

22.09.2008

AGROB AG (5)*

KAUFEN

Kursziel: 15,49 €

Kurs ST: 10,18 €
19. September 2008
9.22 Uhr, XETRA

Letztes Rating/

Kursziel:
26. Juni 2007
KAUFEN /15,91 €

Marktsegment:

Amtlicher Markt

WKN: 501900

(Stammaktien)

Börsenkürzel:

AGR

WKN: 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 Ismaning

Tel.: +49 89 996873-0
Fax: +49 89 996873-21

verwaltung@agrob-
ag.de
www.agrob-ag.de

*Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf Seite
10

Unternehmensprofil:

Branche: Immobilien
Fokus: Medienbranche
Mitarbeiter: 8 (30.06.2008)

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.: 38,83 Mio. €

52 W Hoch: 18,30 €

52 W Tief: 10,10 €

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



In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	10,41	11,07	11,30	11,55
EBITDA	7,73	8,11	8,31	8,63
EBIT	4,73	4,85	4,91	5,13
Periodenergebnis	1,25	1,27	1,30	1,49
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,32	0,32	0,33	0,38
Dividende je ST Aktie	0,14	0,14	0,14	0,16
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,19	0,19	0,21
in %				
EBITDA-Marge	74,3	73,3	73,5	74,7
EBIT-Marge	45,5	43,8	43,5	44,4
Kennzahlen				
EV/Sales	11,25	10,46	10,21	9,99
EV/EBITDA	15,14	14,28	13,89	13,37
KGV	31,00	30,68	29,87	26,05
KBV (31.12.2007)			2,21	

Highlights:

- Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen
- Nebenkostenrückerstattungen belasten das Ergebnis, deshalb leichte Anpassung der Prognose
- „Sendezentrum Antenne Bayern“ vor Fertigstellung
- Weiterhin attraktive Depotbeimischung mit interessantem Potenzial

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 Gewerbeparks im Münchener Vorort Ismaning liegt die strategische Ausrichtung auf der Bewirtschaftung und Entwicklung von Gewerbeimmobilien, mit dem Schwerpunkt auf Medienunternehmen. Der Standort München, als einer der führenden Medienstandorte Deutschlands, gilt hinsichtlich seiner Lage und Infrastruktur als besonders interessant.

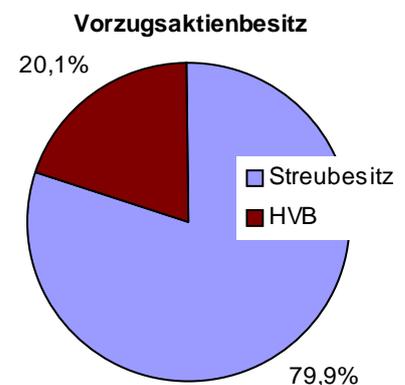
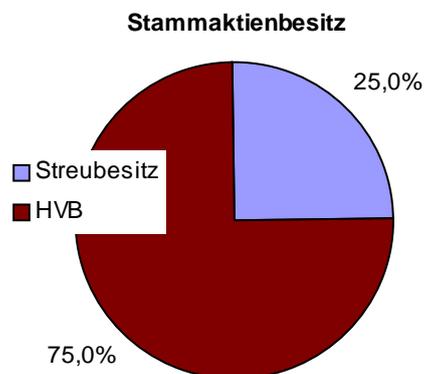
Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige 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	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
Anzahl (Stück)	2,31 Mio.

Anteilseigner Vorzüge	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
Anzahl (Stück)	1,58 Mio.



Marktentwicklung

Aufgrund der Abkühlung der wirtschaftlichen Entwicklung vieler Länder im Zuge der Finanzmarktkrise, weisen die globalen Immobilienmärkte rezessive Tendenzen auf. Für diese Entwicklung kennzeichnend sind sinkende Investitionsvolumen und steigende Mietpreisrisiken lokaler Immobilienmärkte.

Deutschland kann sich jedoch derzeit mit konstanten Risiken von der globalen Entwicklung absetzen und bleibt bislang von den Turbulenzen an den Finanzmärkten relativ unbeeindruckt. Der „Immobilien-Risikotrend“ der HSH Nordbank prognostiziert in diesem Zusammenhang bis 2011 sogar weiter sinkende Investitionsrisiken der Büroimmobilienmärkte. Dieses Szenario ist hauptsächlich auf die steigende Arbeitnehmerzahl zurückzuführen, die für eine gleichbleibend hohe Büronachfrage verantwortlich ist. Die Prognosen sehen auch für den Zeitraum ab 2011 keinen dramatischen Anstieg des Mietrisikos, der sich insgesamt auf einem mittleren Niveau bewegen sollte.

Diese positive Grundstimmung wird zudem durch tendenziell sinkende Leerstandsdaten und erhöhte Flächennachfrage unterstützt. Flächenumsätze deutscher Büroimmobilien erreichten dabei im ersten Halbjahr 2008 Rekordwerte. Besonders von dieser Entwicklung profitieren konnte erneut der Standort München, der mit erzielten Flächenumsätzen von annähernd 400.000 qm das beste Halbjahresergebnis seit sieben Jahren erzielen konnte. Die Verknappung begehrter Innenstadtlagen kommt dabei besonders dem Umland zu gute, zu dem auch Ismaning mit dem AGROB Medien- und Gewerbepark gehört.

Es gilt jedoch festzuhalten, dass die schlechteren Finanzierungsbedingungen und die verteuerte Verfügbarkeit von Krediten im Zuge der Finanzmarktkrise zu geringeren Bestandszuwächsen und reduzierten Transaktionsvolumen führen könnten. Jedoch ist ein Vergleich des AGROB Medien- und Gewerbeparcs mit dem übrigen deutschen Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt aufgrund der starken Spezialisierung des Nutzungsschwerpunktes in der Medienbranche, nur begrenzt möglich. Interdependenzen sind jedoch zu beobachten.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 1. Halbjahr 2008

in Mio. Euro	1. HJ 2007	Veränderung	1. HJ 2008
Umsatzerlöse	5,48	+ 4,6 %	5,74
EBITDA	4,09	- 0,6 %	4,06
EBIT	2,45	+ 1,1 %	2,47
EBT	0,67	+ 4,5 %	0,71
Jahresüberschuss	0,65	+ 6,6 %	0,69
EPS in €	0,17	+ 6,6 %	0,18

Das abgelaufene erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2008 verlief wieder im positiven Trend vergangener Jahre. So konnte die AGROB AG mit der Vermietung und Verpachtung eigenen Grundbesitzes, Umsätze in Höhe von 5,74 Mio. € erzielen. Zum vorjährigen Vergleichswert von 5,48 Mio. € bedeutet dies einen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 4,6 %. Getragen wurde diese Entwicklung hauptsächlich vom Anstieg der Vermietungskapazitäten auf ein Vollaustastungsniveau in Höhe von 99,2 %.

Die Entwicklung operativer Kosten lag mit einem Anstieg zum Vergleichszeitraum in Höhe von 19,8 % auf 1,67 Mio. € (1.HJ 2007: 1,40 Mio. €) jedoch leicht über unseren Erwartungen. Maßgeblich zu diesem Anstieg beigetragen haben die sonstigen betriebliche Aufwendungen, die aufgrund der bewussten Aufstockung des Instandhaltungsbudgets im Rahmen von Modernisierungsmaßnahmen zum Erhalt der Attraktivität des Immobilienbestandes, um 0,19 Mio. € höher ausfielen. Somit stiegen diese sonstigen Aufwendungen im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr um 23,1 % auf 1,17 Mio. € (1.HJ 2007: 0,95 Mio. €).

Zudem wurde der Personalaufwand durch die im Rahmen der Subsidiärhaftung mit der Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB) rückübertragenen Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter belastet. Dieser Mehraufwand schlug sich in einem Personalkostenanstieg von 16,0 % auf 0,50 Mio. € (1.HJ 2007: 0,43 Mio. €) nieder.

Demzufolge konnte im abgelaufenen ersten Halbjahr 2008 ein EBITDA von 4,06 Mio. € erzielt werden. Damit liegt das operative Ergebnis fast auf Vorjahresniveau mit einem leichten Rückgang in Höhe von 0,6 % (1.HJ: 4,09 Mio. €). Die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge reduzierte sich dabei auf 70,8 % (1.HJ 2007: 74,5 %).

Der Abschreibungsbetrag auf Sachanlagen fiel im Vergleich zum Vorjahresbetrag aber um 3,0 % auf -1,59 Mio. € (1.HJ 2007: -1,64 Mio. €).

Damit beläuft sich das EBIT in den ersten sechs Monaten dieses Geschäftsjahres auf 2,47 Mio. €, was gleichzeitig einem leichten Anstieg in Höhe von 1,1 % zum Vorjahreswert von 2,44 Mio. € gleichkommt.

Aufgrund des kapitalintensiven Tätigkeitsfeldes der AGROB AG, mit einem damit einhergehenden hohen Fremdkapitalbedarf, stellen die Zinsaufwendungen die größte Kostenposition dar. Der leichte Anstieg dieser Position in Höhe von 0,7 % auf -1,79 Mio. € ist dabei im Wesentlichen auf die planmäßig aufgestockten Finanzierungsmittel zurückzuführen (1.HJ 2007: -1,78 Mio. €). In Summe führten die Zinserträge aus verbundenen Unternehmen in Höhe von 0,03 Mio. € zu einem Finanzergebnis von -1,76 Mio. € (1.HJ 2007: -1,78 Mio. €).

Das Ergebnis vor Steuern verzeichnete in den ersten sechs Monaten dieses Geschäftsjahres einen Anstieg von 0,76 Mio. € (1.HJ 2007) auf 0,80 Mio. €, was gleichzeitig gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine Veränderung in Höhe von 4,5 % entspricht.

Durch vorhandene steuerliche Verlustvorträge in Höhe von ca. 8,00 Mio. € bewegt sich die Gesellschaft steuerlich im Bereich der Mindestbesteuerung, wodurch eine vergleichsweise sehr geringe Steuerbelastung resultiert. Der Steueraufwand im ersten Halbjahr 2008 bewegte sich mit 0,10 Mio. € auf dem ähnlich niedrigen Niveau des Vorjahreswertes mit 0,11 Mio. €.

Damit summiert sich der den Aktionären zuzurechnende Jahresüberschuss aus dem abgelaufenen ersten Halbjahr 2008 auf 0,69 Mio. €, was im Vergleich zum Vorjahr einem Anstieg von 6,6 % gleichkommt (1.HJ 2007: 0,65 Mio. €). Der Gewinn pro Aktie stieg somit auf nun 0,18 € (1.HJ 2007: 0,17 €).

Bilanzielle Betrachtung zum 30.06.2008

Zum Stichtag 30.06.2008 lag das Eigenkapital der AGROB AG bei 17,60 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 18,1 % entspricht. Damit reduzierte sich die Eigenkapitalquote im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2007 von 18,4 % leicht um 0,3 %, was im Wesentlichen auf die Aufnahme neuer Bankverbindlichkeiten in Höhe von 2,15 Mio. € zurückzuführen ist. Eine Fremdkapitalaufnahme in dieser Höhe ist auf die Aufstockung von im Vorfeld budgetierter Finanzierungsmittel zurückzuführen. Die Passivseite der Bilanz ist zudem geprägt von einer Reduzierung sonstiger Verbindlichkeiten und Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, die die Restkaufpreisverbindlichkeiten für den Erwerb des 50%-igen Geschäftsanteils der AGROB AG & Co. Grundbesitz OHG von der nahestehenden Person HVB Gesellschaft für Gebäude GmbH & Co. KG, München betreffen. In Summe konnten diese zwei Verbindlichkeitspositionen um 45,6 % auf 0,44 Mio. € reduziert werden (GJ 2007: 0,96 Mio. €).

Der Anstieg des Kassenbestandes um 2,11 Mio. €, der mit den zusätzlich aufgenommenen Fremdkapitalmitteln einhergeht, ist gleichzeitig die wesentlichste aktivseitige Veränderung der Halbjahresbilanz 2008. Damit stieg insgesamt das Umlaufvermögen von 0,10 Mio. € (GJ 2007) auf 2,11 Mio. € (1.HJ 2008). Das Anlagevermögen bleibt zum Geschäftsjahresende 2007 mit 95,14 Mio. € dagegen nahezu unverändert (GJ 2007: 95,34 Mio. €). Somit kam es zu einem Anstieg der Bilanzsumme in Höhe von 1,9 % von 95,45 Mio. € (31.12.2007) auf 97,29 Mio. €. Dieser Effekt ist wie bereits beschrieben auf die Fremdkapitalaufnahme zurückzuführen.

Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008

Für das Gesamtjahr 2008 erwarten wir einen weiteren Umsatzanstieg, der aber durch die für das Jahr 2007 festgestellten Nebenkostenrückerstattungen, die sowohl umsatz- als auch liquiditätswirksam sind, an Dynamik verlieren sollte. In diesem Zusammenhang vorgenommene Adjustierungen für das Gesamtjahr 2008 von insgesamt 0,16 Mio. € sowie für die kommenden Jahre, führen in Folge zu einer leichten Reduzierung unserer Umsatzschätzungen auf 11,30 Mio. € für das Jahr 2008 sowie 11,55 Mio. € für das Jahr 2009. Unsere ursprünglichen Schätzungen (Studie 26.06.2008) von 11,40 Mio. € (2008) und 11,74 Mio. € (2009) haben wir damit leicht nach unten angepasst und wir gehen nunmehr von einer Wachstumsrate von 2,1 % für das laufende Geschäftsjahr 2008 und 2,2 % im kommenden Geschäftsjahr aus.

Zur Ergebnisentwicklung dürften zudem sowohl die Verbuchung des DSCB Nettoaufwandes als auch die Folgekosten aus dem aufgestockten Budget für Instandhaltungs- und Revitalisierungsmaßnahmen einen wesentlichen Beitrag leisten. Dennoch gehen wir aufgrund der unterproportionalen Zunahme operativer Kosten von einem leichten Anstieg der EBITDA-Marge auf 73,5 % (2008) sowie 74,7 % (2009) aus. Entsprechend einer weiterhin stabilen Abschreibungsquote schätzen wir das EBIT auf 4,91 Mio. € respektive 5,13 Mio. € für die kommenden zwei Jahre. Die Aufnahme weiteren Fremdkapitals zur Abdeckung des Instandhaltungsbudgets und der daraus folgenden erhöhten Zinsbelastung führt in Summe zu einer Anpassung unserer ursprünglichen Prognosen des Periodenergebnisses auf 1,30 Mio. € (bisher: 1,60 Mio. €) für das laufende Geschäftsjahr 2008 und 1,49 Mio. € (bisher 1,81 Mio. €) im kommenden Geschäftsjahr 2009.

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. 4,25 % (bisher 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 8,7 % (bisher 8,4 %) (Erklärung zur Berechnung: 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 % (bisher 5,3 %).

WACC von 5,3 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	8,7 %
Gewicht in %	25 %
Fremdkapitalkosten	5,0 %
Gewicht in %	75 %
Taxshield in %	15,8 %
WACC	5,3 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Umsatzwachstum	2,5 %
EBITDA-Marge	75,0 %
Steuerquote	15,8 %
Working Capital in % vom Umsatz	-6,7 %
Umsatz zu OAV	7,0 %
Abschreibungen vom OAV	3,0 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Umsatzwachstum	2,5 %
langfristige Kapitalrendite	7,1 %

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 % (vorher: 5,3 %) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 15,49 € (bisher 15,91 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario AGROB AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	11,300	11,550	12,070	12,371	12,681	12,998	13,323	
Umsatzveränderung	2,1%	2,2%	4,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA-Marge	73,5%	74,7%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Abschreibungen (auf IK)	-3,400	-3,500	-3,060	-2,993	-2,877	-2,765	-2,653	
Abschreibungen vom OAV	3,5%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBITA	4,910	5,130	5,992	6,286	6,633	6,984	7,339	
EBITA-Marge	43,5%	44,4%	49,6%	50,8%	52,3%	53,7%	55,1%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	4,4%	3,9%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	
EBI (NOPLAT)	4,693	4,931	5,046	5,293	5,585	5,880	6,180	5,923
Working Capital	-0,770	-0,775	-0,809	-0,829	-0,850	-0,871	-0,893	
Working Capital zu Umsatz	-6,8%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	-6,7%	
Operatives Anlagevermögen	97,000	102,000	99,750	95,903	92,157	88,420	84,912	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	0,116	0,113	0,121	0,129	0,138	0,147	0,157	
Investiertes Kapital (IK)	96,230	101,225	98,941	95,074	91,307	87,550	84,020	
Kapitalrendite	5,0%	5,1%	5,0%	5,3%	5,9%	6,4%	7,1%	7,1%
Free Cashflows:								
EBITDA	8,310	8,630	9,052	9,279	9,511	9,748	9,992	
Steuern auf EBITA	-0,217	-0,199	-0,947	-0,993	-1,048	-1,103	-1,160	
Investitionen in OAV	-5,063	-8,500	-0,810	0,854	0,869	0,972	0,855	
Veränderung des Working Capital	-9,8%	0,5%	3,4%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	2,93	-0,06	7,33	9,16	9,35	9,64	9,71	135,33

VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	37,471	36,534	38,543	33,266
Barwert des Continuing Value	94,117	99,129	104,408	109,967
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	131,589	135,663	142,951	143,234
Nettoschulden (Net debt)	76,935	78,178	82,602	79,653
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	54,653	57,486	60,349	63,581
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	54,653	57,486	60,349	63,581
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,03	14,75	15,49	16,32

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,625	-0,780	-0,780	-0,780
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-3,550	-3,580	-3,600	-3,650

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,7%
Kapitalrendite	6,7%	17,71	15,25	13,13	11,30	9,70
	6,9%	19,11	16,53	14,31	12,39	10,71
	7,1%	20,51	17,81	15,49	13,48	11,72
	7,3%	21,91	19,09	16,67	14,57	12,74
	7,5%	23,31	20,36	17,84	15,66	13,75

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 15,49 €

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 Vermögenslage und Bewertung der Liegenschaften ermittelt. Nach Bereinigung der stillen Reserven in Höhe von 39,80 Mio. € um städtebauliche Verpflichtungen, die eine Größenordnung von 4,00 Mio. € aufweisen, reduziert sich der Anteil stiller Reserven auf 35,80 Mio. €. In den städtebaulichen Verpflichtungen werden Altlastenverdachte sowie auferlegte Restriktionen von Seiten der Gemeinde berücksichtigt. Zuzüglich dem Eigenkapital zum Stichtag von 17,6 Mio. € oder 4,52 € pro Aktie, ergibt sich ein Marktwert (Net Asset Value) von 53,40 Mio. € oder 13,70 € je Aktie.

Auf Basis des Kurses vom 19.09.2008 ergibt sich ein Abschlag der Marktbeurteilung zum Net Asset Value (NAV) von -25,7%. Die hier als Peer Group angesetzten Vergleichswerte weisen eine Bewertung um - 38,9 % unter dem NAV auf. Aufgrund der hohen Spezialisierung der Bestandsimmobilien auf den Medienbereich weist die AGROB AG aber ein geringeres Risikoprofil auf.

Unternehmen	Kurs 19.09.08 (in €)	NAV p.A. (in €)	NAV zum Kurs in %
IVG Immobilien AG	8,84	29,03	-69,5%
Deutsche Euroshop	23,58	26,91	-12,4%
Alstria Office AG	10,08	15,10	-33,2%
VIB Vermögen AG	5,80	11,33	-48,8%
KWG Kommunale Wohnen AG	5,99	6,47	-7,4%
Mittelwert			- 38,9 %
AGROB AG	10,18	13,70	- 25,7 %

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:

Die AGROB AG konnte in den ersten sechs Monaten ein Umsatzplus von 4,6 % auf nun 5,74 Mio. € (1.HJ 2007: 5,48 Mio. €) verzeichnen. Dieses organische Wachstum ist dabei hauptsächlich auf die Erhöhung der Vermietungsfläche auf das Vollauslastungsniveau von 99,2 % zurückzuführen.

Personalaufwendungen, die durch rückübertragene Pensionsverpflichtungen der Deutschen Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB) belastet waren sowie die Budgetanhebung der Instandhaltungskosten, die sich in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen auswirkte, sind für das leicht erhöhte Kostenniveau kennzeichnend. Demzufolge erzielte die AGROB AG im ersten Halbjahr 2007 ein EBITDA, von 4,06 Mio. €, das nahezu den Vorjahreswert (1.HJ 2007) von 4,09 Mio. € erreichte.

Die weiterhin günstigen Marktindikatoren, insbesondere des Münchener Büroimmobilienmarktes und seines Umlandes wirken sich positiv auf unsere Erwartungen aus. Zudem wurde der Grundstein für weiteres Wachstum mit der Baugenehmigung für ein aus zwei getrennten Baukörpern bestehendes Neubauvorhaben gelegt. Für das kommende Geschäftsjahr werden zusätzliche Einnahmen aus der Fertigstellung des Bauvorhabens „Sendezentrum Antenne Bayern“ in Höhe von 0,20 Mio. € angestrebt.

Dennoch haben wir aufgrund reduzierter Nebenkostenbelastungen des Geschäftsjahres 2007, die eine Anpassung der Pauschalbeträge kommender Jahre zur Folge haben, unsere Umsatzprognosen nach unten angepasst. Wir erwarten somit für das laufende Jahr ein Umsatzwachstum in Höhe von 2,1 % (bisher 3,0 %) auf nun 11,30 Mio. € (bisher 11,40 Mio. €), das infolge der Mehrbelastungen im Personalbereich sowie aus der erhöhten Budgetierung von Instandhaltungskosten, ein EBIT von 4,91 Mio. € (bisher 5,11 Mio. €) zur Folge hat. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 2,2 % auf 11,55 Mio. € mit einem entsprechenden überproportionalen EBIT-Wachstum in Höhe von 4,5 % auf 5,13 Mio. €.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir ein 2009er Kursziel von 15,49 € je Aktie ermittelt und den Wert je Aktie aus unserer letzten Studie in Höhe von 15,91 EUR (26.06.2008) leicht nach unten angepasst. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 10,18 € je Stammaktie entspricht dies einem Potenzial von über 50 %. Wir stufen die AGROB AG daher unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ ein und sehen die Aktie als attraktive Depotbeimischung.

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
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
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, 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: lindermayr@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: Cosmin Filker, Finanzanalyst

Analyst 2: Markus Lindermayr, 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 der 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

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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

Analysten für diese Studie:

Cosmin Filker; Finanzanalyst

Markus Lindermayr; Finanzanalyst