



## Researchstudie (Anno)



**Stand 26.06.2008**

**KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

---

## AGROB AG (5)\*

## KAUFEN

Kursziel: 15,91 Euro

Kurs ST: 12,25 Euro  
19. Juni 2008 ; 12:00  
XETRA**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
20. September 2007  
KAUFEN /16,22 EUR**Marktsegment:**  
Amtlicher MarktWKN: 501900  
(Stammaktien)  
Börsenkürzel:  
AGRWKN: 501903  
(Vorzugsaktien)  
Börsenkürzel:  
AGR3**Rechnungslegung:**  
HGB**Analysten:****Markus Lindermayr**  
lindermayr@gbc-ag.de**Cosmin Filker**  
filker@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**AGROB AG  
Münchenerstrasse 101  
D-85737 IsmaningTel.: +49 89 996873-0  
Fax: +49 89 996873-21verwaltung@agrob-ag.de  
www.agrob-ag.de**Unternehmensprofil:****Branche:** Immobilien  
**Fokus:** Medienbranchen  
**Mitarbeiter:** 9 (31.12.2007)**Unternehmenssitz:** Ismaning**Gründung:** 1867**Vorstand:**

Dipl.-Oec. Stephan Fuchs

ISIN Stämme: DE0005019004

ISIN Vorzüge: DE0005019038

Anzahl Stämme: 2,314 Mio. Stück

Anzahl Vorzüge: 1,582 Mio. Stück

Streubesitz Stämme: 24,9 %

Streubesitz Vorzüge: 79,8 %

Marktkap.: 46,124 Mio. EUR

52 W Hoch: 18,50 EUR

52 W Tief: 10,80 EUR

\* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage).



In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	10,41	11,07	11,40	11,74
EBITDA	7,73	8,11	8,51	8,97
EBIT	4,73	4,85	5,11	5,37
Periodenergebnis	1,25	1,27	1,60	1,81
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,32	0,32	0,41	0,46
Dividende je ST Aktie	0,14	0,14	0,18	0,18
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,19	0,23	0,23
in %				
EBITDA-Marge	74,3	73,3	74,7	76,4
EBIT-Marge	45,5	43,8	44,8	45,7
Kennzahlen				
EV/Sales	12,03	11,19	10,87	10,55
EV/EBITDA	16,19	15,28	14,56	13,81
KGV	37,48	37,09	29,28	25,97
KBV (16.06.2008)			2,68	

**Highlights:**

- Büroimmobilienmarkt durch positive Erwartungen geprägt
- Ausweitung der vermieteten Flächen weiterhin erfolgreich
- Umsatzwachstum durch umfangreiche Erweiterungsinvestitionen sichergestellt
- Gewerbesteuerbefreiung als reines Immobilienverwaltungsunternehmen

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Profil und Geschäftstätigkeit.....	4
Aktionärsstruktur.....	4
Konsolidierungskreis der AGROB AG.....	5
Die nächsten Unternehmenstermine.....	5

## Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	6
----------------------------	---

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick .....	7
Umsatz- und Ergebnisentwicklung.....	8
Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007.....	8
Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007.....	10
Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007.....	12
Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008.....	13

## Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung .....	14
Bestimmung der Kapitalkosten .....	14
Discounted Cashflow-Modell.....	15
Peer-Group-Vergleich auf Basis der NAV- Bewertung.....	16
Fazit .....	17

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	18
---	----

## Unternehmen

### Profil und Geschäftstätigkeit

Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB AG ist nach dem Ausgliedern sämtlicher operativer Beteiligungsgesellschaften im Jahre 1992 in den folgenden Geschäftsfeldern tätig:

- Bestandsbewirtschaftung und Immobilienverwaltung
- Immobiliendienstleistungen
- Projektentwicklung

Mit dem Betrieb eines Medien- und Gewerbeparkes im Münchener Vorort Ismaning liegt die strategische Ausrichtung auf die Bewirtschaftung und Entwicklung von Gewerbeimmobilien, mit dem Schwerpunkt der Medienunternehmen. Der Standort München als einer der führenden Medienstandorten Deutschlands, gilt hinsichtlich seiner Lage und Infrastruktur als besonders interessant.

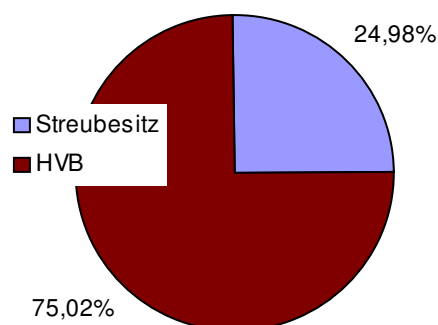
Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft, über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige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

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen, wie zum Beispiel Antenne Bayern, DSF Deutsches SportFernsehen, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, EM.Sport MEDIA AG und aus dem Printbereich die GONG Verlagsgruppe.

### Aktionärsstruktur

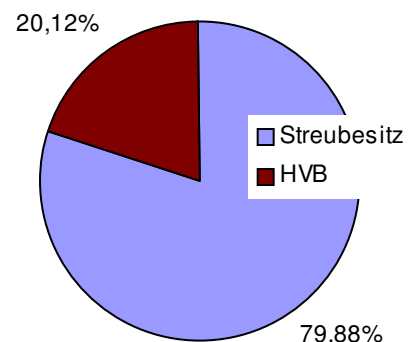
Anteilseigner Stämme	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,02 %
Streubesitz	24,98 %

**Stammaktienbesitz**



Anteilseigner Vorzüge	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,12 %
Streubesitz	79,88 %

**Vorzugsaktienbesitz**



### **Konsolidierungskreis der AGROB AG**

Mit den abgeschlossenen Umstrukturierungsmaßnahmen im Jahr 2005 wurde eine nachhaltige Kostenreduktion durch den Verkauf sämtlicher Beteiligungsgesellschaften der AGROB AG erreicht. Die ehemaligen Beteiligungsgesellschaften Cato Grundstücks-Verwaltungsgesellschaft mbh (Cato GmbH) sowie die AGROB Süd GmbH & Co. KG (AGROB Süd) wurden im Rahmen der Gesamtrechtsnachfolge seit November 2005 komplett auf die AGROB AG verschmolzen. Mit dieser Maßnahme wird die Konzentration aller operativen Aktivitäten auf die AGROB AG umgesetzt. Als nun reines Immobilien-Verwaltungsunternehmen, wird zudem von einer Gewerbesteuerbefreiung ausgegangen.

### **Die nächsten Unternehmenstermine**

Ereignis	Datum
Hauptversammlung	25. Juni 2008

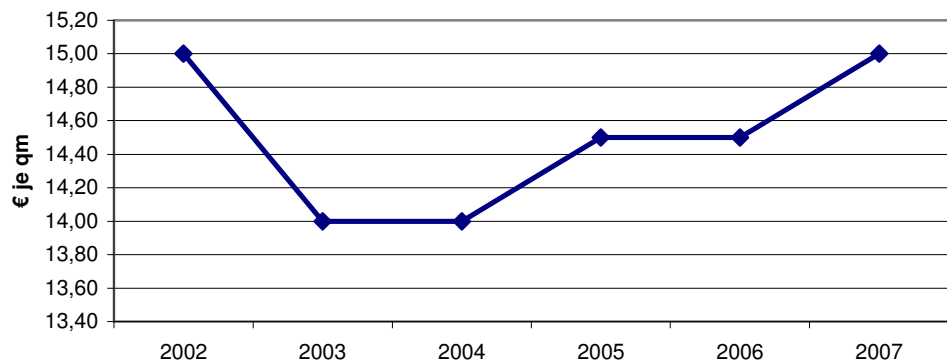
## Marktumfeld

### Markt und Marktumfeld

Durch die starke Spezialisierung des Nutzungsschwerpunktes in der Medienbranche ist ein Vergleich des AGROB Medien- und Gewerbeparkes in Ismaning mit dem übrigen deutschen Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt nur begrenzt möglich. Die besonderen Vermögenswerte wie Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios und das gesamte Gelände umspannende Glasfasernetz verdeutlichen die Trennungsmerkmale zum allgemeinen Immobilienmarkt. Dennoch besteht für eine Nachfrage und damit auch die Höhe der Mieterträge ein Zusammenhang zwischen den einzelnen Segmenten des Immobilienmarktes.

Im Jahr 2007 spürte man die Nachwirkungen der Trendwende des Jahres 2006, die deutlich gestiegene Flächenumsätze mit sich brachte. Dabei wurden spekulative Projektentwicklungen auch vom regen Interesse ausländischer Investoren getragen, die den deutschen Immobilienmarkt als Investitionsstandort für sich ausgemacht hatten. Besonders der Raum München verzeichnete im vergangenen Jahr einen neuen Umsatzrekord mit um 11,1 % gestiegenen Vermietungssätzen.

**Entwicklung der Durchschnittsmieten in München**



Quelle: IVG Immobilien AG

Trotz gleich bleibender Leerstandsquoten, die aufgrund gesteigerter Neubauvolumina sich nicht nennenswert verstärkt haben, verzeichnete das Stadtgebiet München einen regen Nachfrageanstieg. Auch die Gemeinde Ismaning profitierte von der Belebung der Nachfrage und bewegt sich mit einem Flächenangebot von 370.000 m<sup>2</sup> auf einem nach wie vor hohen Niveau.

Generell gilt es zudem festzustellen, dass besonders der Immobilienmarkt von den schlechteren Finanzierungsbedingungen im Zuge der Finanzmarktkrise getroffen wurde. Eine Abnahme an spekulativen Projektentwicklungen sowie eine stärkere Selektion bei Neubauprojekten wird das Resultat teureren Kapitals sein. Die dadurch geringeren Bestandszuwächse lassen für die weitere Entwicklung des Immobilienmarktes ein Absinken der Leerstandsquoten, gepaart mit einem steigenden Mietzinsniveau, erwarten. München, als drittgrößter Büromarkt und eine der innovativsten Regionen Europas, sollte den seit 2005 spürbaren Aufwind auf dem Markt für Büroimmobilien auch im Jahr 2008 fortführen. Die Verknappung der bevorzugten Innenstadtlagen kommt dabei besonders dem Umland zugute, zu dem auch Ismaning mit dem AGROB Medien- und Gewerbepark gehört.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>10,41</b>	<b>11,07</b>	<b>11,40</b>	<b>11,74</b>
Sonstige betrieblichen Erträge	0,50	0,49	0,50	0,52
Personalaufwand	-0,71	-1,10	-1,00	-0,90
Abschreibungen auf Sachanlagen	-2,99	-3,25	-3,40	-3,60
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-2,34	-2,18	-2,20	-2,20
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-3,43	-3,55	-3,45	-3,50
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>1,43</b>	<b>1,47</b>	<b>1,85</b>	<b>2,06</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,06	-0,04	-0,06	-0,06
Sonstige Steuern	-0,12	-0,17	-0,19	-0,19
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1,25</b>	<b>1,27</b>	<b>1,60</b>	<b>1,81</b>
<b>Ergebniszahlen (in Mio. €)</b>				
EBITDA	7,73	8,11	8,51	8,97
in % auf Umsatz	74,3	73,3	74,7	76,4
EBIT	4,74	4,85	5,11	5,37
in % auf Umsatz	45,5	43,8	44,8	45,7
Ergebnis je Aktie in €	0,32	0,32	0,41	0,46
Dividende je ST Aktie in €	0,14	0,14	0,18	0,18
Dividende je VZ Aktie in €	0,19	0,19	0,23	0,23

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS	Bilanzstichtag: 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen	95,34
Working Capital	-0,87
Nettoverschuldung	76,94
Zinsbare Verbindlichkeiten	95,34
Finanzvermögen	0,11
Eigenkapitalquote in %	18,4 %
Gezeichnetes Kapital	10,00
Bilanzsumme	95,45

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007

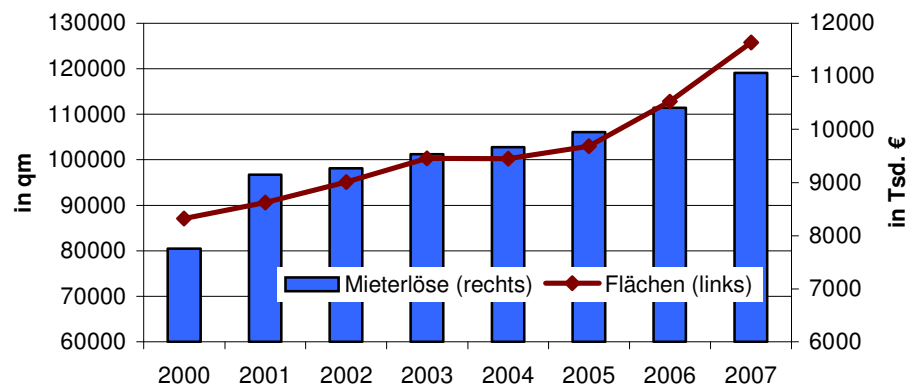
in Tsd. Euro	GJ 2006	Veränderung	GJ 2007
Umsatzerlöse	10,41	+ 6,3 %	11,07
EBITDA	7,73	+ 4,8 %	8,11
EBIT	4,74	+ 2,4 %	4,85
EBT	1,43	+ 2,9 %	1,47
Jahresüberschuss	1,25	+ 1,1 %	1,27
EPS in €	0,32	+ 1,1 %	0,32

Quelle: GBC AG, AGROB AG

## Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Das Geschäftsjahr 2007 verlief für die AGROB AG mit erzielten Umsätzen aus Vermietung und Verpachtung, in Höhe von 11,07 Mio. EUR, durchaus positiv und bewegte sich weiterhin im Trend der vergangenen Jahre. Grundlage zu dieser Umsatzsteigerung ist der umsatzwirksame Einbezug der im Jahr 2006 fertig gestellten Neubauten „Gebäude 11“ und „Gebäude 30“ sowie die Vermietung des Leergebäudes „Gebäude 09“. Somit konnten die Umsätze überdurchschnittlich um 6,3 % (2006: 10,41 Mio. EUR) gesteigert werden. Weiterhin für die positive Entwicklung verantwortlich war die Erhöhung der Kapazitätsauslastung, die sich ganzjährig auf dem hohen Niveau von 98,0 % bewegte, sowie die stabile Entwicklung des Mietzinses.

### Mieterlöse und vermietete Flächen



Quelle: GBC AG; AGROB AG

Die Umsätze der AGROB AG enthalten die gesamten Miet- und Nebenkostenerlöse zusammen mit Erlösen im Rahmen der Kantinenvermietung sowie des Müllkonzeptes. Dabei haben die Mietverträge mit den Hauptmietunternehmen einen 98 %igen Anteil an den Gesamterlösen. In diesem Zusammenhang sind die langen Mietrestlaufzeiten besonders erwähnenswert. Mit Festmietzeiten von über drei Jahren konnten im abgelaufenen Jahr insgesamt 65 % der Mieterlöse erzielt werden. In aller Regel haben dabei die Mieter Verlängerungsoptionen von bis zu 10 Jahren.



## Investitionstätigkeiten im Geschäftsjahr 2007

Der Mittelpunkt der Investitionstätigkeit im abgelaufenen Jahr 2007 war der Beginn des Bauvorhabens „Erweiterung Sendezentrum Antenne Bayern“. Bis zur geplanten Fertigstellung zum Jahresende 2008 entsteht ein Gebäudekomplex mit einer Fläche von annähernd 3.000 m<sup>2</sup> mit 16 Tiefgaragenstellplätzen. Die Gesamtkosten für diesen Komplex sind mit 5,00 Mio. EUR veranschlagt. Bis zum Geschäftsjahresende 2007 wurden vom Gesamtbetrag bereits 0,78 Mio. EUR investiert.

Die Umbau- und Ausbaumaßnahmen betrafen hauptsächlich die Fertigstellung beziehungsweise die Funktionsverbesserung der bereits gestarteten und fertig gestellten Bauvorhaben wie beispielsweise das Gebäude 30 und Gebäude 11 mit den notwendigen Erschließungskosten. In Summe betragen diese Aufwendungen und Ausbaumaßnahmen 0,47 Mio. EUR.

Investitionen in den Außenanlagen, zusammen mit Anschaffungen im Bereich der Betriebs- und Geschäftsausstattung der fertig gestellten Gebäude betragen 0,33 Mio. EUR.

Als Ergebnis dieser Investitionstätigkeiten verfügt der AGROB Medien- und Gewerbepark über Nutzflächen in Höhe von 125.798 m<sup>2</sup>, die sich wie folgt aufteilen:

In m <sup>2</sup>	31.12.2006		31.12.2007	
	verfügbar	Auslastung	verfügbar	Auslastung
Hauptnutzflächen	89.427	94,5 %	89.407	97,6 %
Tiefgaragenflächen (inkl. Parkhaus)	13.360	74,4 %	13.360	78,3 %
Sonstige Flächen	23.031	79,8 %	23.031	81,8 %
<b>Total</b>	<b>125.818</b>	<b>89,7 %</b>	<b>125.798</b>	<b>92,6 %</b>

Quelle: GBC AG; AGROB AG

Die Erhöhung der Kapazitätsauslastung zum 31.12.07 ist in der Überführung von Hauptnutzflächen in einer Größenordnung von über 3.300 m<sup>2</sup> in den Vermietungsstand begründet. Die abgelaufenen Mietverträge des Gebäudes Nr. 04 (Firma Bullith Batteries) sowie des Gebäudes Nr. 22 (Firma Millenium TV), wirkten sich dabei auf die Auslastung unterproportional aus und führten gleichzeitig zu einer Erhöhung der zu vermietenden Fläche um 550 m<sup>2</sup>. Die Pläne zur Innensanierung des Gebäudes 1 wurden aufgrund der regen Nachfrage vorerst zurückgestellt.

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 wurde der AGROB Medien- und Gewerbepark seinem Namen gerecht und stabilisierte den nach wie vor sehr hohen Mieterbestand von Medienunternehmen auf 91,2 %. Die Akquisition der EM.SPORT MEDIA AG mit einer Mietfläche von 2.000 m<sup>2</sup> unterstrich diese Entwicklung. Weitere Wirtschaftszweige, die Hauptflächen gemietet haben, sind der Handel mit einem Mietanteil von 1 %, das Dienstleistungsgewerbe mit einem Anteil von 7,3 % und der Gewerbesektor mit weiteren 0,8 %.

## Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Im Geschäftsjahr 2007 gingen die sonstigen betrieblichen Erträge um 1,6 % leicht zurück. Die Erträge in Höhe von 0,49 Mio. EUR bestehen hauptsächlich aus Erträgen aus Anlagenabgängen sowie Auflösungen von Rückstellungen. Die im Vergleich zum Vorjahr geringere Auflösungsquote führte zu dieser leichten Reduktion der sonstigen betrieblichen Erträge.

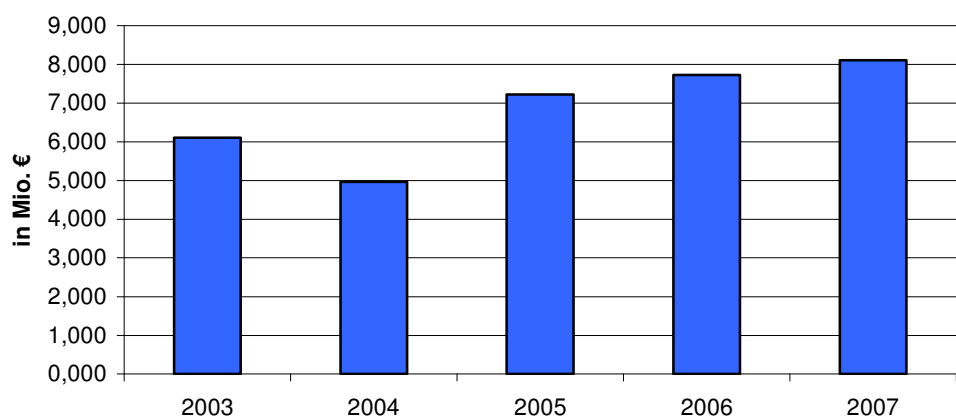
Im Rahmen der Subsidiärhaftung mit der Deutschen Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB) wurden Pensionsverpflichtungen an ehemalige AGROB-Mitarbeiter, gegen eine Einmalzahlung von 1,70 Mio. EUR, auf die AGROB AG zurück übertragen. Diese im Jahr 2006 rückübertragenen Pensionsverpflichtungen beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 auf 0,53 Mio. EUR und verursachten einen Nettomehraufwand, nach Auflösung von Verpflichtungen, von 0,49 Mio. EUR. Der Mehraufwand bewirkte auch gleichzeitig eine Erhöhung der Personalaufwendungen, die gegenüber dem Vorjahr um 55,4 % auf 1,10 Mio. EUR stiegen (GJ 2006: 0,71 Mio. EUR). Die Löhne und Gehälter, die sich auch in den Personalaufwendungen niederschlagen, bewegten sich dabei auf dem Vorjahresniveau.

Sonstige Aufwendungen, die hauptsächlich aus Kosten für Reparaturen, Versicherungen, Rechts- und Beratungskosten sowie Energie- und allgemeine Verwaltungskosten bestehen, konnten im Vergleich zum Vorjahr um 7,1 % auf 2,18 Mio. EUR reduziert werden.

## Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Auch das operative Ergebnis (EBITDA) spiegelte die hervorragende Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres wider. Die AGROB AG erzielte dabei ein EBITDA in Höhe von 8,11 Mio. EUR. Dies bedeutet nach einem Vorjahreswert von 7,73 Mio. EUR einen Anstieg von 4,8 %. Die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge ging aufgrund gestiegener Personalaufwendungen von 74,3 % (2006) auf 73,2 % (2007) leicht zurück. Ohne die Belastungen aus den ganzjährig verbuchten Pensionsverpflichtungen hätte der Anstieg des EBITDA 13,4 % betragen (8,77 Mio. EUR).

### Entwicklung des EBITDA



Quelle: GBC AG; AGROB AG

Die im Jahr 2006 fertig gestellten Gebäude 30 und Gebäude 11 zusammen mit dem Parkhaus Süd wirkten sich ganzjährig auf die Abschreibungen des Geschäftsjahres 2007 aus. Dementsprechend stiegen die Abschreibungen auf Sachanlagen auf 3,25 Mio. EUR um 8,7 % (GJ 2006: 2,99 Mio. EUR). Die auf den Umsatz bezogene Abschreibungsquote erhöhte sich analog dazu und betrug für das Jahr 2007 29,4 %, nachdem die AGROB AG im Vorjahr eine Quote von 28,8 % aufweisen konnte.

In Folge stieg das operative Ergebnis nach Abschreibungen (EBIT) um 2,4 % und beträgt nun 4,85 Mio. EUR. Erfreulicherweise kam es trotz der Sonderbelastungen zu diesem Anstieg des EBIT, nachdem das Vorjahr eine Reduktion gegenüber des Geschäftsjahres 2005 in Höhe von 4,2 % verzeichnete. Auf den Umsatz bezogen fiel die Marge analog zur EBIT-DA-Marge und erreichte einen Wert von 43,8 % (GJ 2006: 45,5 %).

Aufgrund des kapitalintensiven Tätigkeitsfeldes der AGROB AG, stellen die Zinsaufwendungen die größte Kostenposition dar. Nach dem investitionsstarken Jahr 2006, lag das Investitionsbudget für das Jahr 2007 deutlich unter dem Wert der Vorjahre. Zusammen mit den gestiegenen Darlehenstilgungen sowie mit weiterhin günstigen Kapitalmarktkonditionen stiegen dabei die Zinsaufwendungen im Vergleich zum Vorjahr nur leicht auf 3,55 Mio. EUR. Dies bedeutet einen Anstieg in Höhe von 3,6 %, nachdem die Aufwendungen für Zinsen im Geschäftsjahr 2006 noch 3,43 Mio. EUR betragen. Die Quote auf den Aufwand bezogen ging im Geschäftsjahr 2007 erfreulicherweise auf 32,1 % zurück, nachdem das Geschäftsjahr 2006 eine Quote von 32,9 % aufwies. Insgesamt haben die durch Grundpfandrechte verzinste Verbindlichkeiten einen langfristigen Charakter, mit einem Anteil von 75,1 %, eine Restlaufzeit von fünf Jahren und länger aufweisen.

Das Ergebnis vor Steuern verzeichnete einen Anstieg von 1,43 Mio. EUR (2006) auf 1,47 Mio. EUR (2007), was gleichzeitig gegenüber dem Vorjahr eine Veränderung in Höhe von 2,9 % zur Folge hatte.

Weiterhin ist die AGROB AG durch den Status als Immobilienbestandshalter zukünftig von der Gewerbesteuer befreit. Somit ist lediglich die Körperschaftsteuer auf die Erträge zu entrichten. Ergänzend können steuerliche Verlustvorträge, die zum Geschäftsjahresende 2007 einen Bestand von ca. 8,00 Mio. EUR aufwiesen, steuermindernd geltend gemacht werden. Die Steuerbelastung fiel mit 0,21 Mio. EUR geringfügig höher als im Vorjahr 2006 aus. (GJ 2006: 0,18 Mio. EUR)

Der den Aktionären zuzurechnende Jahresüberschuss aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr beträgt schließlich 1,20 Mio. EUR. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutet dies einen Anstieg in Höhe von 1,1 % mit einem Gewinn pro Aktie von 0,32 EUR (Stammaktien) und 0,28 (Vorzugsaktien).

### **Dividende 2007**

Vor dem Hintergrund des hervorragenden Geschäftsverlaufes im Jahr 2007, wird eine Dividende in Höhe von 0,14 EUR (Stammaktien) sowie von 0,19 EUR (Vorzugsaktien) erwartet. Wir gehen davon aus, dass der Vorstand auch zukünftig an einer Dividendenpolitik in Höhe von 45 bis 55 % des Jahresüberschusses festhalten wird.

### **Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007**

Die bilanzielle Situation der AGROB AG präsentiert sich zum Geschäftsjahresende 2007 nach wie vor solide. Die kumulierten Gewinnrücklagen nach Dividendenzahlungen wirkten sich dabei positiv auf die Entwicklung des Eigenkapitals aus. Mit nunmehr 17,53 Mio. EUR konnte somit das Eigenkapital gegenüber dem Vorjahr von 16,89 Mio. EUR um 3,8 % gesteigert werden und führte gleichzeitig zu einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 17,3 % (2006) auf 18,4 % (2007).

Aufgrund geringerer Investitionstätigkeiten hat sich das Anlagevermögen von 97,00 Mio. EUR um 1,7 % auf 95,34 Mio. EUR verringert. Dieses war dabei zu 90 % durch Eigenkapital und Fremdkapital mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr gedeckt. Der Vergleich zum Vorjahr, der eine langfristige Deckung von 94 % aufwies, zeigt die Überführung langfristiger Darlehensverbindlichkeiten in zinsgünstigere kurzfristige Verbindlichkeiten auf. Aufgrund der Rückführung sonstiger Vermögensgegenstände, sowie erhöhten Tilgungsraten, reduzierte sich das Umlaufvermögen ebenfalls von 0,38 Mio. EUR des Geschäftsjahres 2006 um 73,4 % auf 0,10 Mio. EUR (GJ 2007).

Die wesentlichste Veränderung der Passivseite im Vergleich zum Vorjahr ist der Rückgang der Rückstellungen um 8,0 % auf nunmehr 5,28 Mio. EUR. Den größten Anteil an dieser Reduktion hat die Auflösung sonstiger Rückstellungen, die für den Personalbereich, Umweltrisiken sowie für ausstehende Rechnungen für erbrachte Investitionen gebildet wurden. Diese gingen von 1,83 Mio. EUR um 54,2 % auf 0,84 Mio. EUR zurück. Wie bereits erwähnt, wurden aufgrund Tilgungszahlungen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten gesenkt. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, die Restkaufverbindlichkeiten für den Erwerb aus dem Jahre 2004 des 50 %igen Geschäftsanteils der AGROB AG & Co. Grundbesitz OHG von der HVB Gesellschaft für Gebäude GmbH & Co. KG, München betreffen, wurden ebenfalls um 50,0 % auf 0,50 Mio. EUR reduziert.

In Summe kam es zu einem Rückgang der Bilanzsumme von 97,38 Mio. EUR zum Geschäftsjahresende 2006 auf 95,45 Mio. EUR zum 31.12.2007. Dieser rückläufige Effekt ist wie bereits beschrieben hauptsächlich geringerer Investitionen zuzurechnen.

## **Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008**

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 erwarten wir nach wie vor einen nachhaltigen Umsatzanstieg, der mit einer nahezu vollständigen Auslastung der Vermietkapazitäten einhergehen wird. Diese positiven Erwartungen werden auch von der Entwicklung des nach wie vor stabilen Immobilienmarktes getragen. Rückläufige Leerstandsquoten, Vermietsätze auf einem hohem Niveau sowie die lebhaftere Nachfrage sind in diesem Zusammenhang zu nennen. Doch auch das regionale Umfeld der AGROB AG wird von dieser Entwicklung profitieren. Aufgrund einer zunehmenden Verknappung der Büroimmobilien in der bevorzugten Innenstadtlage Münchens, erwarten wir dass die Randgebiete eine zunehmende Bedeutung gewinnen. Davon betroffen ist auch der Standort Ismaning mit dem AGROB Medien- und Gewerbepark, der trotz getätigter Erweiterungsinvestitionen eine hervorragende Auslastung aufweisen kann.

Wesentlich für die Prognose künftiger Umsätze sind die langfristig abgeschlossenen Mietverträge, die durch entsprechende Prolongationsvereinbarungen größtenteils verlängert wurden. Dabei laufen bis Ende des nächsten Jahres 2009 nur drei Mietverträge in der Befristung aus. Um der wachstumsorientierten Strategie zu entsprechen, werden mit den geplanten Erweiterungsinvestitionen des laufenden und nächsten Geschäftsjahres in Höhe von 12,00-14,00 Mio. EUR, für das Vorhaben Antenne Bayern, zusätzliche Vermietflächen entstehen. Wir rechnen für dieses Jahr mit einem Investitionsvolumen von 5 Mio. EUR sowie für 2009 von 7,00 Mio. EUR bis 9,00 Mio. EUR. Damit sollte der derzeitige Bestand der Immobilien, der mit einem Net Asset Value von 51,93 Mio. EUR bewertet werden, weiter ansteigen und weitere Umsatzpotenziale erschließen.

Unter Berücksichtigung oben genannter Wachstumstreiber, gehen wir von einem jährlichem Umsatzwachstum von 3 % aus. Gleichzeitig rechnen wir mit einer Reduktion der Pensionsverpflichtungen, die das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 erheblich belasteten. Hier gehen wir von einer maximalen zusätzlichen Belastung in Höhe von 0,385 Mio. EUR aus, nachdem dieser Betrag im Geschäftsjahr 2007 einen Nettomehraufwand von 0,488 Mio. EUR verursacht hatte. Mit Ablauf der Pensionsverpflichtungen bestehen somit keine weiteren Rechtsansprüche aus der Subsidiärhaftung mit der Deutschen Steinzeug Cremer & Breuer. Der Saldo aus Rentenzahlungen und Rückstellungsaufösungen wird in den nächsten Jahren sukzessive abnehmen.

Damit sollte es auch auf der Ergebnisseite eine positive Entwicklung geben. So gehen wir von einem stetigen Anstieg der EBITDA-Marge und EBIT-Marge in den Jahren 2008 und 2009 aus. Wir sehen eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 73,8 % im Jahr 2008 sowie auf 74,4 % im Jahr 2009. Entsprechend einer stabilen Abschreibungsquote, schätzen wir auch die EBIT-Marge auf 44,0 % respektive 43,7 % für die kommenden zwei Jahre.

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AGROB 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,4 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 5,0 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,3 %.

WACC von 5,3 %  
ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	8,4 %
Gewicht in %	25 %
Fremdkapitalkosten	5,0 %
Gewicht in %	75 %
Taxshield in %	15 %
<b>WACC</b>	<b>5,3 %</b>



Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Umsatzwachstum	4,0 %
EBITDA-Marge	79,5 %
Steuerquote	15,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	-6,6 %
Umsatz zu OAV	12,6 %
Abschreibungen vom OAV	3,4 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Umsatzwachstum	3,0 %
langfristige Kapitalrendite	6,4 %

## Discounted CashFlow -Modell

Die AGROB AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,3 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 15,91 € (bisher 16,22 €)**.

### DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario AGROB AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	11,400	11,742	12,212	12,700	13,208	13,736	14,286	
Umsatzveränderung	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
EBITDA-Marge	74,6%	76,4%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	
Abschreibungen (auf IK)	-3,400	-3,600	-3,468	-3,295	-3,427	-3,564	-3,707	
Abschreibungen vom OAV	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
EBITA	5,110	5,367	6,240	6,801	7,073	7,356	7,651	
EBITA-Marge	44,8%	45,7%	51,1%	53,6%	53,6%	53,6%	53,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	3,6%	3,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBI (NOPLAT)	4,926	5,195	5,304	5,781	6,012	6,253	6,503	7,251
Working Capital	-0,770	-0,775	-0,806	-0,838	-0,872	-0,907	-0,943	
Working Capital zu Umsatz	-6,8%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	
Operatives Anlagevermögen	97,000	102,000	96,918	100,795	104,827	109,020	113,380	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	0,118	0,115	0,126	0,126	0,126	0,126	0,126	
Investiertes Kapital (IK)	96,230	101,225	96,112	99,957	103,955	108,113	112,438	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,4%</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	8,510	8,967	9,708	10,097	10,500	10,921	11,357	
Steuern auf EBITA	-0,184	-0,172	-0,936	-1,020	-1,061	-1,103	-1,148	
Investitionen in OAV	-5,063	-8,600	1,614	-7,172	-7,459	-7,757	-8,067	
Veränderung des Working Capital	-9,8%	0,5%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>3,16</b>	<b>0,20</b>	<b>10,42</b>	<b>1,94</b>	<b>2,01</b>	<b>2,09</b>	<b>2,18</b>	<b>169,17</b>

### VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	18,298	16,101	16,754	7,223
Barwert des Continuing Value	117,905	124,145	130,715	137,633
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	136,203	140,247	147,469	144,857
Nettoschulden (Net debt)	76,935	78,242	82,735	77,235
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	59,267	62,004	64,734	67,622
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	59,267	62,004	64,734	67,622
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896	3,896	3,896
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>15,21</b>	<b>15,91</b>	<b>16,61</b>	<b>17,35</b>

### FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,625	-0,780	-0,780	-0,780
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-3,847	-3,912	-4,137	-3,862

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

	WACC					
	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	
5,8%	36,96	21,12	12,22	6,53	2,58	
6,0%	40,43	23,55	14,07	8,00	3,80	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>6,2%</b>	<b>43,90</b>	<b>25,98</b>	<b>15,91</b>	<b>9,48</b>	<b>5,01</b>
6,4%	47,37	28,41	17,76	10,95	6,23	
6,6%	50,84	30,84	19,61	12,42	7,44	

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 15,91 €

## Peer-Group Vergleich auf Basis der NAV-Bewertung

### Definition:

Der **Net Asset Value** oder Substanzwert spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er bestimmt sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Die Vermögenswerte bei Immobiliengesellschaften bestehen im wesentlichen aus Grundstücken und Gebäuden.

Für die AGROB AG wurde der Net Asset Value unter Zuhilfenahme des Eigenkapitals zuzüglich der im Anhang II.4 beschriebenen Vermögenslage und Bewertung der Liegenschaften ermittelt. Nach Bereinigung der stillen Reserven in Höhe von 38,40 Mio. EUR um städtebauliche Verpflichtungen, die eine Größenordnung von 4,00 Mio. EUR aufweisen, reduziert sich der Anteil stiller Reserven auf 34,40 Mio. EUR. In den städtebaulichen Verpflichtungen werden Altlastenverdachte sowie auferlegte Restriktionen von Seiten der Gemeinde berücksichtigt. Zuzüglich dem Eigenkapital zum Stichtag von 17,5 Mio. EUR oder 4,50 EUR pro Aktie, ergibt sich ein Marktwert (Net Asset Value) von 51,93 Mio. EUR oder 13,33 EUR je Aktie.

Auf Basis des Kurses vom 16.06.2008 ergibt sich ein Abschlag der Marktbeurteilung zum Net Asset Value (NAV) von -8,1 %. Die hier als Peer Group angesetzten Vergleichswerte weisen eine Bewertung um - 36,3 % unter dem NAV auf. Angesichts des geringen Risikoprofils der AGROB AG, das mit einer hohen Spezialisierung der Bestandsimmobilien auf den Medienbereich einhergeht, erscheint die Aktie der AGROB AG als angemessen bewertet.

Unternehmen	Kurs 19.6.08 (in €)	NAV p.A. (in €)	NAV zum Kurs in %
IVG Immobilien AG	13,70	29,03	- 52,8 %
Deutsche Euroshop	25,93	26,91	- 3,6 %
Alstria Office AG	9,91	15,55	- 36,3 %
VIB Vermögen AG	7,15	14,68	- 51,3 %
KWG Kommunale Wohnen AG	6,08	6,47	- 6,0 %
<b>Mittelwert</b>			<b>- 36,3 %</b>
<b>AGROB AG</b>	<b>12,00</b>	<b>13,33</b>	<b>- 8,1 %</b>

### Anmerkung:

Abweichung von Substanzwerten zu Cashflow- oder ertragswertbasierten Bewertungsmethoden ergeben sich aus erwarteten Renditeabweichungen zu den Kapitalkosten. Diese können durch Synergieeffekte eines Immobilienportfolios, günstige Mieterstruktur, Mieterbindung etc. oder einfach steigende Immobilienpreise begründet (erwartete fallende Kapitalkosten) sein.



## **Fazit**

Nachdem die AGROB AG im Jahr 2007 die positive Tendenz bestätigt hat, sowie vor dem Hintergrund weiterer Erweiterungsinvestitionen bei einer nach wie vor sehr hohen Auslastungsquote, gehen wir auch für das laufende Geschäftsjahr von einer stabilen Geschäftsentwicklung aus.

Zu den Indikatoren des Geschäftsjahres 2007 (Umsatz + 6,3 %, Ergebnis + 1,1%) wirkt sich das Marktumfeld am Immobilienmarkt positiv auf unsere Erwartungen aus. Im Segment der Büroimmobilien, das weiterhin von einer optimistischen Erwartungshaltung geprägt ist, kann die AGROB AG durch das Angebot moderner, speziell auf den Medienbereich zugeschnittenen Büroflächen, profitieren. Hier konnte das Unternehmen trotz vorgenommener erheblicher Kapazitätsausweitung Vermietungserfolge und eine Reduktion der Leerstandsquoten verbuchen. Weitere Potenziale werden auch von Kundenseite sichtbar. Die Verträge der Hauptmietunternehmen PLAZAMEDIA, Home Shopping Europe, DSF Deutsches SportFernsehen, Antenne Bayern sowie ein Großteil der Flächen von Kirch-Media sind erst kürzlich verlängert worden oder sind vertraglich, mit einer durchschnittlichen Bindung von 4,7 Jahren, langfristig gebunden. Dabei stehen bis Ende des kommenden Jahres 2009 lediglich drei Verträge zur Prolongation aus.

Weiterhin haben wird die geplanten Erweiterungsinvestitionen der kommenden zwei Jahre in Höhe von 12,0 - 14,0 Mio. EUR in unsere Schätzungen mit einbezogen. Das Investitionsbudget sollte in diesem Jahr mit 5,0 Mio. EUR das reduzierte Investitionsniveau des abgelaufenen Geschäftsjahres 2007 (1,6 Mio. EUR) deutlich übertreffen. Nach der geplanten Fertigstellung und anschließender Überführung in eine langfristige Objektfinanzierung im Rahmen der „Erweiterung des Sendezentrum Antenne Bayern“ sollten hier zusätzliche Umsätze generiert werden.

Ergebnismindernd könnte sich ein Beteiligungsverkauf der Mehrheitsbeteiligung durch die HypoVereinsbank - also UniCredit (HVB) auswirken. Falls die Beteiligung, die von der HVB als nicht zum operativen Kerngeschäft zugehörig angesehen wird, zur Verwertung kommt, hätte dies in Konsequenz den Wegfall der bestehenden Verlustvorräte in Höhe von ca. 8,0 Mio. EUR.

Die neue Unternehmenssteuerreform reduziert die steuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen auf höchstens 30 % des EBITDA. Die Beteiligung der UniCredit (HVB) eröffnet der AGROB AG jedoch die Möglichkeit der Inanspruchnahme der Escape-Klausel, da die Eigenkapitalquote der AGROB AG den Mindestwert der Konzerneigenkapitalquote erreicht. Damit könnte sich ein Beteiligungsverkauf auf diese Möglichkeit ebenfalls negativ auswirken und so zu einer höheren Steuerbelastung führen.

**Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir ein Kursziel von 15,91 EUR je Aktie, auf Sicht von 6 Monaten ermittelt und den Wert je Aktie aus unserer letzten Studie in Höhe von 16,22 EUR (20. September 2007) leicht nach unten angepasst. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 12,25 EUR je Stammaktie entspricht dies einem Potenzial von 29,9 % . Wir stufen die AGROB AG daher unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ ein.**

# 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 verwendet, 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 Angebotschreiben 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 andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

### **§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

**§ 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: (5)**

**§ 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) 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.
- (6) 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.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@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:**

**Analyst 1: Markus Lindermayr; Finanzanalyst**

**Analyst 2: Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)**

**§ 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: [office@gbc-ag.de](mailto:office@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](mailto:office@gbc-ag.de)

**Analysten für diese Studie:**

**Markus Lindermayr; Finanzanalyst  
Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)**