



Researchstudie (Update)

AGROB Immobilien AG



Prognoseanpassung für 2016 mit stabilem Umsatz und höherem Nettoergebnis. Erfolgreiche Fertigstellung eines Neubaus bringt weiteres Potential

Kursziel: 19,60 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die AGROB Immobilien AG verfügt als Betreiber eines Medien- und Gewerbeparks im Münchner Vorort Ismaning über einen homogenen Immobilienbestand. Traditionell weist die Gesellschaft eine sehr hohe Auslastungsquote auf. Auch zum 30.06.16 lag diese mit 97,8 % nahezu auf Vollauslastungsniveau. Auf dieser Basis entwickelten sich die Umsätze mit 5,55 Mio. € (VJ: 5,47 Mio. €) gewohnt konstant. Ein unverändertes Bild ergibt sich zum 30.09.16. Mit einer Auslastung von fast 98 % erwirtschaftete die AGROB Umsätze in Höhe von 8,45 Mio. € (VJ: 8,39 Mio. €).
- Analog zur Umsatzentwicklung ist die Ergebnissituation der AGROB von einer hohen Konstanz sowie hohen Ergebnismargen geprägt. Zum Halbjahr 2016 weist die Gesellschaft zwar einen leichten EBITDA-Rückgang auf 4,03 Mio. € (VJ: 4,22 Mio. €) auf, dies ist jedoch in erster Linie einem temporären Kosteneffekt (Verschiebung von bezogenen Fremdleistungen) geschuldet. Auf Gesamtjahresbasis dürfte dieser Kosteneffekt jedoch weitestgehend ausgeglichen werden. Bereits nach den ersten neun Monaten in 2016 wird dies durch einen leichten EBITDA-Anstieg auf 6,24 Mio. € (VJ: 6,18 Mio. €) ersichtlich.
- Besondere Ergebniseffekte lassen sich bei der AGROB aus der Finanzierungsstrategie ersehen. Wann immer möglich, wird eine sukzessive Rückführung beim Fremdkapital vorgenommen, um damit die Zinslast sowie den durchschnittlichen Zinssatz zu reduzieren. Sichtbar wird dies am Zinsaufwand, welcher in den vergangenen Geschäftsjahren von 1,55 Mio. € (1.HJ 2012) auf 1,05 Mio. € (1.HJ 2016) deutlich gefallen ist.
- Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem tendenziellen Umsatzanstieg sowie aufgrund der erwarteten Reduktion beim Zinsaufwand mit einer überproportionalen Entwicklung des Nachsteuerergebnisses. Der Umsatzanstieg berücksichtigt dabei eine unverändert hohe Auslastungsquote sowie neu hinzugekommene Vermietungsflächen (ARRI-Gebäude). Aufgrund eines Sondererlöses (Verkauf eines Erbbaugrundstücks) haben wir für das laufende Geschäftsjahr 2016 eine leichte Anhebung des erwarteten operativen Ergebnisses vorgenommen. Die 2017er Prognosen haben wir hingegen unverändert gelassen (siehe Researchstudie vom 07.07.2016). Bei Umsätzen in Höhe von 11,11 Mio. € rechnen wir für 2016, analog zu der Unternehmens-Guidance, mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,03 Mio. €. In 2017 sollten die Umsätze auf 11,32 Mio. € und der Jahresüberschuss auf 2,25 Mio. € ansteigen.
- **Auf dieser Basis haben wir im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 19,60 € (bisher: 17,30 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung basiert dabei nahezu ausschließlich auf der Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 0,5 % (bisher: 1,0 %). Unterstützt wird unser Kursziel von den gutachterlich ermittelten Verkehrswerten des Immobilienvermögens (letzter Stand: 30.10.2016), wodurch sich ein NAV je Aktie in Höhe von 18,55 € ergibt. Somit besteht bei einem aktuellen Aktienkurs der Stämme von 17,30 € je Aktie (13.12.16 München-17:30) ein Upside-Potential von 13,3% und bezogen auf die Vorzüge bei einem Kurs von 16,50 € je Aktie (13.12.16 München-17:30) ein Upside-Potential von 18,7%. Daher bestätigen wir unser Kursziel KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien – WKN 501900	4
Vorzugsaktien – WKN 501903	4
Wichtige Referenzkunden	4
Geschäftsentwicklung und Vermögenssituation.....	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2016.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015	7
Neubewertung des Immobilienvermögens zum 30.10.2016	7
Geschäftsentwicklung 9 Monate 2016	8
Bewertung	9
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	9
NAV-Bewertung	11
Modellannahmen	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Bewertungsergebnis	12
DCF-Modell.....	13
Anhang	14

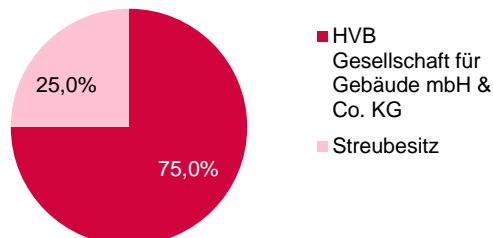
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Stammaktien – WKN 501900

Anteilseigner	
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
Summe	100,0 %

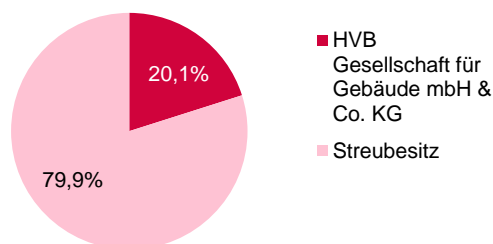
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG



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



Wichtige Referenzkunden

Der Medien- und Gewerbepark der AGROB Immobilien AG (kurz: AGROB) zeichnet sich durch eine moderne Gestaltung und großzügig angelegte Parkflächen aus. Die Nutzfläche beträgt dabei rund 133.000 m² und beinhaltet Lagerflächen, Technikräume, Fernsehstudios und Büroräume. Dabei sorgen eine groß dimensionierte Satellitenanlage sowie die weitgehende Vernetzung des Areals durch Glasfaserkabel für eine den Bedürfnissen der Mieter entsprechende technische Anbindung. Zu den zahlreichen Mietern zählen dabei unter anderem die folgenden Unternehmen:



GESCHÄFTSENTWICKLUNG UND VERMÖGENSSITUATION

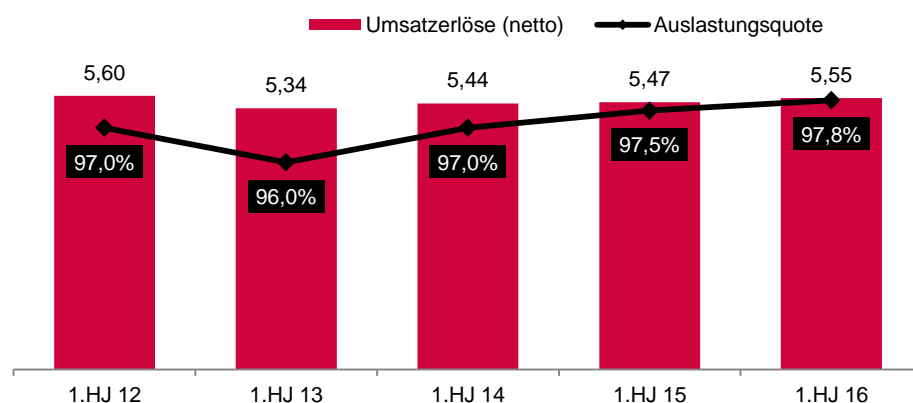
in Mio. €	1. HJ 2014	1. HJ 2015	1. HJ 2016
Umsatzerlöse	5,44	5,46	5,55
EBITDA	4,08	4,22	4,03
EBITDA-Marge	75,1%	77,3%	72,7%
EBIT	2,40	2,54	2,31
EBIT-Marge	44,1%	46,4%	41,6%
Jahresüberschuss	0,88	1,15	1,09

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2016

Die AGROB Immobilien AG (AGROB) konnte im 1. Halbjahr 2016 die bereits sehr hohe Auslastungsquote aus dem Vorjahr von 97,5% abermals steigern und weist nun eine Auslastungsquote von 97,8% auf. Mit der höheren Auslastung wurden auch gleichzeitig die Umsatzerlöse auf 5,55 Mio. € (VJ: 5,47 Mio. €) gesteigert. Hintergrund der Auslastungs- und Umsatzsteigerung ist zum einen die erfolgreiche Vermietung einer vormals vakanten Teilfläche (138 m²) und zum anderen einer weiteren Vermietung über 380m², die zum 08/2016 ergebniswirksam wurde.

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



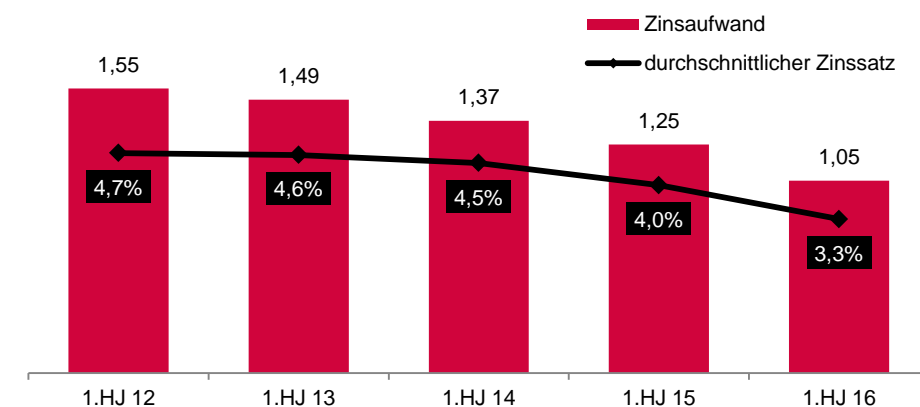
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016

Der stabilen Umsatzentwicklung folgt eine leicht rückläufige Ergebnisentwicklung. In den ersten 6 Monaten 2016 erzielte AGROB ein EBITDA von 4,03 Mio. € (VJ: 4,22 Mio. €) und verzeichnet somit einen Rückgang von 4,5%. Der Grund des Ergebnissrückgangs ist jedoch eine zeitliche Verschiebung von bezogenen Fremdleistungen wie z.B. Instandhaltungsmaßnahmen, die jedoch nur einen temporären Charakter haben. Neben diesem Sondereffekt verfügt die AGROB über eine hohe Kostendisziplin und weist dementsprechend eine konstante Kostenentwicklung auf.

Neben der Kostendisziplin bietet das aktuelle Niedrigzinsumfeld AGROB gute Möglichkeiten, das Finanzergebnis zu verbessern. So reduzierte sich der durchschnittliche Zinssatz weiter auf 3,26% (VJ: 3,98%) und analog dazu gingen die Zinsaufwendungen auf 1,05 Mio. € (VJ: 1,25 Mio. €) zurück. Weiterhin ist es AGROB-Geschäftspolitik, eine sukzessive Tilgung der Bankverbindlichkeiten vorzunehmen und somit eine stetige Verbesserung des Zinsaufwandes zu erzielen.

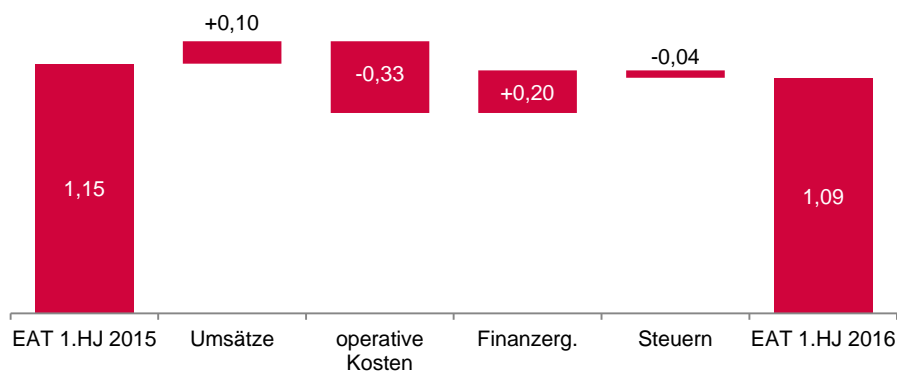
Zinsaufwand (in Mio. €) und durchschnittlicher Zinssatz (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die rückläufigen Zinsaufwendungen konnten damit den temporären Kostenanstieg nahezu vollständig auffangen.

Ergebnisbrücke auf Basis des Periodenergebnisses (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Auf Gesamtjahressicht 2016 ist nicht von einem Anstieg der operativen Kosten auszugehen sondern mit einer weiteren Verbesserung der Kostenstruktur. Generell ist der Rückgang des Nachsteuerergebnisses um 5,6% auf 1,09 Mio. € (VJ: 1,15 Mio. €) primär durch einen zeitweiligen Anstieg der operativen Kosten bedingt, dieser wird jedoch voraussichtlich auf Gesamtjahressicht wieder neutralisiert.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

in Mio. €	30.06.2015	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	24,65	23,98	25,07
EK-Quote (in %)	30,1%	28,5%	29,2%
Bankverbindlichkeiten	52,64	53,97	55,10
Immobilienvermögen nach HGB	80,61	80,83	81,19
Verkehrswert Immobilienvermögen	121,70	124,06	128,41
Loan-to-Value (LTV)	65,3%	66,8%	67,9%
Verkehrswert LTV	43,3%	43,5%	42,9%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bilanziell ist die AGROB Immobilien AG sehr solide aufgestellt. Das **Eigenkapital** des Unternehmens steigt weiter konsistent an und so wurde zum 30.06.2016 ein Eigenkapital von 25,07 Mio. € (VJ: 24,65 Mio. €) ausgewiesen. Dementsprechend beläuft sich die Eigenkapitalquote zum 30.06.16 auf 29,2% und somit ist die AGROB im Marktvergleich sehr solide aufgestellt. Diese konservative Betrachtungsweise ist jedoch der HGB-Bilanzierung geschuldet unter der Immobilien zu Herstellungskosten bewertet werden. Sofern das Eigenkapital zum gutachterlichen Verkehrswert von 72,29 Mio. € bilanziert werden würde, so wäre eine Eigenkapitalquote von 54,2% ausweisbar. Folglich ist die AGROB mit einer sehr hohen Eigenkapitalquote ausgestattet.

Die **Bankverbindlichkeiten** erhöhten sich um 4,7% auf 55,10 Mio. € (VJ: 52,64 Mio. €). Der Grund hierfür liegt in der Errichtung des multifunktionalen Gebäudekomplexes für den Bestandsmieter ARRI Rental. Zur Finanzierung wurden Bankverbindlichkeiten in Höhe von etwa 3,8 Mio. € (ca. 70% Fremdkapital) aufgenommen. Dem gegenüber steht die sukzessive Tilgung von Bankverbindlichkeiten, wodurch sich das FK tendenziell weiter reduzieren sollte. AGROB nimmt erfahrungsgemäß nur weiteres Fremdkapital für Investitionszwecke auf und versucht andererseits stets die Tilgung der vorhandenen Verbindlichkeiten voranzutreiben, um die Zinslast zu reduzieren. Dieser konservative Ansatz sollte sich langfristig deutlich positiv für die Anteilseigner auswirken, da sich das Finanzergebnis auf lange Sicht verbessern sollte.

Das **Immobilienvermögen** der AGROB AG wird gemäß HGB nur zu Herstellungskosten bewertet und unterliegt somit einem sehr konservativen Ansatz. Der Anstieg des Immobilienvermögens um 0,7% auf 81,19 Mio. € (VJ: 80,61 Mio. €) wurde durch den Neubau für ARRI Rental verursacht und fällt deutlich geringer aus als der Bewertungsanstieg des Verkehrswertes um 5,5% auf 128,41 Mio. € (VJ: 121,70 Mio. €). Daher kann von einer deutlichen Wertschaffung ausgegangen werden, durch die höhere Verkehrswertbewertung gegenüber dem bilanzierten Immobilienvermögen.

Neubewertung des Immobilienvermögens zum 30.10.2016

Marktwerte / Verkehrswerte (in Mio. €)	Oktober 2015	Oktober 2016
Gesamt vor Abschlägen	121,06	128,41
Pauschalisierte Abschläge	-2,00	-2,00
Gesamt nach Abschlägen	119,06	126,41

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die Bewertung des Immobilienvermögens zum Verkehrswert zum 30.10.2016 zeigt deutlich die Diskrepanz zwischen Marktwert und Bilanzwert. Während das Immobilienvermögen zum Halbjahr 2016 in der Bilanz mit 81,19 Mio. € bewertet ist, wird aus gutachterlicher Sicht der Wert auf 128,41 Mio. € geschätzt. Die Differenz ergibt signifikante stille Reserven in Höhe von 47,22 Mio. €. Das bedeutet auch, dass eine Bewertung nach IFRS ein erheblich höheres Immobilienvermögen sowie Eigenkapital ausweisen würde.

Würde das Eigenkapital nach Marktwert bewertet, so würde sich dieses auf 72,29 Mio. €, sprich 18,55 € je Aktie, belaufen.

Geschäftsentwicklung 9 Monate 2016

GuV (in Mio. €)	9M 2015	Δ 2015/2016	9M 2016
Gesamtleistung	8,39	+0,7%	8,45
EBITDA	6,18	+1,0%	6,24
EBIT	3,65	-0,2%	3,64
Periodenergebnis	1,58	+7,9%	1,70

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

In den ersten neun Monaten 2016 konnte AGROB die Gesamtleistung abermals leicht verbessern und wuchs um 0,7% auf 8,45 Mio. € (VJ: 8,39 Mio. €) an. Hintergrund für das stabile positive Geschäft ist die anhaltend hohe Auslastungsquote der Vermietungskapazitäten von nahezu 98% (VJ: 97,6%). Die Steigerung der Gesamtleistung konnte dabei trotz einer erlösmindernden Nebenkostenabrechnung für das Jahr 2015 sowie einer Anpassung in den Vorauszahlungen für das Jahr 2016 in Höhe von insgesamt € 0,11 Mio. erzielt werden.

Das EBIT reduzierte sich leicht um 0,2% auf 3,64 Mio. € (VJ: 3,65 Mio. €) durch leicht gestiegene operative Kosten für Instandhaltung sowie zusätzlichen Abschreibungen für das neu erstellte Gebäude für ARRI Rental.

Herauszustellen ist die signifikante Erhöhung des Periodenergebnisses um 7,9% auf 1,70 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €). Das Nachsteuerergebnis profitierte dabei besonders von der Verbesserung des Zinsergebnisses auf -1,44 Mio. € (VJ: -1,56 Mio. €). Weiterhin führt die Veräußerung eines Erbbaugrundstücks zu einer leichten Erhöhung der Jahresgewinnprognose (siehe Prognose auf Seite 9).

BEWERTUNG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

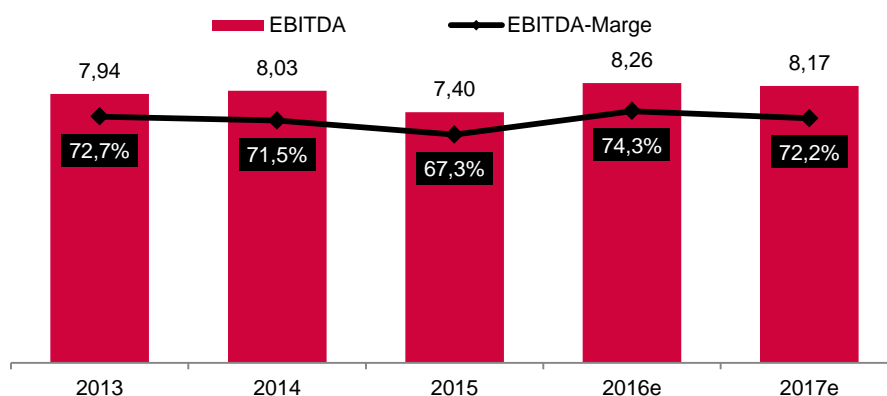
GuV (in Mio. €)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e
Umsatzerlöse	11,24	11,11	11,32
EBITDA	8,10	8,26	8,17
EBITDA-Marge	72,1%	74,3%	72,2%
EBIT	4,60	4,76	4,82
EBIT-Marge	40,9%	42,8%	42,6%
Jahresüberschuss	1,90	2,04	2,25

Quelle: GBC AG

Die AGROB Immobilien AG schafft es auf Basis der hohen Auslastungsquote (30.09.16: 98%) seit Jahren sehr stabile Umsätze zu erzielen. Auch zukünftig gehen wir von einer Fortsetzung dieser stabilen Umsatzentwicklung aus, da die Mieter des AGROB Medienparks stets Unternehmen sind, die an langfristigen Mietverträgen interessiert sind. Entscheidend für die Umsatzerlöse ist die Vertragsprolongierung der einzelnen Mietergesellschaften.

Für das kommende Jahr stehen die Mietverträge von HSE24 (Vertrag bis 31.12.2017) sowie Plazamedia (Vertrag bis 31.12.2017) zur Verlängerung an. Das Management der AGROB Immobilien AG geht in diesen Fällen von einer sehr wahrscheinlichen Fortführung der Verträge aus. Im Rahmen einer Prognoseanpassung reduzieren wir unsere Umsatzerwartungen minimal von 11,24 Mio. € auf 11,11 Mio. €. Hintergrund für die Reduzierung sind geringere Nebenkostenerlöse aufgrund der Abrechnung für das GJ 2015 sowie der erforderlichen Anpassung für das GJ 2016. Dementsprechend erwarten wir für das GJ 2016 Umsatzerlöse von 11,11 Mio. € und für das GJ 2017 unverändert in Höhe von 11,32 Mio. €. Mit dem Ausbau der vermietbaren Flächen, wie auch die Neuvermietung an ARRI Rental zeigt, erwarten wir auch langfristig leichte Umsatzsteigerungen.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

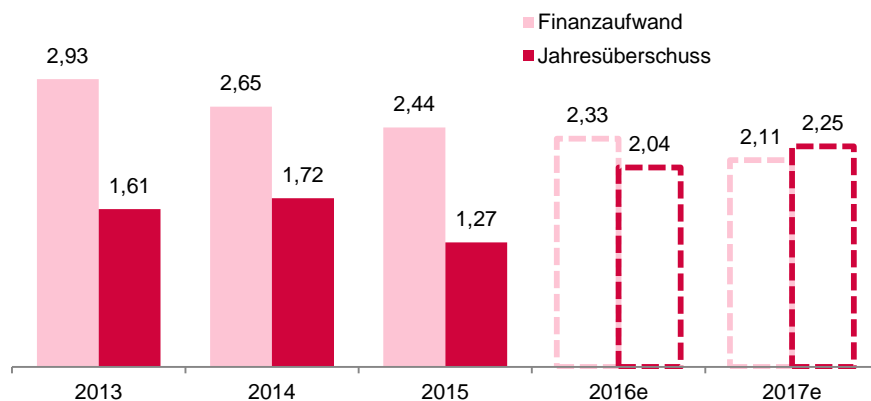


Quelle: GBC AG

Die leicht steigenden Umsätze bilden die Basis für den EBITDA-Anstieg in den kommenden Jahren. Nachdem im GJ 2015 ein EBITDA von 7,40 Mio. € erzielt wurde (EBITDA-Marge von 67,3%), gehen wir für das GJ 2016 von einem EBITDA von 8,26 Mio. € (Marge von 74,3%) aus. Die 11,2%ige EBITDA Verbesserung muss vor dem Hintergrund einer Sonderbelastung aus dem GJ 2015 betrachtet werden; hier wurden ergebniswirksame Rückstellungen für Revitalisierungsmaßnahmen in Höhe von 1,1 Mio. € gebildet, die nun sukzessiv abgebaut werden. Darüber hinaus wurde in 2016 ein Sondererlös durch den Verkauf eines Erbbaugrundstücks erzielt, welches uns zu einer

EBITDA-Prognoseerhöhung von 8,10 Mio. € auf 8,26 Mio. € (EBITDA-Marge 74,3%) veranlasste. Da der Sondererlös nicht für das Folgejahr zu erwarten ist, gehen wir unverändert von einem EBITDA von 8,17 Mio. € (EBITDA-Marge 72,2%) für das GJ 2017 aus. Somit bleiben unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2017 insgesamt unverändert.

Jahresüberschuss und Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die erwartete EBITDA-Verbesserung für das GJ 2016 dürfte sich durch den Sondererlös auch ergebniswirksam auf den Jahresüberschuss auswirken. Neben diesem Einmaleffekt sollte der sinkende Finanzaufwand das Nettoergebnis ebenfalls positiv beeinflussen. Im Zuge des fallenden Zinssatzes reduzieren sich auch die Finanzaufwendungen auf 2,33 Mio. € (GJ 2016e) bzw. 2,25 Mio. € (GJ 2017e). Mit den sinkenden Zinsaufwendungen steigt auch der Jahresüberschuss an und somit erwarten wir für das GJ 2016 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,04 Mio. € und für das GJ 2017 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,25 Mio. €.

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 31.10.2016 berechnet. Gemäß Bewertungsgutachten weisen die Liegenschaften der AGROB einen Verkehrswert von 128,41 Mio. € auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 30.06.2016 ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 47,22 Mio. €. Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 25,07 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 72,29 Mio. € oder 18,55 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 09.12.16	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	11,33 €	10,50 €	-7,3%
Deutsche Euroshop AG	37,46 €	39,12 €	4,4%
Deutsche Wohnen AG	29,47 €	25,81 €	-12,4%
Hamborner REIT-AG	8,57 €	9,03 €	5,4%
KWG Kommunale Wohnen AG	11,06 €	11,07 €	0,1%
LEG Immobilien	71,80 €	59,32 €	-17,4%
DO Deutsche Office AG	4,85 €	3,93 €	-19,0%
TAG Immobilien AG	11,90 €	11,34 €	-4,7%
VIB Vermögen AG	18,76 €	16,38 €	-12,7%
Mittelwert			-7,0%
AGROB Immobilien AG (VZ)	16,50 €	18,55 €	12,4%
AGROB Immobilien AG (ST)	17,30 €	18,55 €	7,2%

Zum 09.12.2016 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 7,0%.

Trotz der positiven Kursentwicklung, sowohl bei den Vorzügen als auch bei den Stämmen, besteht bei der AGROB Immobilien AG weiterhin ein deutlicher Abschlag gegenüber dem NAV je Aktie in Höhe von 12,4 % (Vorzugsaktien) sowie in Höhe von 7,2 % (Stammaktien) und weist damit ein im Marktvergleich hohes Aufholpotenzial auf.

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 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 im Jahr 2016 und 2017 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 15,8 % 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 0,50 % (bisher 1,00%).**

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 4,92 % (bisher: 5,40%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,04 % (bisher 4,30%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 19,60 € (bisher: 17,30 €). Die Kurszielerhöhung erfolgte hauptsächlich durch die Anpassung des risikolosen Zinses von 1,00 % auf 0,50 %.

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	46,2%
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 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
Umsatz (US)	11,11	11,32	11,40	11,46	11,51	11,57	11,63	11,69	
US Veränderung	1,1%	1,9%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	
EBITDA	8,26	8,17	8,14	8,18	8,22	8,26	8,30	8,34	
EBITDA-Marge	74,3%	72,2%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,76	4,82	4,91	5,03	5,14	5,24	5,33	5,41	
EBITA-Marge	42,8%	42,6%	43,1%	43,9%	44,6%	45,3%	45,8%	46,3%	46,2%
Steuern auf EBITA	-0,77	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,89	-0,91	-0,92	
zu EBITA	16,2%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,99	4,00	4,08	4,17	4,26	4,35	4,42	4,49	
Kapitalrendite	5,1%	5,1%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,1%	6,3%	6,4%
Working Capital (WC)	-1,75	1,15	1,25	1,26	1,27	1,27	1,28	1,29	
WC zu Umsatz	-15,8%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-0,19	-2,90	-0,10	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	80,11	76,76	75,04	73,39	71,80	70,79	69,82	68,88	
AFA auf OAV	-3,50	-3,35	-3,22	-3,15	-3,08	-3,02	-2,97	-2,93	
AFA zu OAV	4,4%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-2,78	0,00	-1,50	-1,50	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	78,36	77,91	76,29	74,65	73,07	72,06	71,09	70,17	
EBITDA	8,26	8,17	8,14	8,18	8,22	8,26	8,30	8,34	
Steuern auf EBITA	-0,77	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,89	-0,91	-0,92	
Investitionen gesamt	-2,97	-2,90	-1,60	-1,51	-1,51	-2,01	-2,01	-2,01	
Investitionen in OAV	-2,78	0,00	-1,50	-1,50	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-0,19	-2,90	-0,10	-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	4,52	4,45	5,70	5,81	5,84	5,36	5,39	5,41	125,73

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	127,70	128,42
Barwert expliziter FCFs	32,43	29,29
Barwert des Continuing Value	95,28	99,13
Nettoschulden (Net debt)	53,50	52,06
Wert des Eigenkapitals	74,20	76,36
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	74,20	76,36
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,05	19,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	4,9%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	23,8%
WACC	4,0%

Kapitalrendite	WACC				
	3,4%	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%
5,9%	23,96	20,24	17,27	14,83	12,80
6,2%	25,47	21,56	18,43	15,87	13,75
6,4%	26,97	22,88	19,60	16,92	14,69
6,7%	28,48	24,19	20,77	17,96	15,63
6,9%	29,98	25,51	21,93	19,01	16,57

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, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

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



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