



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



Fokussierung auf Umsatzwachstum

-

**Weitere Margenverbesserungen
durch günstige Finanzierung zu erwarten**

Kursziel: 25,75 € (bisher: 24,62 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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,7,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 25,75 €

aktueller Kurs / ST: 21,00 EUR
aktueller Kurs / VZ: 20,20 EUR
27.06.2018 / MCH / 15:00 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: 113,63
EnterpriseValue³: 164,11
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 16,8 %
Freefloat/VZ: 71,7 %

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 21

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

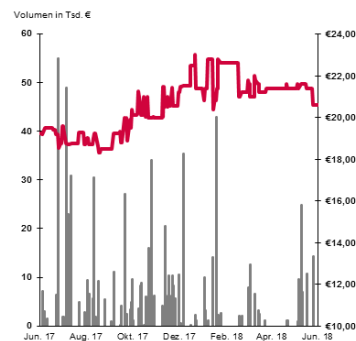
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2017

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	10,80	11,40
EBITDA	7,96	8,40	7,67	8,17
EBIT	4,45	4,83	4,07	4,52
Jahresüberschuss	2,01	2,40	1,98	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	14,81	14,46	15,21	14,41
EV/EBITDA	20,63	19,56	21,42	20,11
EV/EBIT	36,88	34,02	40,36	36,34
KGV	56,49	47,43	57,50	45,45
KBV		4,26		

Finanztermine

12.07.2018: Hauptversammlung
28.08.2018: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
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
05.07.2016: 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 AGROB Immobilien AG (AGROB) konnte im Geschäftsjahr 2017 die Umsatzerlöse um 2,4% auf 11,36 Mio. € steigern (VJ: 11,09 Mio. €). Hintergrund hierfür ist weiterhin das hohe Vermietungsniveau der Hauptnutzflächen, welches nochmals gesteigert werden konnte, von 97,9% (2016) auf 98,4% (2017). Die Vermietungsquote bezieht sich seit dem Geschäftsbericht 2017 ausschließlich auf vermietbaren Flächen, was somit dem Branchenstandard entspricht. Die PKW-Stellplätze werden fortan separat ausgewiesen und weisen eine Vermietungsquote von 80,2% auf. Bezogen auf die Vermietungssituation kam es bei dem Bestandsmieter Plazamedia zu Veränderungen. So wurden zum 31.12.17 Teilflächen im Umfang von ca. 2.600 m² zurückgegeben und weitere 3.500 m² sollen zum 30.09.18 folgen. Dennoch bleibt Plazamedia mit 16.600 m² der AGROB als Mieter erhalten und hat den Vertrag bis zum 31.12.21 verlängert. Für die freigewordenen Flächen ist das Unternehmen bereits mit Interessenten in konkreten Gesprächen. Mit der Verlängerung der durch Plazamedia erhöhte sich auch die durchschnittliche Laufzeitstruktur der Mietverträge mit nun einem Anteil von 68% der Verträge, die bis zu 5 Jahre laufen (VJ: 38,1%).
- Durch den steigenden Umsatz konnte auch ein überproportionales Ergebniswachstum realisiert werden und entsprechend erhöhte sich das EBIT um 8,4% auf 4,83 Mio. € (VJ: 4,45 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung sind zum einen höhere Nettomieten und zum anderen wurden nicht genutzte Rückstellungen für Instandhaltungsmaßnahmen aufgelöst. Die größte Kostenposition, der Finanzaufwand, verblieb mit 2,06 Mio. € auf Vorjahresniveau (VJ: 2,04 Mio. €). Mitverantwortlich hierfür ist eine Neukreditaufnahme aus dem Vorjahr, während sich analog hierzu die Zinsaufwendungen ohne Pensionen um 13,3% auf 1,66 Mio. € reduzierten (VJ: 1,91 Mio. €). Durch die sukzessive Tilgung konnte das Unternehmen zudem die Entschuldungsdauer weiter von 10,3 Jahren (2016) auf 9,0 (2017) reduzieren. Insgesamt erreichte das Unternehmen eine Steigerung des Jahresüberschusses um 19,4% auf 2,40 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €).
- Für das Geschäftsjahr 2018 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 10,80 Mio. € gefolgt von einem Umsatzwachstum in 2019 von 5,6% auf 11,40 Mio. €. Unseres Erachtens sollte es durch die Rückführung der Teilflächen der Plazamedia zu einem leichten Umsatzrückgang im Jahr 2018 kommen. Jedoch erwarten wir, dass die freigewordenen Flächen zu einem höheren Mietzins an neue Mieter weitervermietet werden können und anschließend ein höheres Umsatzniveau erreicht werden kann. Weiterhin wurde bereits im ersten Quartalsbericht 2018 kommuniziert, dass das Management, in Absprache mit den Mietern, mögliche Investitionen in Raumanpassungskonzepte tätigen und im Gegenzug ebenfalls Mieterhöhungen durchführen kann. Wir haben dies in unserem DCF-Modell mit einem Umsatzwachstum von 0,75% (bisher: 0,50%) in der Wachstumsphase berücksichtigt.
- Ergebnisseitig sollte das Unternehmen zukünftig vom Niedrigzinsniveau profitieren und durch Kredittilgungen weiterhin die durchschnittliche Zinslast senken. Wir erwarten, dass das Unternehmen einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,98 Mio. € in 2018 bzw. 2,50 Mio. € in 2019 erzielen wird.
- **Insgesamt ist die AGROB Immobilien AG sehr gut im Markt positioniert und profitiert unverändert vom Niedrigzinsumfeld. Durch die gemeinsame Erarbeitung von möglichen Raumkonzepten mit den Mietern, in Verbindung mit erhöhten Investitionen gehen wir davon aus, dass eine erhöhte Umsatzwachstumsdynamik mittelfristig erzielt werden kann. Im Peer-Group NAV-Vergleich ist das Unternehmen leicht unterbewertet. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert in Höhe von 25,75 € je Aktie ermittelt und vergeben das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

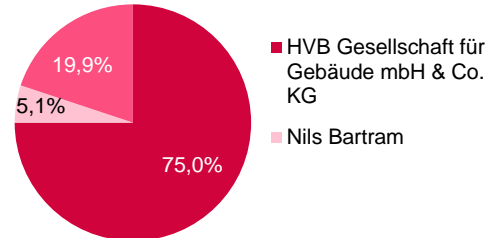
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017	8
Umsatzentwicklung 2017	8
Ergebnisentwicklung 2017	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017	11
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
NAV-Vergleich zur weiteren Information	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

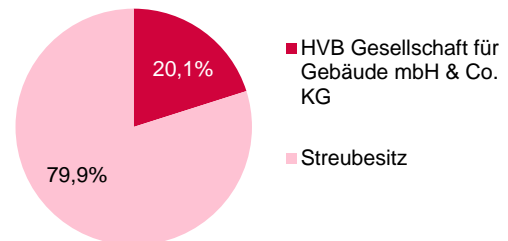
Stammaktien - WKN 501900

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 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.

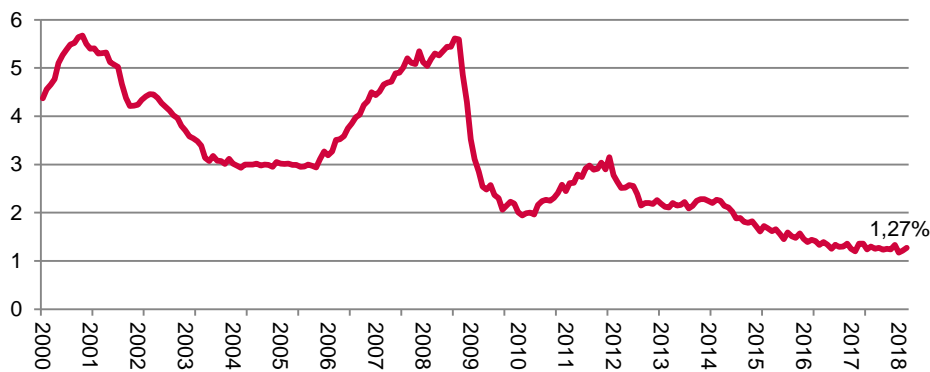


MARKT UND MARKTUMFELD

Für die AGROB Immobilien AG (AGROB) sind zwei Faktoren maßgeblich entscheidend. Zum einen die Zinsentwicklungen und zum anderen der Immobilienmarkt. Die genannten Faktoren weisen in der Regel eine gewisse Interdependenz auf und so wirkt sich das langanhaltende Niedrigzinsniveau positiv auf die Immobilienpreise und Immobiliennachfrage aus.

Die AGROB AG weist gegenwärtig eine Fremdkapitalquote von 67,8% auf und könnte auch zukünftig noch weitere Investitionen tätigen, welche über Fremdkapital finanziert werden könnten. Hierdurch entstehen umfangreiche Zinszahlungen, welche durch ein niedrigeres Zinsniveau sukzessive reduziert werden können. Gegenwärtig verfolgt die EZB weiterhin die Niedrigzinspolitik und vor dem Hintergrund des guten ökonomischen Wachstums und steigenden Mieten in nahezu allen Assetklassen, besteht weiterhin ein sehr hohes Investoreninteresse am deutschen Immobilienmarkt. Zurzeit befinden sich die euroraumweiten MFI-Zinssätze (mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung) auf einem sehr niedrigen Niveau von 1,27%.

Euroraumweite MFI-Zinssätze mit bis zu 1-jähriger Zinsbindung (in %)



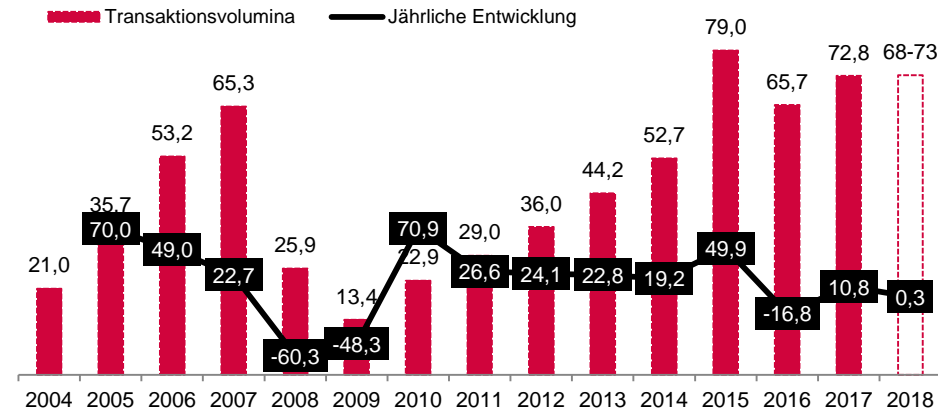
Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

Auch in der mittelfristigen Zukunft ist davon auszugehen, dass die Zinsen sich weiter auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen werden. So wurde von der EZB am 22.03.2018 abermals bekräftigt, den Leitzins auf 0,0% zu halten. Der Leitzins zur Versorgung der Geschäftsbanken mit Geld liegt seit März 2016 auf dem Rekordtief von 0,0 Prozent. Darüber hinaus erwirbt die EZB für rund 30 Mrd. € pro Monat Wertpapiere und Anleihen, um eine höhere Inflation zu erzielen. Laut Aussage der EZB soll diese Inflationsmaßnahme ab dem Oktober 2018 auf 15 Mrd. € verringert und Ende Dezember 2018 vollständig beendet werden. Die AGROB sollte ebenfalls von dieser Entwicklung profitieren und sukzessive das Zinszahlungsniveau reduzieren können und so das Nettoergebnis weiter erhöhen.

Beflügelt durch das Niedrigzinsniveau erhöhte sich auch das deutschlandweite Immobilien-Transaktionsvolumen der letzten Jahre signifikant und liegt seit 2013 deutlich über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 44,1 Mrd. €. Nachdem es in 2016 zu einem Rückgang auf 65,7 Mrd. € kam, bedingt durch fehlende Megadeals, steigerte sich das Transaktionsvolumen in 2017 wieder deutlich und erreichte 72,8 Mrd. €. Gleichsam wurde in 2017 ein neues Rekordniveau in Höhe von 57,2 Mrd. € bei Gewerbeimmobilien erreicht. Das Investoreninteresse ist somit weiterhin sehr hoch. EY geht davon aus, dass ein Teil der Transaktionen durch Portfoliooptimierung bzw. Gewinnmitnahmen zustande gekommen ist. Für 2018 erwartet EY eine Stabilisierung auf einem hohen Niveau in Höhe von 68,0 bis 73,0 Mrd. €, bei einer Seitwärtsbewegung des Volumens und der Preise. Der Markt für Gewerbeimmobilien, in dem sich die AGROB bewegt, ist in Deutschland weiterhin der

Hauptgrund für das hohe Transaktionsvolumen. Büroimmobilien dominieren hier weiterhin den Markt.

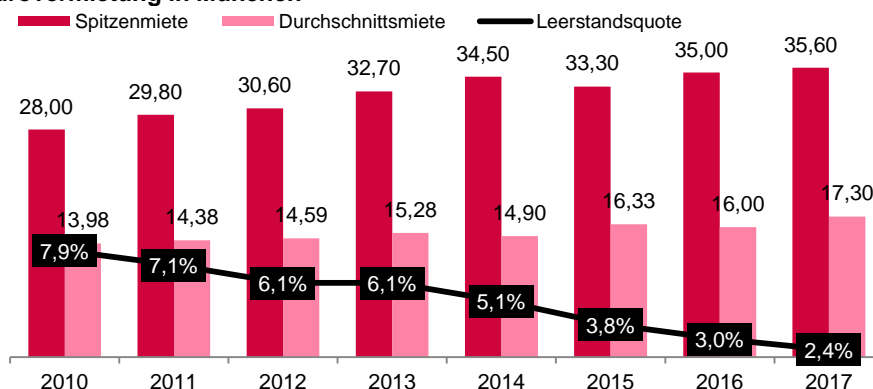
Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Insbesondere relevant ist die Marktentwicklung für die AGROB im Münchener Raum mit dem Standort Ismaning, welcher zum Landkreis München zählt. Der Immobilienmarkt in München setzt die Rekordentwicklung fort und die bereits sehr hohe Spitzenmiete für Büroimmobilien erreichte mit 35,60 € / m² einen neuen Höchstwert (VJ: 35,00 € / m²). Im gleichen Zuge erhöhte sich die Durchschnittsmiete nochmals um 8,1% auf 17,30 € / m² nach 16,00 € / m² im Vorjahr. Hauptsächlich für diese Entwicklung ist weiterhin die Knappheit des verfügbaren Raums, mit einem deutlichen Nachfrageüberhang. Entsprechend reduzierte sich die Leerstandsquote noch weiter auf 2,4% (VJ: 3,0%). Für größere Mieter ist es nahezu unmöglich passende Büroräume zu finden und so werden einerseits zukünftige Neubauten bereits vorab gesichert und andererseits das Umland vermehrt genutzt. Durch den hohen Nachfrageüberhang können Vermieter auch höhere Preisniveaus durchsetzen, was sich auch positiv auf den Medienstandort AGROB auswirkt. Darüber hinaus können längere Mietverträge verhandelt werden, welche in der Regel anschließend verlängert werden.

Bürovermietung in München



Quelle: Colliers International, GBC AG

Insgesamt ist das Marktumfeld für AGROB weiterhin als sehr gut einzuschätzen. Das Niedrigzinsniveau führt zu günstigeren Refinanzierungsmöglichkeiten und steigenden Immobilienpreisen. Gleichzeitig wirkt sich die hohe Nachfrage und der begrenzte Platz in München auch signifikant positiv auf das Umland aus, was insbesondere für größere Mieter relevant wird. Darüber hinaus arbeitet das Unternehmen kontinuierlich am Ausbau der Infrastruktur und der Anbindung des Medienparks, um so die Attraktivität des Standortes noch weiter zu erhöhen.

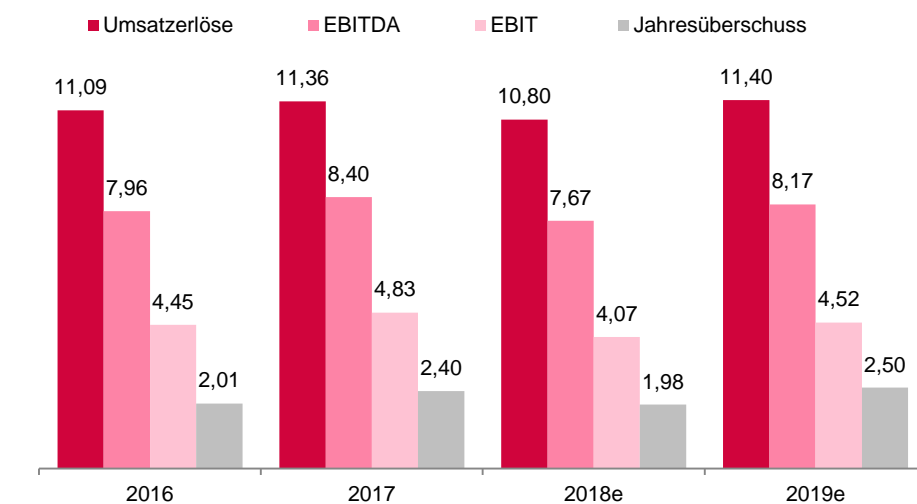
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	11,09	11,36	10,80	11,40
Sonstige betriebliche Erträge	0,31	0,31	0,20	0,20
Personalaufwand	-1,12	-0,98	-1,00	-1,00
Abschreibung auf Sachanlagen	-3,51	-3,57	-3,60	-3,65
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,14	-2,10	-2,15	-2,25
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,04	-2,06	-1,74	-1,58
EBIT	2,59	2,95	2,51	3,12
Steuern	-0,40	-0,37	-0,35	-0,44
Sonstige Steuern	-0,17	-0,19	-0,18	-0,18
Jahresüberschuss	2,01	2,40	1,98	2,50
EBITDA	7,96	8,40	7,67	8,17
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>71,8%</i>	<i>73,9%</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,7%</i>
EBIT	4,45	4,83	4,07	4,52
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>40,2%</i>	<i>42,5%</i>	<i>37,7%</i>	<i>39,6%</i>
Aktienzahl Stammaktien in Mio. Stück	2,31	2,31	2,31	2,31
Aktienzahl Vorzugsaktien in Mio. Stück	1,58	1,58	1,58	1,58
Dividende je Stammaktie in €	0,21	0,24	0,23	0,24
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,26	0,29	0,28	0,29

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung und Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	10,99	11,09	11,36
EBITDA	7,29	7,96	8,40
EBITDA-Marge	66,3%	71,8%	73,9%
EBIT	3,91	4,45	4,83
EBIT-Marge	35,6%	40,2%	42,5%
Jahresüberschuss	1,27	2,01	2,40
EPS in €	0,23	0,41	0,50

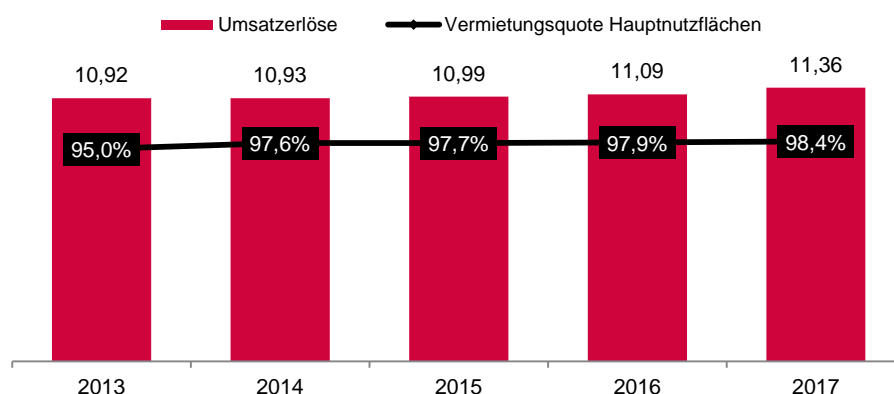
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2017

Die AGROB Immobilien AG (AGROB) steigerte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 die Umsatzerlöse um 2,4% auf 11,36 Mio. € (VJ: 11,09 Mio. €). So konnte das sehr hohe Umsatzniveau weiter gehalten werden und durch höhere Nettomieten noch gesteigert werden. Auch die Vermietungsquote konnte auf einem konstant hohen Niveau gehalten werden und erhöhte sich auf 98,4% (VJ: 97,9%), wobei hier nun die vermietbaren Flächen von den PKW-Stellplätzen gesondert ausgewiesen werden, um noch genaue Kennzahlen pro m² auszuweisen. Bezogen auf die PKW-Stellplätze wurde 80,2% vermietet, sprich 1.280 von 1.596.

Hier zeigt sich, wie das Unternehmen das bereits sehr hohe Umsatzniveau und die nahezu Vollvermietung noch sukzessive weiter ausbaut. Bei der Vermietungssituation gab es vornehmlich Veränderungen bei dem Bestandsmieter Plazamedia, welcher zum 31.12.17 ca. 2.600 m² zurückgegeben hat. Zum 30.09.18 werden weitere Flächen im Umfang von 3.500 m² zurückgegeben. Nichtsdestotrotz bleibt Plazamedia der AGROB mit 16.600 m² als Mieter erhalten und hat zuletzt den Vertrag bis zum 31.12.21 verlängert. Weiterhin befindet sich das Unternehmen bereits in konkreten Gesprächen mit möglichen Nachmietern.

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

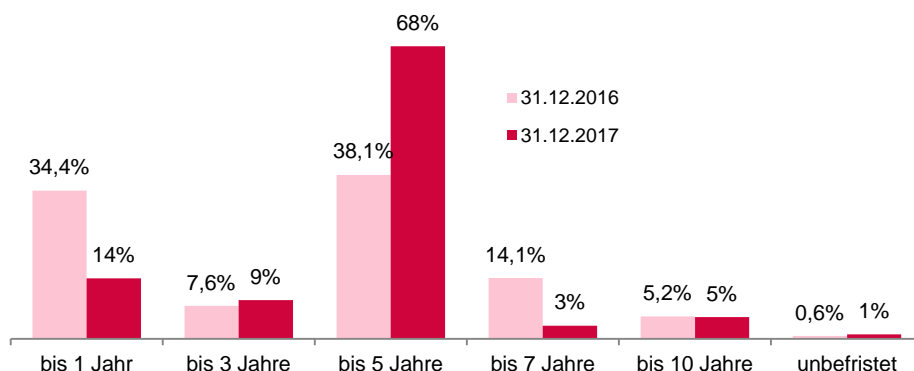


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; * Ab dem Geschäftsbericht 2017 werden die Pkw-Stellplätze nicht mehr über m²-Flächen ausgewiesen, sondern über die Stückzahl. Entsprechend haben wir die Vermietungsquote ab 2017 exklusive der PKW-Stellplätze ermittelt

Neben der sehr hohen Vermietungsquote weist das Unternehmen auch eine hohe durchschnittliche Laufzeit der Verträge auf. Dies ermöglicht eine solide Planungssicherheit und zeigt auch die gute Kundenbeziehung zu den Mietern. Insbesondere bezogen auf die ‚bis 1 Jahr‘ und die ‚bis 5 Jahre‘ laufenden Verträge gab es deutliche Veränderungen zum Vorjahr. So konnte die Quote der mit innerhalb eines Jahres auslaufender Verträge reduziert werden von 34,4% (2016) auf 14% (2017) und der Anteil der Verträge mit einer bis 5 jährigen Laufzeit erhöhte sich von 38,1% (2016) auf 68% (2017). Hintergrund dieser Entwicklung sind zum einen die neuen Verträge mit Plazamedia, zum ande-

ren, dass die bis zu 7 Jährigen Verträge zeitlich vorangeschritten sind und nun etwa 11,1% in den Teilbereich ‚bis 5 Jahre‘ fallen.

Laufzeitstruktur der Mietverträge (in %)



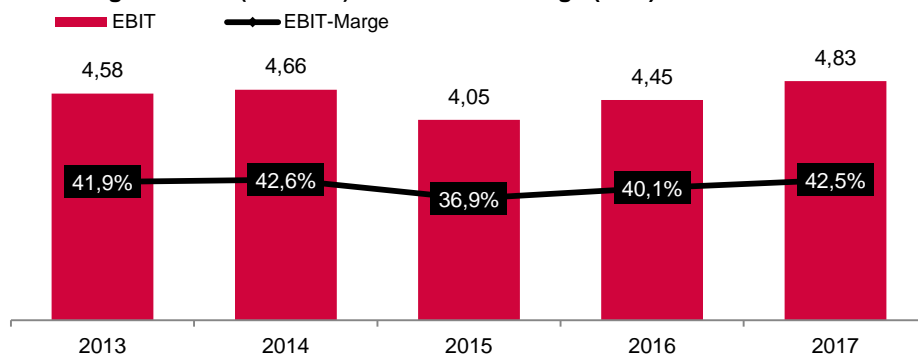
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG; *Ab dem Geschäftsbericht 2017 wurde die Laufzeitstruktur in ganzen Zahlen angegeben, während im Geschäftsbericht 2016 noch eine Dezimalstelle ausgewiesen wurde.

Das Unternehmen kann abermals sehr hohe Umsatzniveaus und Vermietungsquoten vorweisen. Im gleichen Zeitraum verbesserte sich zudem die Laufzeitstruktur des Unternehmens.

Ergebnisentwicklung 2017

Mit dem steigenden Umsatz wurde analog hierzu eine überproportionale Ergebnisentwicklung realisiert und das EBIT steigerte sich um 8,4% auf 4,83 Mio. € (VJ: 4,45 Mio. €). Durch die überproportionale Ergebnissteigerung kam es zu einer Erhöhung der EBIT-Marge von 40,1% (2016) auf 42,5% (2017). Neben den erhöhten Nettomieten konnten auch nicht genutzte Rückstellungen für Instandhaltungsmaßnahmen aufgelöst werden und so zum Ergebnis beitragen. Konkret reduzierten sich somit die sonstigen Rückstellungen von 1,51 Mio. € (2016) auf 0,86 Mio. € (2017).

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

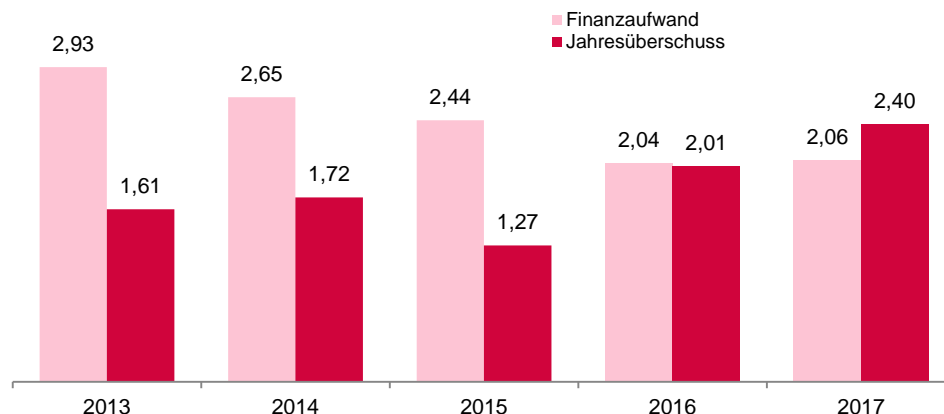


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bezogen auf die Pensionsrückstellungen gab es zwei gegenläufige Effekte. So wurden Teilaufösungen der Pensionsrückstellungen durchgeführt, bedingt durch die Verkleinerung des Leistungsempfängerkreises, was zu einem höheren Ergebnis führte. Konträr hierzu wurde eine Neubewertung der Pensionsverpflichtungen auf Basis der durchschnittlichen Restlaufzeiten ermittelt, was zu einer Höherdotierung der Pensionsverpflichtung von rund 0,20 Mio. € führte.

Die größte Kostenposition ist weiterhin der Finanzaufwand, welcher mit 2,06 Mio. € auf Vorjahresniveau ausgefallen ist (VJ: 2,04 Mio. €). Dies verdeutlicht jedoch nicht die signifikant positive Verbesserung der Zinslast. Denn die Zinsen ohne Pensionen reduzierten sich um 13,3% auf 1,66 Mio. € (VJ: 1,91 Mio. €). Dies zeigt deutlich, wie das Unternehmen von dem anhaltenden Niedrigzinsniveau profitiert. Gleichzeitig fokussiert sich die AGROB auf die Rückführung der Finanzverbindlichkeiten und konnte die erwartete Entschuldungsdauer von 10,3 Jahren (2016) auf 9,0 Jahren (2017) reduzieren. Parallel hierzu ging die Zinsaufwandsquote von 17,9% (2016) auf 17,7% (2017) zurück.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das Zinsumfeld bietet dem Unternehmen weitere Optimierungsmöglichkeiten und entsprechend wurde ein Zinsswap über 3,40 Mio. €, welcher bis zum 31.03.2018 lief, zu deutlich verbesserten Konditionen erneuert. So wurde der Zinsswap von ursprünglich 4,5% auf nun 2,6% reduziert. Folglich sollten auch zukünftig noch weitere Zinsverbesserungen möglich sein.

Insgesamt wurde ein Jahresergebnis in Höhe von 2,40 Mio. € erzielt und lag damit über der Guidance von 2,10 bis 2,20 Mio. €, sowie über den GBC-Prognose von 2,30 Mio. € (Research Report vom 19.12.17). Auch zukünftig sollten durch die hohe Kostendisziplin und das Niedrigzinsumfeld stetige Ergebnisverbesserungen möglich sein. Unseres Erachtens besteht durch die nahezu vollständige Vermietungsquote auch eine hohe Planungssicherheit, welche sich historisch in unseren Prognosen widerspielt. So bestehen kaum Abweichungen, lediglich der Jahresüberschuss lag 4,3% über unseren Schätzungen.

GBC Prognosen im Vergleich zum erzielten Unternehmensergebnis

in Mio. €	GJ 2017	GBC Prognose	Δ Prognose
Umsatzerlöse	11,36	11,29	+0,6%
EBITDA	8,40	8,26	+1,7%
Jahresüberschuss	2,40	2,30	+4,3%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

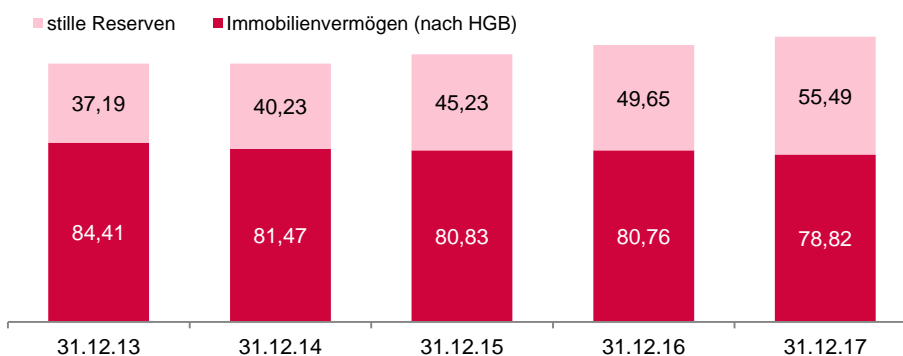
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

in Mio. €	31.12.15	31.12.16	31.12.17
Eigenkapital	23,99	25,22	26,72
EK-Quote (in %)	28,5%	29,7%	32,2%
Verkehrswert Eigenkapital	69,21	74,86	82,21
Verkehrswert EK-Quote (in %)	53,5%	55,6%	59,4%
Bankverbindlichkeiten	54,36	54,02	50,98
Bilanzansatz Immobilienvermögen	80,83	80,76	78,82
Verkehrswert Immobilienvermögen	126,06	130,41	134,31
Loan-to-Value (LTV)	67,3%	66,9%	64,7%
Verkehrswert LTV	43,1%	41,4%	38,0%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die AGROB Immobilien AG bilanziert nach den Grundsätzen des HGB, welches sich am statischen und substanzwertorientierten Vorsichtsprinzip orientiert. Das bedeutet für die AGROB, dass die Immobilien nach Anschaffungs- und Herstellungskosten in der Bilanz ausgewiesen werden, was nicht den aktuellen Marktpreis repräsentiert. Jedoch profitiert das Unternehmen von der guten Lage mit der Nähe zu München und dem Niedrigzinsniveau, welches Immobilienbewertungen ansteigen lässt.

Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)



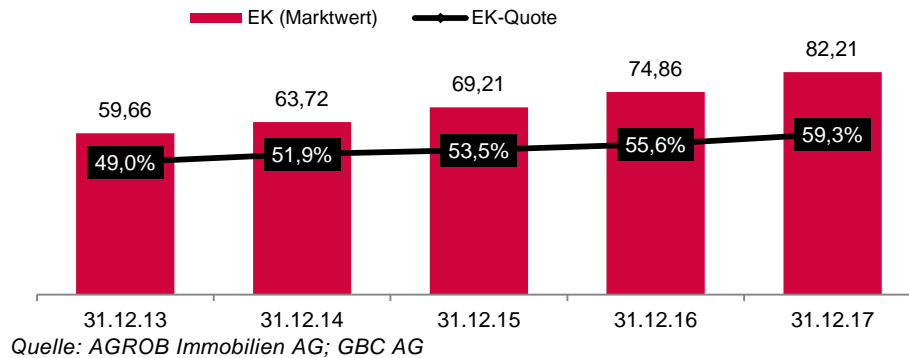
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Daher besteht eine deutliche Diskrepanz zwischen dem Marktwert der Immobilien und dem aufgeführten Wert in der HGB-Bilanz. Diese Differenz bilden die stillen Reserven des Unternehmens. Die Gesellschaft lässt ein jährliches Verkehrswertgutachten erstellen, um die aktuellen Marktwerte transparent darzulegen. Zum letzten Stichtag, dem 31.10.2017, lag der Verkehrswert (vor pauschalisierten Abschlägen) bei 134,31 Mio. € (VJ: 130,41 Mio. €) im Vergleich zu einem Immobilienvermögen in Höhe von 78,82 Mio. € (VJ: 80,76 Mio. €) nach HGB. Hieraus ergeben sich stille Reserven in Höhe von 55,49 Mio. €. Entsprechend haben sich die stillen Reserven um 11,8% auf 55,49 Mio. € (VJ: 49,65 Mio. €) erhöht.

Bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital wurde eine Steigerung um 6,0% auf 26,72 Mio. € (VJ: 25,22 Mio. €) verbucht. Durch diese Erhöhung kam es zu einer Verbesserung der Eigenkapitalquote von 29,7% (31.12.16) auf 32,2% (31.12.17). Damit wurde das Langfristziel des Unternehmens einer Eigenkapitalquote in Höhe von 30% erreicht. Der Grund für diese positive Entwicklung ist zum einen die Steigerung des Bilanzgewinns und zum anderen die Tilgung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 3,11 Mio. €, wodurch sich die Bilanzsumme verringert hatte. Mit der Eigenkapitalquote von 32,2% liegt das Unternehmen leicht über dem Branchenschnitt, jedoch sind hier nicht die Immobilienwerte nach dem Verkehrswert berücksichtigt.

Das Eigenkapital auf Basis des Immobilienvermögens nach Verkehrswerten beläuft sich auf rund 82,21 Mio. € und konnte zum Vorjahr somit um 9,8% gesteigert werden (VJ: 74,86 Mio. €). Die Eigenkapitalquote unter Berücksichtigung der Verkehrswerte erhöhte sich von 55,6% (31.12.16) auf 59,3% (31.12.17) und liegt somit deutlich über dem Branchenschnitt. Unseres Erachtens ist das Unternehmen damit äußerst defensiv finanziert.

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



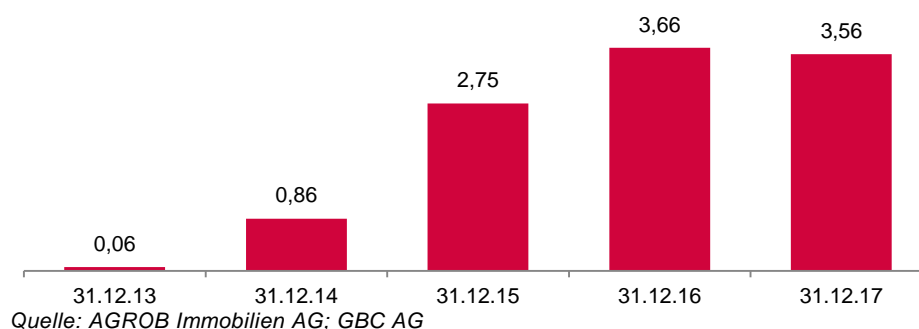
Durch das Vermietungsgeschäft weist das Unternehmen typischerweise hohe operative Liquiditätszuflüsse aus und konnte den operativen Cashflow mit 7,19 Mio. € auf Vorjahresniveau halten (7,27 Mio. €). Die Investitionen reduzierten sich im Vergleich zum Vorjahr deutlich und so lag der Investitionscashflow bei -1,71 Mio. € gegenüber -3,38 Mio. € im Vorjahr. Somit erhöhte sich der Free Cashflow (Cashflow (operativ) + Cashflow (Investitionen)) um 40,9% auf 5,48 Mio. € (VJ: 3,89 Mio. €). Der Finanzierungscashflow belief sich auf -5,60 Mio. € nach 2,98 Mio. € im Vorjahr. Der Grund hierfür lag in der Aufnahme eines Finanzkredits im Vorjahr in Höhe von 3,00 Mio. €, welcher sich liquiditätserhöhend auswirkte. Weiterhin wurden die Kredittilgung weiter vorangetrieben und belief sich zum 31.12.17 auf 3,11 Mio. € (VJ: 3,34 Mio. €). Durch diese Maßnahmen verringerte sich auch der Liquiditätsabfluss durch Zinszahlungen auf 1,59 Mio. € (VJ: 1,85 Mio. €).

in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Cashflow (operativ)	7,09	7,27	7,19
Cashflow (Investitionen)	-2,71	-3,38	-1,71
Cashflow (Finanzierung)	-2,49	-2,98	-5,60
Summe	1,89	0,91	-0,12

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der hohe operative Cashflow zeigt abermals die hohe Innenfinanzierungskraft auf und durch die sukzessive Rückführung von Bankverbindlichkeiten und dem Niedrigzinsniveau konnte das Unternehmen die Zinsaufwand weiterhin deutlich senken. In Summe verblieben die liquiden Mittel mit 3,56 Mio. € auf Vorjahresniveau (VJ: 3,66 Mio. €).

Liquide Mittel (in Mio. €)



Geschäftsentwicklung Q1 2018

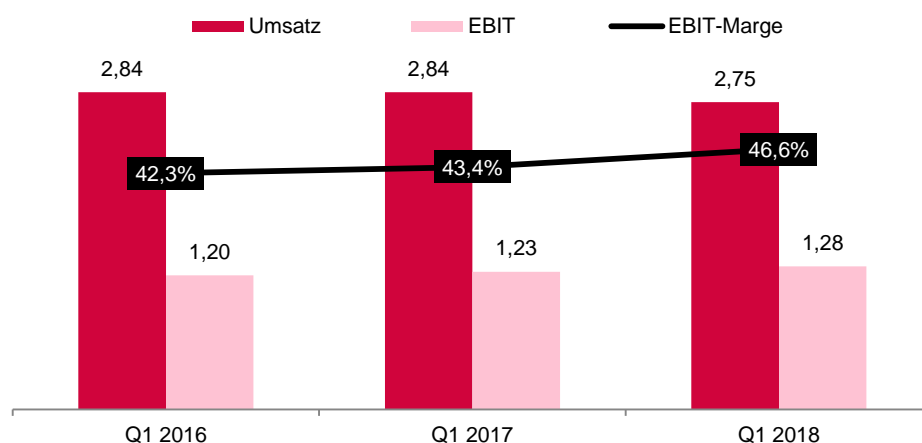
GuV (in Mio. €)	Q1 2016	Q1 2017	Q1 2018
Umsatzerlöse	2,76	2,84	2,75
Gesamtleistung	2,86	2,86	2,81
EBITDA	2,04	2,12	2,18
EBITDA-Marge	71,9%	74,6%	79,0%
EBIT	1,20	1,23	1,28
EBIT-Marge	42,3%	43,4%	46,6%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG,

Im ersten Quartal 2018 reduzierten sich die Umsatzerlöse leicht um 3,2% auf 2,75 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €). Der Grund hierfür waren die Veränderungen der Vermietungssituation mit Plazamedia, jedoch soll es bereits sehr konkrete Gespräche mit Interessenten für die freigewordenen Teilflächen geben. Weiterhin wurden die im Gebäude 5 umgebauten und modernisierten Mietflächen im Umfang von rund 330 m², mit Mietvertragsbeginn zum 01.01.2018, bezogen.

Durch notwendige Instandhaltungsmaßnahmen erhöhte sich der operative Aufwand (exklusive Pensionsverpflichtungen) um 3,7% auf 2,23 Mio. € (VJ: 2,15 Mio. €).

Umsatz- und Ergebnisentwicklung im 1. Quartal (in Mio. €), sowie Entwicklung der EBITDA-Marge und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Trotz des leichten Umsatzrückgangs wurden die Ergebnisse leicht gesteigert und entsprechend erhöhte sich das EBITDA um 2,7% auf 2,18 Mio. € (VJ: 2,12 Mio. €). Parallel hierzu stieg das EBIT um 4,0% auf 1,28 Mio. € an (VJ: 1,23 Mio. €). Durch die überproportionalen Ergebnisverbesserungen kam es zu weiteren Margenverbesserungen. Die EBITDA-Marge steigerte sich von 74,6% (Q1 2017) auf 79,0% (Q1 2018) und die EBIT-Marge erhöhte sich noch deutlicher von 43,4% (Q1 2017) auf 46,6% (Q1 2018).

Durch die erfolgreiche Vermietung einer Mietfläche im Gebäude 8 von rund 2.000 m² zu einem höheren Mietzins, sollten ab dem nächsten Quartal wieder höhere Umsatzniveaus realisierbar sein.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Äußerst niedrige Leerstandsquote, die weit unter dem durchschnittlichen Branchenwert liegt und Stabilität in Bezug auf die Mieteinnahmen gewährleistet. • Vorausschauende Finanzplanung und vorzeitige Zinssicherung resultiert in weiter sinkenden Zinsaufwendungen. • Dividendenkontinuität bietet den Aktionären Sicherheit. • Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit. • Eine sukzessive verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von bestimmten Ankermietern führt zu geringem Verhandlungsspielraum bei der Prolongation von Mietverträgen. • Spezialisierung auf den Mieterkreis von Medienunternehmen und nahestehenden Unternehmen schafft Abhängigkeiten von der Medienbranche. • Schaffung neuer Flächen und damit zusätzliches Angebot innerhalb Münchens könnte zu einer weiteren Verschärfung innerhalb der Mietpreisverhandlungen führen.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglicht erneute Ergebnisverbesserung. • Erweiterung der Bestandsflächen dürfte zu weiteren Umsatz- sowie Ergebnissteigerungen führen. • Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden. • Investitionskooperationen mit den Mietern könnten langfristig zu höheren Mieten bzw. Umsätzen führen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eintrübung des Marktumfeldes könnte zu weiteren Zugeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen. • Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilienparks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen. • Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	11,36	10,80	11,40
EBITDA	8,40	7,67	8,17
EBITDA-Marge	73,9%	71,0%	71,7%
EBIT	4,83	4,07	4,52
EBIT-Marge	42,5%	37,7%	39,6%
Jahresüberschuss	2,40	1,98	2,50
EPS in €	0,50	0,39	0,53

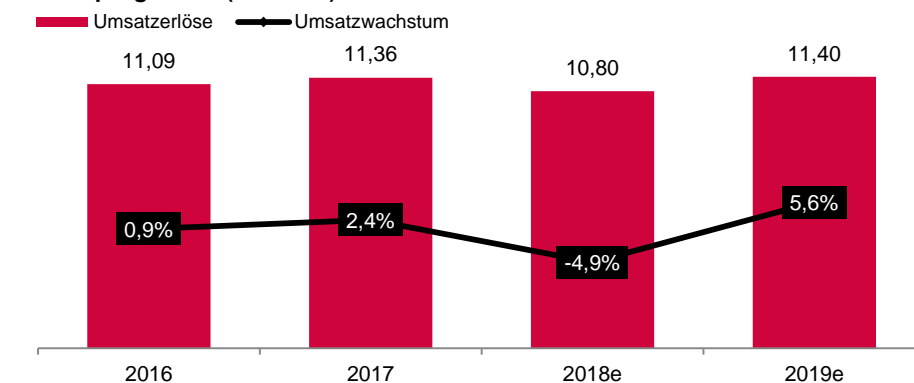
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Das Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG profitiert von dem hohen Anteil an wiederkehrenden Mieterlösen, welche zudem durch die nahezu Vollvermietung äußerst zuverlässig erfolgen. Wir gehen davon aus, dass sich die Umsatzentwicklung auch zukünftig ähnlich positiv und stabil entwickeln wird.

Gleichzeitig sollte die Lage der Medienparks mit der Nähe zu München weiter an Attraktivität gewinnen. Hierzu trägt das Unternehmen proaktiv bei, indem es an einer stetigen Verbesserung der Infrastruktur und Anbindung arbeitet. Bedingt durch die Teilrückgaben von Vermietungsflächen im Umfang von rund 2.600 m² der Plazamedia AG sollte es zu einem leicht reduzierten Umsatzniveau im Geschäftsjahr 2018 kommen. Dennoch gehen wir davon aus, dass im Geschäftsjahr 2019 diese Teilflächen wieder vermietet sind und entsprechend das Umsatzniveau von 2017 wieder übertroffen wird. Konkret erwarten wir im Geschäftsjahr 2018 Umsatzerlöse in Höhe von 10,80 Mio. €, gefolgt von 11,40 Mio. € im Geschäftsjahr 2019.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus scheint das Unternehmen nun vermehrt auf sukzessives Umsatzwachstum zu setzen. Erzielt werden soll dies über höhere Mietniveaus, was jedoch auch mit Revitalisierungskosten verbunden sein sollte.

Da es sich bei den Mietern der AGROB in der Regel um langfristig orientierte Unternehmen handelt, wäre es vorstellbar, dass gemeinsame Investitionspläne entwickelt werden. So könnten Investitionen an mögliche Mieterhöhungen geknüpft werden. Dafür spricht auch, dass bereits im ersten Quartal vermeldet wurde, dass das Unternehmen in einem intensiven Dialog mit den Hauptmietern steht, um mögliche geschäftliche Entwicklungen, Wachstumspotenziale und zukünftige Anforderungsprofile zu diskutieren.

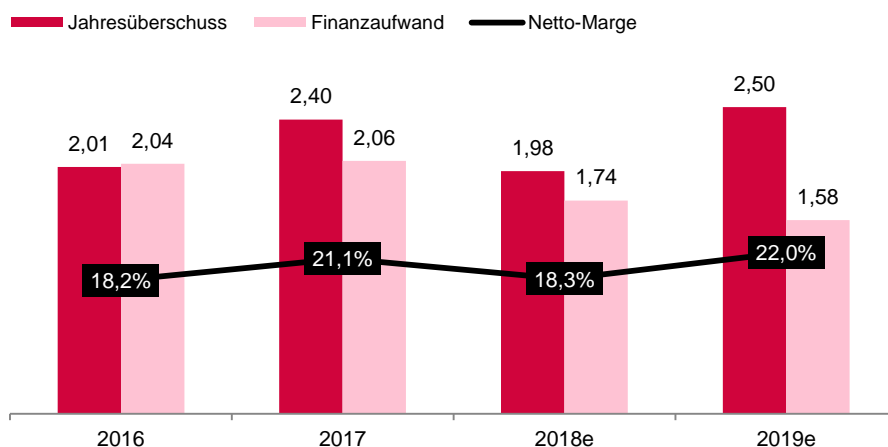
Daher gehen wir davon aus, dass zukünftig auch ein Umsatzwachstum mit der bestehenden Mieterschaft möglich ist und erhöhen unsere mittelfristige Wachstumsprognose von bisher 0,50% auf 0,75%.

Ergebnisprognosen

Gemäß Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG wirken sich Umsatzveränderungen nahezu vollständig auf das Ergebnis aus. Ein Grund hierfür ist auch die hohe Kostendisziplin des Unternehmens. Die größte Kostenposition im Unternehmen stellen weiterhin die Finanzaufwendungen dar, welche sich zum größten Teil aus Zinszahlungen zusammensetzen.

Wir gehen davon aus, dass die Finanzaufwendungen in den kommenden Jahren weiter zurückgehen werden. Zum einen sollte das Unternehmen das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld nutzen können, um sukzessive attraktivere Verzinsungsniveaus verhandeln zu können und zum anderen reduziert das Unternehmen durch die stetige Kredittilgung die durchschnittliche Zinsbelastung. Konkret erwarten wir daher eine Reduktion des Finanzaufwands auf 1,74 Mio. € in 2018 und einen weiteren Rückgang auf 1,58 Mio. € in 2019. So lag der gewichtete Durchschnittszinssatz zum 31.12.17 bei 2,78% und soll auf 2,61% zum 31.12.18 reduziert werden. Auch zukünftig sollten durch die Tilgungsmaßnahmen und durch das Zinsniveau weitere Verbesserungen in diesem Bereich möglich sein. Gegenläufig hierzu würden Bauvorhaben und entsprechende Kreditaufnahmen die Zinslast wieder ansteigen lassen. Unseres Erachtens sollte jedoch ein neuer Kredit aktuell zu sehr guten Konditionen möglich sein, wodurch der durchschnittliche Zinssatz weiter fallen würde. Vorstellbar wäre dies im Rahmen der Süderweiterung oder einer weiteren Verdichtung bzw. Modernisierung.

Prognose Finanzaufwand und Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insbesondere mit den Plänen der Anpassung der Mietkonzepte und den damit verbundenen Investitionen könnten weitere Kosten anfallen, die jedoch durch höhere Mieterträge überkompensiert werden sollten.

Durch die rückläufigen Finanzaufwendungen erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,98 Mio. € in 2018 und eine Steigerung auf 2,50 Mio. € im Jahr 2019. Mit unseren Schätzungen liegen wir im Rahmender AGROB-Guidance von 1,80 bis 2,00 Mio. € Nettoergebnis. Diese Entwicklung würde sich ebenfalls positiv auf die Dividende auswirken und wir erwarten eine Dividende je Aktie in Höhe von 0,23 € im Jahr 2018 (Vorzüge: 0,28 €) und 0,24 im Jahr 2019 (Vorzüge: 0,29 €).

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 50,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 3,9 % (bisher: 3,9 %).

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 € (bisher: 20,84 €).

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 100,32 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	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	10,80	11,40	11,51	11,59	11,68	11,77	11,86	11,95	
US Veränderung	-4,9%	5,6%	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	7,67	8,17	8,21	8,28	8,34	8,40	8,46	8,53	
EBITDA-Marge	71,0%	71,7%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,07	4,52	5,06	5,19	5,32	5,43	5,53	5,63	
EBITA-Marge	37,7%	39,6%	44,0%	44,8%	45,6%	46,1%	46,6%	47,2%	47,2%
Steuern auf EBITA	-0,61	-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)	3,46	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	10,6%	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	7,67	8,17	8,21	8,28	8,34	8,40	8,46	8,53	
Steuern auf EBITA	-0,61	-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	3,01	5,21	5,83	5,89	5,41	5,46	5,52	5,56	131,73

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	132,99	133,18
Barwert expliziter FCFs	33,27	29,41
Barwert des Continuing Value	99,72	103,77
Nettoschulden (Net debt)	35,51	32,85
Wert des Eigenkapitals	97,48	100,32
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	97,48	100,32
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,02	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%	30,47	26,58	23,46	20,90	18,77
6,6%	31,95	27,87	24,60	21,93	19,70
6,8%	33,42	29,16	25,75	22,95	20,62
7,1%	34,90	30,46	26,90	23,98	21,55
7,3%	36,38	31,75	28,04	25,01	22,48

NAV-Vergleich zur weiteren Information

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 134,31 Mio. € auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 31.12.2017 ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 55,49 Mio. €. Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 26,72 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 72,21 Mio. € oder 21,10 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 14.06.2018	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	13,03 €	12,70 €	-2,5%
Deutsche Euroshop AG	32,18 €	43,19 €	34,2%
Deutsche Wohnen AG	41,51 €	35,86 €	-13,6%
Hamborner REIT-AG	9,27 €	10,27 €	10,8%
LEG Immobilien	95,74 €	83,81 €	-12,5%
TAG Immobilien AG	18,49 €	13,80 €	-25,4%
VIB Vermögen AG	22,30 €	18,58 €	-16,7%
Mittelwert			-3,7%
AGROB Immobilien AG (VZ)	20,60 €	21,10 €	2,4%
AGROB Immobilien AG (ST)	21,20 €	21,10 €	-0,5%

Zum 14.06.2018 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 durchschnittliche Überbewertung von derzeit 3,7%.

Durch die sehr positive Kursentwicklung hat die AGROB gegenwärtig einen Aktienkurs auf NAV Basis erreicht. Jedoch haben sich im Peer-Group Vergleich Immobilienwerte noch positiver entwickelt und werden gegenwärtig mit 3,7% über dem NAV bewertet.

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,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 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:

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

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