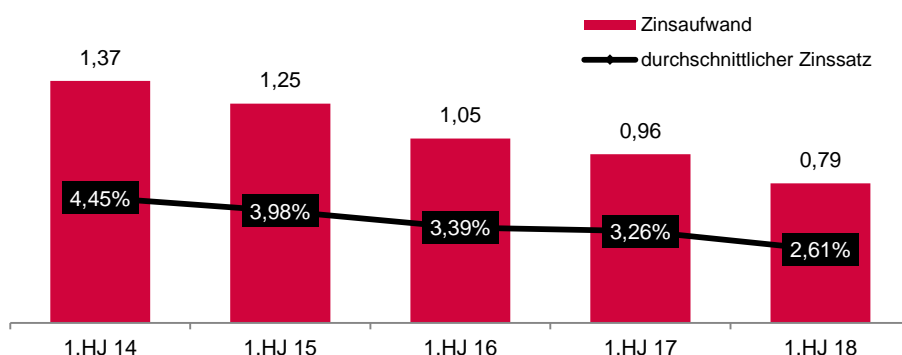
Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Belastend haben sich zudem gestiegene Reparaturkosten ausgewirkt, welche sich um 0,20 Mio. € auf 3,50 Mio. € (VJ: 3,30 Mio. €) erhöht haben. Ein Teil dieser angefallenen Reparaturkosten sollte jedoch von der Gebäudeversicherung übernommen werden. Weiterhin waren im ersten Halbjahr 2018 geringe Investitionen notwendig mit 0,36 Mio. € (VJ: 0,88 Mio. €), da diese im Vorjahr im Rahmen der neuen Erschließungsstraße angefallen waren. Unseres Erachtens sollten die Investitionen erst wieder mit der Inangriffnahme der Neubaugrundstücke steigen. Trotz der leicht negativen Umsatzentwicklung und der zusätzlichen Aufwendungen konnte ein gutes EBITDA erreicht werden. In der historischen Betrachtung zeigt sich beispielsweise, dass einerseits die EBITDA-Marge mit 73,8% gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen ist, jedoch ein weiterhin sehr ansehnliches Rentabilitätsniveau erreicht wurde.

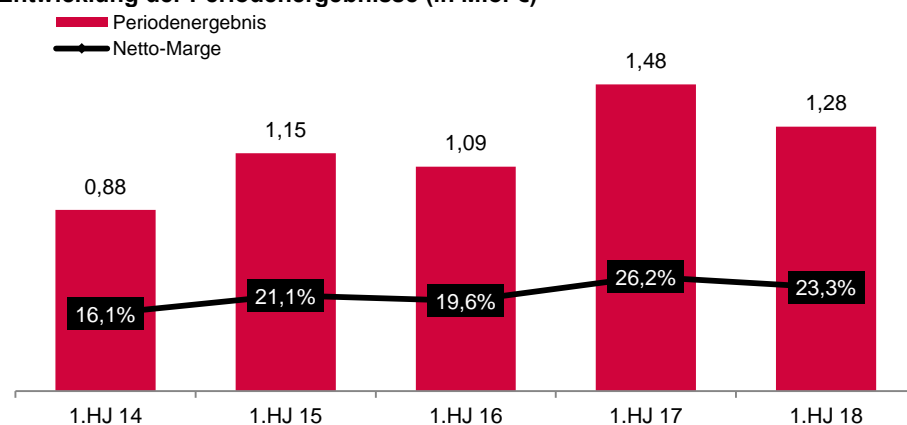
Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Der Finanzaufwand ist aktuell noch einer der wichtigsten Treiber für das Netto-Ergebnis. Hier erzielt die Gesellschaft durch die sukzessive Tilgung und durch die Verringerung des durchschnittlichen Zinssatzes eine kontinuierliche Verbesserung. So wurde zum ersten Halbjahr 2018 der Zinsaufwand auf 0,79 Mio. € reduziert (VJ: 0,96 Mio. €), verbunden mit einer Senkung des durchschnittlichen Zinssatzes auf 2,61% (Ende 2018).

Entwicklung der Periodenergebnisse (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Durch die verbesserte Zinssituation und einen positiven Sondereffekt im Rahmen der Teilauflösung der Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,25 Mio. €, reduzierte sich das Netto-Ergebnis unterproportional zum EBITDA. Folglich wurde zum ersten Halbjahr 2018 ein Netto-Ergebnis von 1,28 Mio. € (VJ: 1,48 Mio. €) erzielt. Hiermit lag die Nettomarge mit 23,3% über dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre. Insgesamt wurde ein gutes erstes Halbjahr verbucht, in welchem die leichten Umsatzrückgänge sehr gut kompensiert werden konnten.

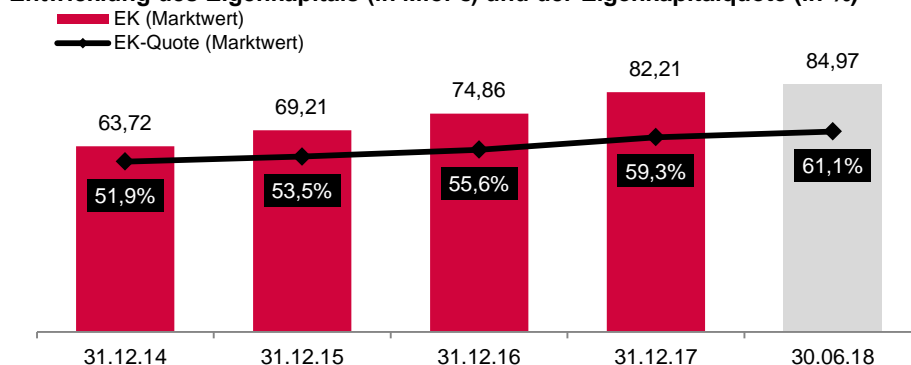
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	25,22	26,72	28,00
EK-Quote (in %)	29,6%	32,2%	34,1%
Bankverbindlichkeiten	54,02	50,98	49,19
Immobilienvermögen nach HGB	80,76	78,82	77,34
Verkehrswert Immobilienvermögen	130,41	134,31	134,31
Loan-to-Value (LTV)	66,9%	64,7%	63,6%
Verkehrswert LTV	41,4%	38,0%	36,6%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Zum 30.06.2018 wurde die bereits hohe Eigenkapitalquote nochmals gesteigert. Das buchhalterische Eigenkapital belief sich zum 30.06.2018 auf 28,00 Mio. € (31.12.2017: 26,72 Mio. €), was zu einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 32,2% (31.12.2017) auf 34,1% (30.06.2018) führte. Hier ist jedoch zu beachten, dass die AGROB die Bilanz nach dem konservativen Bilanzierungsansatz des HGB aufstellt, was bedeutet, dass nicht der aktuelle Marktwert der Immobilien in der Bilanz dargestellt wird. Hierzu wurde traditionell stets zum 31.10. eine Marktwert-Studie erstellt, um den tatsächlichen Wert der Immobilien darzustellen. Im Rahmen des Wechsels des Bewerter plant das Management nun die aktuelle Marktwertstudie zum 31.12.2018 erstellen zu lassen. Unseres Erachtens wurde die historische Marktstudie unter sehr konservativen Annahmen getroffen und wir gehen davon aus, dass der neue Bewerter mindestens das Niveau des Vorjahres, bzw. tendenziell eher eine höhere Bewertung feststellen wird.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auf Basis der Verkehrswertermittlung zum 31.10.2017 in Höhe von 134,31 Mio. € haben wir stille Reserven in Höhe von 56,97 Mio. € ermittelt (VJ: 55,49 Mio. €). Dies entspricht der Differenz zwischen dem Immobilienvermögen laut HGB und dem Immobilienvermögen laut dem Bewertungsgutachten. Das bilanzielle Eigenkapital inklusive der stillen Reserven würde einem Eigenkapital nach Marktwert von 84,97 Mio. € (31.12.2017: 82,21 Mio. €) entsprechen und somit würde die AGROB eine Eigenkapitalquote von 61,1% (31.12.2017: 59,3%) aufweisen. Diese Steigerung der Eigenkapitalquote wurde zum einen durch die Steigerung des bilanziellen Eigenkapitals hervorgerufen und zum anderen durch die konsequente Tilgung der Bankverbindlichkeiten. So wurden zum 30.06.2018 die Bankverbindlichkeiten um 1,9% auf 77,34 Mio. € reduziert (31.12.2017: 78,82 Mio. €). Somit liegt das Unternehmen mit der gegenwärtigen Eigenkapitalquote deutlich über dem Marktdurchschnitt und ist unseres Erachtens höchst solide aufgestellt.

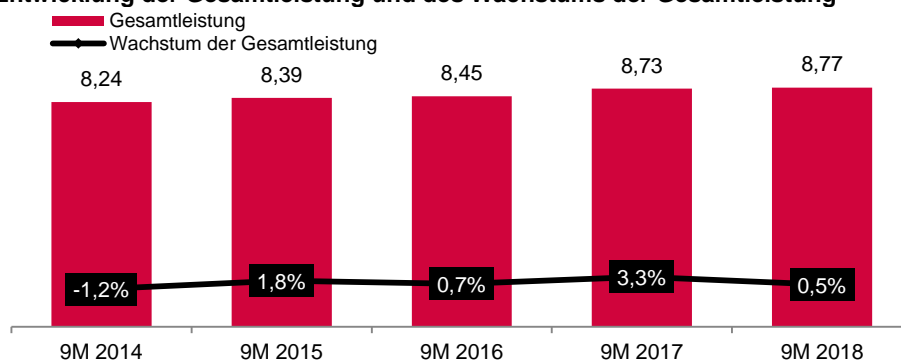
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2018

GuV (in Mio. €)	9M 2016	9M 2017	9M 2018
Gesamtleistung	8,45	8,73	8,77
Umsatzerlöse	Nicht veröffentlicht	8,49	8,27
EBITDA (Marge*)	6,24 (73,8%)	6,40 (73,3%)	5,88 (67,1%)
EBIT (Marge*)	3,64 (43,1%)	3,74 (42,8%)	3,19 (36,4%)
Periodenergebnis	1,70	2,21	1,89

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

Nach neun Monaten 2018 wurden alle vom Management gesetzten Planzahlen übertroffen, was für eine nachhaltige und konservative Planung spricht. Erwartungsgemäß kam es zu einem leichten Umsatzrückgang durch die Rückgabe von Teilflächen der Plazamedia Gruppe. Diese Entwicklung konnte jedoch durch zahlreiche Maßnahmen und Effekte abgeschwächt werden. Insgesamt wurde so ein Umsatz in Höhe von 8,27 Mio. € (VJ: 8,49 Mio. €) erzielt, während im Vergleich hierzu die Gesamtleistung mit 8,77 Mio. € sogar über dem Vorjahreswert liegt (VJ: 8,73 Mio. €).

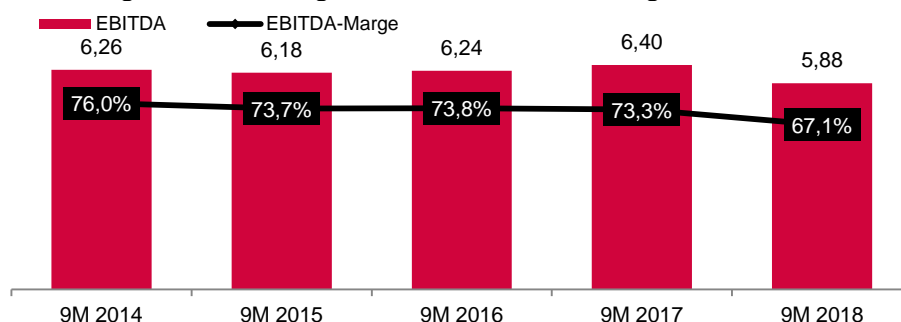
Entwicklung der Gesamtleistung und des Wachstums der Gesamtleistung



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; *aktuell betrachten wir die Gesamtleistung, da für die Umsatzerlöse nicht genügend Historie vorhanden ist.

Hintergrund dieser Entwicklung sind zum Teil verbesserte Konditionen bei Neumieter, positive Nebenkostenerlöse und eine längere Teilnutzung durch Plazamedia. So wurden ursprünglich die Flächen der Plazamedia zum 30.09.2018 gekündigt und werden, bedingt durch längere Rückbaumaßnahmen, nun bis zum Jahresende genutzt. Konkret handelt es sich hierbei um die Gebäude 8, 17 & 18. Gleichsam wurde auch am 05.11.2018 durch das Unternehmen vermeldet, dass weitere Büroflächen im Umfang von ca. 2.700 m² zu guten marktkonformen Konditionen vermietet worden sind. Hierbei müsste es sich um die Gebäude 6 und 17 handeln. Somit wurden bereits wichtige Nachvermietungserfolge erzielt und auch bei den übrigen Gebäuden soll sich das Management bereits in vielversprechenden Verhandlungen befinden.

Entwicklung des Periodenergebnisses und der Netto-Marge



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

Durch höhere Instandhaltungsmaßnahmen reduzierte sich das EBITDA auf 5,88 Mio. € (VJ: 6,40 Mio. €). Das Ergebnis befindet sich weiterhin auf sehr hohem Niveau und im Rahmen dessen wurde die Umsatz- und Ergebnisguidance bestätigt.

Prognose und Modellannahmen

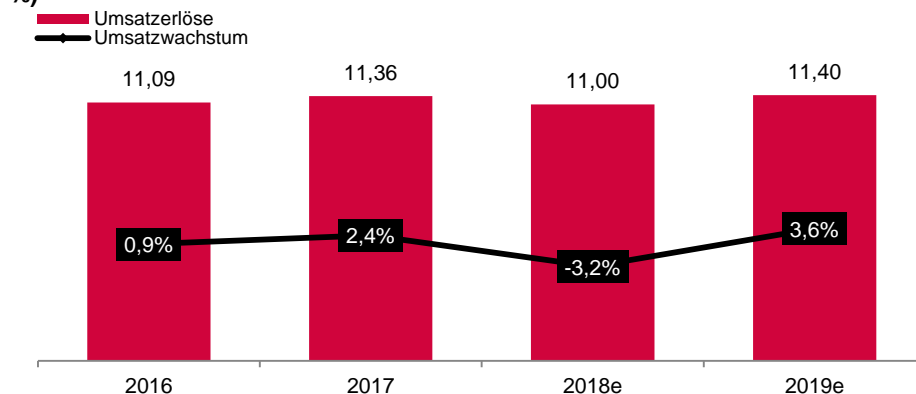
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e (bisher)	GJ 2018e (neu)	GJ 2019e
Umsatzerlöse	11,36	10,80	11,00	11,40
EBITDA	8,40	7,67	7,70	8,17
EBITDA-Marge	73,9%	71,0%	70,0%	71,7%
EBIT	4,83	4,07	4,10	4,52
EBIT-Marge	42,5%	37,7%	37,2%	39,6%
Jahresüberschuss	2,40	1,98	2,00	2,50
EPS in €	0,50	0,39	0,40	0,52

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Im Rahmen des Halbjahresberichts wurde eine Umsatzguidance von 10,9 bis 11,0 Mio. € ausgegeben und liegt somit über unserer aktuellen Prognose von 10,80 Mio. €. Unsere bisherige Prognose unterstellte eine Nachvermietung der Plazamedia-Teilflächen zum Geschäftsjahr 2019. Da jedoch die Plazamedia, aufgrund einer längeren Rückbauzeit, die Mietzeit verlängert hat, gehen wir nun auch von einem leicht höheren Umsatzniveau aus. Wir heben unsere Umsatzprognose auf 11,00 Mio. € an (bisher: 10,80 Mio. €) und liegen somit am oberen Ende der Guidance. Die leichte Prognoseanpassung zeigt bereits die hohe Planbarkeit des Geschäftsmodells. Durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Mieteinnahmen, in Verbindung mit der nahezu Vollvermietung ist die Geschäftsentwicklung gut prognostizierbar. Im Zuge der Vermietung der von der Plazamedia zurückgegebenen Flächen sollte das Umsatzniveau leicht über das Niveau des Geschäftsjahres 2017 kommen. Wir gehen von einem Umsatzwachstum in Höhe von 3,6% auf 11,40 Mio. € in 2019 aus.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



Quelle: GBC AG

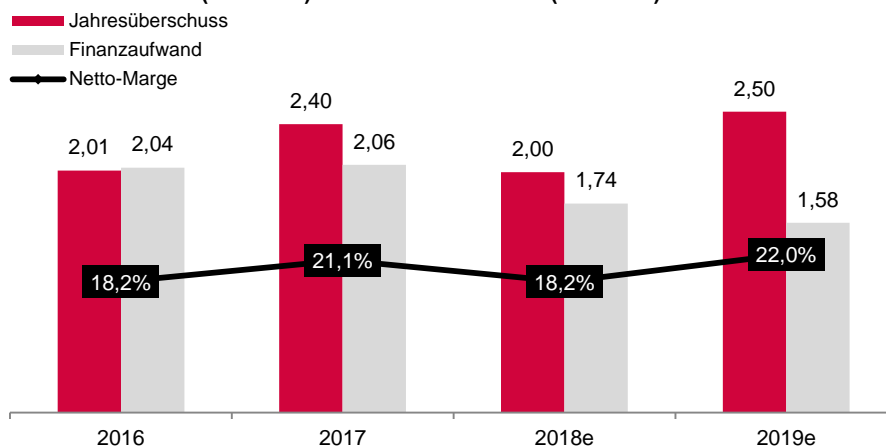
Hintergrund des leicht höheren Umsatzniveaus von 2019 im Vergleich zu 2017 bzw. zu den davorliegenden Jahren sind die vom neuen Management angestoßenen Infrastrukturverbesserungen. So werden zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um die Standortattraktivität noch weiter zu erhöhen. Dies sollte insbesondere bei Verhandlungen zu potenziellen Mietern die AGROB in eine noch bessere Verhandlungsposition versetzen. So werden einerseits bestehende Konzepte wie z.B. die Kantine weiter ausgebaut und aufgewertet. Für die Kantine wurden die neuen Konzepte bereits ausgearbeitet und der Beginn der Umsetzung soll im Q1 2019 erfolgen. Andererseits werden ergänzende Angebote entwickelt, welche ebenfalls die Attraktivität des Standorts stärken. So wurde beispielsweise ein Food Truck-Konzept angestoßen und auch eine Mietradstation installiert. Diese Maßnahmen zielen bewusst auf die Mitarbeiter der Mieter, deren Durchschnittsalter um die 30 liegt, ab.

Hierdurch können bestehende Mietverhältnisse gestärkt werden und zukünftige Mieter können auf einem passenderen, höheren Mietniveau adressiert werden. Weiterhin plant das Management auch bei Bestandsmietern Ausbaumöglichkeiten und Gebäudeverbesserungen gemeinsam mit den Mietern zu planen, welche ebenfalls langfristig zu höheren Mieten führen können. Entsprechend haben wir bereits zum Geschäftsbericht 2017 unsere Mittelfristprognose für die Umsatzentwicklung von 0,50% Wachstum auf 0,75% Wachstum angehoben und bestätigen diese Einschätzung erneut in diesem Researchreport.

Ergebnisprognosen

Mit unserer Umsatzprognose-Anpassung heben wir auch unsere Ergebnisprognose leicht an. Bisher gingen wir von einem Netto-Ergebnis in Höhe von 1,98 Mio. € aus und erwarten nun einen Jahresüberschuss von 2,00 Mio. €. Dies entspricht dem obersten Ende der Gewinn guidance des Unternehmens. Die Guidance von 1,80 bis 2,00 Mio. € wurde im 9-Monatsreport auch nochmals bestätigt. Langfristig sollten die steigenden Umsätze ebenfalls zu leicht überproportionalen Ergebnisverbesserungen führen. Hintergrund hierfür sind die hohe Kostendisziplin, der Lean-Management-Approach und der rückläufige Finanzaufwand. Somit erwarten wir für 2019 einen Jahresüberschuss von 2,50 Mio. €, was einer Netto-Marge von 22,0% entspricht. Mittelfristig sollten hier weitere sukzessive Margensteigerungen möglich sein.

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



Quelle: GBC AG

Unsere sehr leichte Prognose-Konkretisierung für 2018 hat entsprechend keine Auswirkungen auf das Kursziel.

Jedoch wäre es möglich, dass der neue Immobilienbewerter eine dynamischere Entwicklung unterstellt und höhere stille Reserven zum 31.12.2018 aufgedeckt werden. Folglich bestätigen wir unser Kaufen-Rating und weisen auf diese mögliche Bewertungsentwicklung am 31.12.2018 hin.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. 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 5,7 % (bisher: 5,7 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,1 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 21,97 €.

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 100,34 Mio. € bzw. 25,75 € je Aktie.

DCF-Modell

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,8%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	71,4%	ewige EBITA - Marge	47,2%
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 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
Umsatz (US)	11,00	11,40	11,51	11,59	11,68	11,77	11,86	11,95	
US Veränderung	-3,2%	3,6%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,14	0,15	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,18	
EBITDA	7,70	8,17	8,21	8,28	8,34	8,40	8,46	8,53	
EBITDA-Marge	70,0%	71,7%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,10	4,52	5,06	5,19	5,32	5,43	5,53	5,63	
EBITA-Marge	37,2%	39,6%	44,0%	44,8%	45,6%	46,1%	46,6%	47,2%	47,2%
Steuern auf EBITA	-0,62	-0,67	-0,86	-0,89	-0,91	-0,93	-0,94	-0,96	
zu EBITA	15,1%	14,9%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,48	3,85	4,20	4,31	4,41	4,50	4,59	4,67	
Kapitalrendite	4,5%	5,0%	5,5%	5,8%	6,0%	6,2%	6,5%	6,7%	6,8%
Working Capital (WC)	1,15	1,25	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	1,31	
WC zu Umsatz	10,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-2,76	-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	-1,29	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investiertes Kapital	77,65	76,29	74,66	73,08	72,07	71,11	70,18	69,30	
EBITDA	7,70	8,17	8,21	8,28	8,34	8,40	8,46	8,53	
Steuern auf EBITA	-0,62	-0,67	-0,86	-0,89	-0,91	-0,93	-0,94	-0,96	
Investitionen gesamt	-4,04	-2,29	-1,52	-1,50	-2,02	-2,01	-2,00	-2,01	
Investitionen in OAV	-1,29	-2,19	-1,50	-1,49	-2,01	-2,00	-1,99	-2,00	
Investitionen in WC	-2,76	-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	3,03	5,21	5,83	5,89	5,41	5,46	5,52	5,56	131,73

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	132,99	133,17
Barwert expliziter FCFs	33,27	29,41
Barwert des Continuing Value	99,72	103,77
Nettoschulden (Net debt)	35,49	32,83
Wert des Eigenkapitals	97,50	100,34
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	97,50	100,34
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,03	25,75

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	4,1%

Kapitalrendite	WACC				
	3,5%	3,8%	4,1%	4,4%	4,7%
6,3%	30,48	26,58	23,46	20,91	18,78
6,6%	31,95	27,88	24,61	21,93	19,70
6,8%	33,43	29,17	25,75	22,96	20,63
7,1%	34,91	30,46	26,90	23,98	21,56
7,3%	36,38	31,76	28,05	25,01	22,48

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

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

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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

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“