



## Researchstudie (Anno)



**AGROB AG**

**KAUFEN**

**Stand: 22.06.2009**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20

---

## KAUFEN

Kursziel: 15,47 Euro

Kurs ST: 7,65 Euro  
19. Juni 2009 ; 11:00  
XETRA

**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
22. September 2008  
KAUFEN /15,49 EUR

**Marktsegment:**  
Regulierter Markt

WKN: 501900  
(Stammaktien)  
Börsenkürzel:  
AGR

WKN: 501903  
(Vorzugsaktien)  
Börsenkürzel:  
AGR3

**Rechnungslegung:**  
HGB

### Analysten:

**Cosmin Filker**  
filker@gbc-ag.de

**Markus Lindermayr**  
lindermayr@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  
Interessenskonflikte auf  
Seite 20

# 22.06.2009

# AGROB AG<sup>(5)\*</sup>

### Unternehmensprofil:

**Branche:** Immobilien  
**Fokus:** Medienbranche  
**Mitarbeiter:** 9 (31.12.2008)

**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.: 27,750 Mio. €

52 W Hoch: 12,48 €

52 W Tief: 6,45 €



In Mio. €	2007		2008		2009e		2010e	
Bruttoergebnis	11,07		11,33		11,22		11,40	
EBITDA / Marge	8,11	73,2%	8,09	71,4%	7,91	70,5%	8,05	70,6%
EBIT / Marge	4,85	43,8%	4,93	43,5%	4,74	42,2%	4,85	42,6%
Jahresüberschuss	1,27		1,36		1,28		1,39	
In €								
Gewinn je Aktie*	0,32		0,35		0,33		0,36	
Dividende je ST Akt./Rendite	0,14	1,8%	0,14	1,8%	0,14	1,8%	0,14	1,8%
Dividende je VZ Akt./Rendite	0,19	2,5%	0,19	2,5%	0,19	2,5%	0,19	2,5%
Kennzahlen								
EV/Umsatz	8,55		8,29		8,37		8,24	
EV/EBITDA	11,68		11,60		11,87		11,66	
EV/EBIT	19,51		19,04		19,82		19,35	
KGV	13,99		13,05		23,19		21,41	
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008)			0,97					

### Highlights:

- Markt für Büroimmobilien in München und Umgebung nach wie vor stabil
- Umsatz- und Ergebnisentwicklung fiel auch in 2008 sehr positiv aus
- Das erste Quartal 2009 liefert erneut eine solide Basis für das Gesamtjahr 2009
- Fokus in 2009 auf Instandhaltungs- und Revitalisierungsmaßnahmen, keine konkreten Planungen für Erweiterungsinvestitionen
- Aktie notiert deutlich unter dem fairen Wert

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

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

<b>Markt und Marktumfeld.....</b>	<b>6</b>
-----------------------------------	----------

### Unternehmensentwicklung & Prognosen

Zahlen im Überblick.....	7
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2008... ..	8
Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008.....	11
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Q1 2009 .....	12
Prognose und Modellannahmen.....	13

### Bewertung/ Fazit

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

### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

## 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 der Bewirtschaftung und Entwicklung von Gewerbeimmobilien, mit dem Schwerpunkt der Medienunternehmen. Der Standort München als einer der führenden Medienstandorte Deutschlands, gilt hinsichtlich seiner Lage und Infrastruktur als besonders interessant.

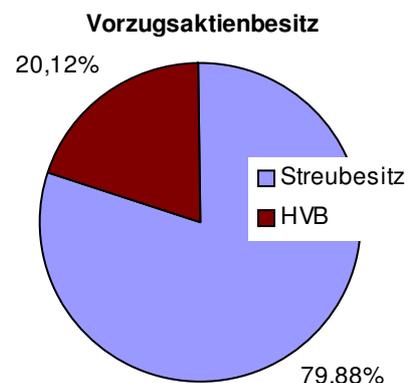
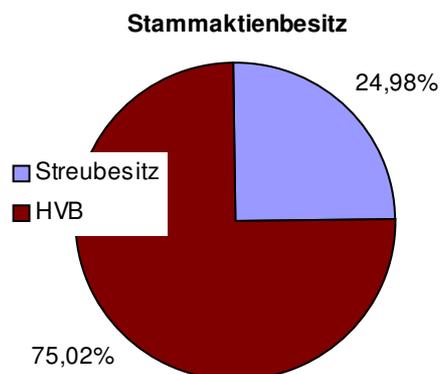
Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige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

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen, wie zum Beispiel Antenne Bayern, DSF Deutsches SportFernsehen, Sport1, Home Shopping Europe, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, Constantin Medien AG (ehemals 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 %

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



Quelle: AGROB AG

## **Der 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 wurde die Konzentration aller operativen Aktivitäten auf die AGROB AG umgesetzt. Als nun reines Immobilien-Verwaltungsunternehmen wird zudem von einer Gewerbesteuerbefreiung ausgegangen.

## **Die nächsten Unternehmenstermine**

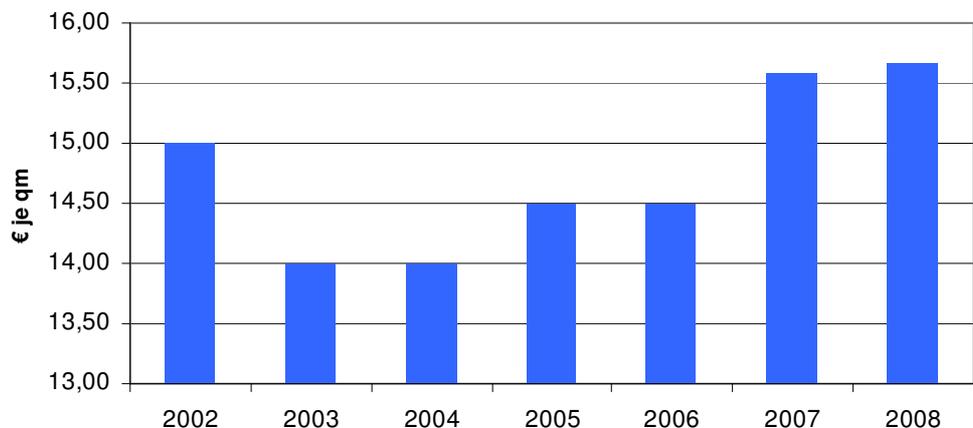
Ereignis	Datum
Hauptversammlung	26. Juni 2009
Veröffentlichung 6-Monatsbericht	August 2009
Veröffentlichung Geschäftsbericht 2009	Mai 2010

## Markt und Marktumfeld

Vor dem Hintergrund schwieriger gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen haben die deutschen Immobilienmärkte insbesondere im zweiten Halbjahr 2008 Schwäche gezeigt. Hierfür verantwortlich zeigte sich im Wesentlichen der Einbruch des Transaktions- und Investmentmarktes, der im Zuge der zurückhaltenden Kreditvergabe seitens der Banken um etwa 60 % unterhalb des Vorjahresniveaus ausgefallen ist.

Im Gegensatz hierzu, präsentierte sich der deutsche Mietmarkt von der konjunkturellen Eintrübung weitestgehend unbeeindruckt. Besonders der, für die AGROB AG wichtige Teilmarkt der Büroimmobilien, kann bei einem Rückgang der Vermietungsleistungen von 5 % als relativ stabil bezeichnet werden. Dem Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt in München werden dabei in der neuesten Studie von Pricewaterhouse Coopers „Emerging Trends in Real Estate - Europe 2009“ die höchsten Chancen bei überschaubaren Risiken zugesprochen. Unter anderem aufgrund der Kaufkraftzunahme der Einwohner hält München im europäischen Vergleich die Spitzenposition inne. Einen guten Beleg hierfür kann auch in der Entwicklung der Mietpreise gefunden werden, die im Vergleich zum Vorjahr nochmals um 0,5 % auf 15,66 €/qm zulegen konnten. Insgesamt verzeichnete damit die Landeshauptstadt einen neuen Umsatzrekord, der sich im 3,1 %igen Anstieg der Mietumsätze widerspiegelt.

### Entwicklung der Durchschnittsmieten in München



Quelle: IVG Immobilien, AGROB AG

Rückläufige Fertigstellungsvolumina und daraus folgend geringere Bestandszuwächse lassen in München mittelfristig eine weitere Verknappung der Innenstadtlagen erwarten. Aufgrund des derzeit nur noch eingeschränkt verfügbaren Flächenangebots in Zentrumslage konnten die Nachbargemeinden, hier insbesondere Ismaning, mit einer erzielten hohen Vermietungsleistung von 103.000 qm profitieren. Tendenziell sollte sich dieser Trend, auch wenn nachgelagerte Belastungen aufgrund der Finanzmarktkrise zu erwarten sind, in 2009 fortsetzen.

Es gilt jedoch festzuhalten, dass ein Vergleich des AGROB Medien- und Gewerbeparkes in Ismaning mit dem übrigen deutschen Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt nur begrenzt möglich ist. Die besonderen Vermögenswerte wie Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios und das das gesamte Gelände umspannende Glasfasernetz verdeutlichen die Trennungsmerkmale zum allgemeinen Immobilienmarkt.

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>11,065</b>	<b>11,330</b>	<b>11,217</b>	<b>11,400</b>
Sonstige betrieblichen Erträge	0,488	0,478	0,330	0,330
Personalaufwand	-1,103	-0,992	-1,110	-1,110
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,254	-3,162	-3,170	-3,198
Sonstige betrieblichen Aufwendungen	-2,175	-2,571	-2,380	-2,420
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,000	0,059	0,000	0,000
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-3,547	-3,594	-3,412	-3,400
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>1,474</b>	<b>1,546</b>	<b>1,475</b>	<b>1,602</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,038	-0,039	-0,040	-0,060
Sonstige Steuern	-0,170	-0,150	-0,150	-0,150
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1,266</b>	<b>1,357</b>	<b>1,285</b>	<b>1,392</b>
<b>Ergebniszahlen (in Mio. €)</b>				
EBITDA	8,105	8,094	7,907	8,050
in % auf Umsatz	73,25	71,44	70,49	70,61
EBIT	4,851	4,932	4,737	4,852
in % auf Umsatz	43,84	43,53	42,23	42,56
Ergebnis je Aktie in €	0,32	0,35	0,33	0,36
Dividende je ST Aktie in €	0,14	0,14	0,14	0,14
Dividende je VZ Aktie in €	0,19	0,19	0,19	0,19

### Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS

Bilanzstichtag:  
31.12.2008

Operatives Anlagevermögen	95,741
Working Capital	-1,287
Nettoverschuldung	76,188
Zinsbare Verbindlichkeiten	76,975
Finanzvermögen	0,787
Eigenkapitalquote in %	18,9
Gezeichnetes Kapital	10,000
Bilanzsumme	96,534

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2008

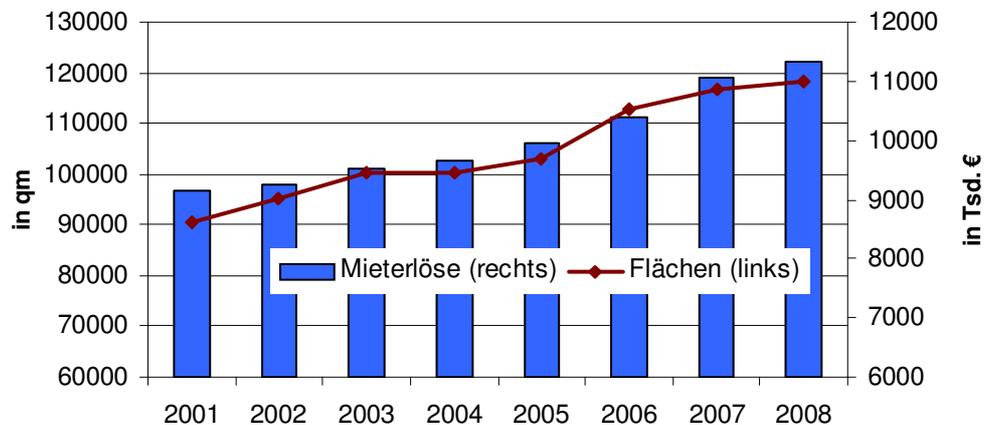
in Mio. Euro	GJ 2007	Δ zum VJ	GJ 2008
Umsatzerlöse	11,07	+ 2,4 %	11,33
EBITDA	8,11	- 0,1 %	8,09
EBIT	4,85	+ 1,7 %	4,93
EBT	1,30	+ 7,1 %	1,40
Konzernergebnis	1,27	+ 7,2 %	1,36
EPS in €	0,32	+ 7,2 %	0,35

Quelle: AGROB AG, GBC AG

## Umsatzentwicklung für das Geschäftsjahr 2008

Die AGROB AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 an die positive Entwicklung der Vorjahre anknüpfen und einen erneuten Anstieg der Umsatzerlöse auf 11,33 Mio. € verbuchen. Damit konnte der ohnehin starke Vergleichszeitraum des Vorjahres 2007, als 11,07 Mio. € erzielt wurden, um 2,4 % gesteigert werden. Dieser Anstieg ist dabei sowohl Folge der Reduzierung des Leerstandes als auch des Anstiegs der Durchschnittsmieten. Insgesamt konnte die Gesellschaft den Leerstand der Hauptnutzflächen auf 1 % reduzieren und damit Flächen von 1.141 qm der Vermietung zuführen. Auch konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr die durchschnittlichen monatlichen Mieterlöse pro qm von 7,05 € (2007) auf 7,10 € erhöht werden.

### Mieterlöse und vermietete Flächen



Quelle: AGROB AG, GBC AG

Allerdings war die positive Entwicklung der Umsatzerlöse durch die im Geschäftsjahr 2008 zurückgezählten Nebenkostenvorauszahlungen des Vermietungsjahres 2007 in Höhe von insgesamt 0,14 Mio. €, belastet. Die von der Gesellschaft ausgewiesenen Umsatzerlöse enthalten neben den Mieterlösen auch Nebenkostenerlöse sowie Erlöse im Rahmen der Kantinenvermietung und des Müllkonzepts. Analog zu den gesunkenen Energiekosten mussten die vorausgezählten Nebenkosten zurückgeführt werden und die veranschlagten Nebenkosten für das laufende Geschäftsjahr nach unten hin angepasst werden.

Für die weitere Entwicklung der Umsatz- und Mieterlöse ist die überwiegend hohe Mietrestlaufzeit der Mietunternehmen der AGROB AG erwähnenswert. Dabei weisen die Mietverträge mit den Hauptmietunternehmen einen 98 % Anteil am Gesamtumsatz und in der Regel eine langfristige Laufzeitstruktur auf. Dementsprechend werden 40 % der Mieterlöse aus Mietverträgen mit einer mehr als 3-jährigen Laufzeit generiert. Über das gesamte Immobilienportfolio errechnet sich eine Restlaufzeit von etwa 3,9 Jahren.

### Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008

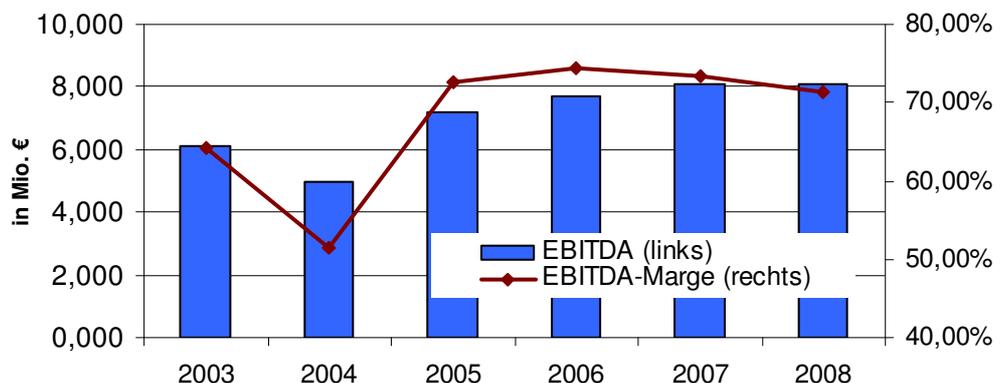
Die sonstigen betrieblichen Erträge gingen im Berichtszeitraum des Geschäftsjahres 2008 von 0,49 Mio. € (GJ 2007) auf 0,48 Mio. € um 2,1 % zurück. Hauptsächlich hierfür zeichnen sich Erträge aus den Auflösungen von Rückstellungen in Höhe von 0,30 Mio. € sowie Erträge aus abgeschriebenen Forderungen in Höhe von 0,09 Mio. € verantwortlich.

Im Rahmen der Subsidiärhaftung Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB) wurden im Geschäftsjahr 2006 Pensionsverpflichtungen an ehemalige AGROB-Mitarbeiter gegen eine Einmalzahlung von 1,70 Mio. € auf die AGROB zurückübertragen. Gemäß eines rechtskräftigen Bescheides des Pensions-Sicherungs-Vereins a.G. (PSV) wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr im Rahmen dieser Haftung weitere 105 Pensionsberechtigte gegen eine Einmalzahlung von 0,09 Mio. € auf die AGROB übertragen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 beliefen sich die hieraus begründeten Versorgungsleistungen auf 0,52 Mio. € (GJ 07: 0,52 Mio. €). Demgegenüber stehen jedoch ertragswirksam aufgelöste Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,21 Mio. € (GJ 07: 0,05 Mio. €), die in Folge zu einer Reduzierung der gesamten Personalaufwendungen geführt haben. Dementsprechend fielen diese auf 0,99 Mio. € und damit um 10,0 % geringer als im Vorjahr aus (GJ 07: 1,10 Mio. €).

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen hingegen stichtagsbedingt deutlich um 18,2 % auf 2,57 Mio. € (GJ 07: 2,18 Mio. €) an. Diese Entwicklung ist hauptsächlich auf den ergebniswirksamen Anstieg sonstiger Rückstellungen, die im Rahmen der neu hinzugekommenen Pensionsberechtigten gebildet wurden, zurückzuführen. Zum 31.12.2008 war dieser Vorgang noch nicht rechtskräftig, so dass in diesem Zusammenhang die Buchung noch nicht in den Personalbereich erfolgt ist.

### Ergebnisentwicklung im Geschäftsjahr 2008

Entwicklung des EBITDA



Quelle: AGROB AG; GBC AG

Aufgrund der angesprochenen neu hinzugekommenen Pensionsverpflichtungen fiel das EBITDA mit 8,09 Mio. € um 0,1 % leicht unter das Vorjahresniveau von 8,11 Mio. €. Analog hierzu weist die AGROB AG eine auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge von 71,4 % aus, die damit ebenfalls unter der Vorjahreskennzahl von 73,3 % ausfiel. Ohne die verbuchten DSCB-Belastungen hätte die Gesellschaft ein EBITDA von 8,64 Mio. € erzielt und damit korrespondierend eine EBITDA-Marge in Höhe von 76,2 %.

Erwartungsgemäß reduzierten sich die Abschreibungen auf Sachanlagen auf 3,16 Mio. €, nachdem noch im Vorjahr 3,25 Mio. € angefallen waren. Damit hat sich eine leichte Abnahme der noch in den Vorjahren zu ersehenden regen Investitionstätigkeit in einer rückläufigen Abschreibungsquote von 27,9 % (GJ 07: 29,4 %) ausgewirkt.

In Folge dessen kann die Gesellschaft auf eine leichte Zunahme des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) zurückschauen. Insgesamt konnte damit der Vorjahreswert von 4,85 Mio. € auf 4,93 Mio. € um 1,7 % angehoben werden. Damit ist die Entwicklung dieser Kennzahl trotz der angefallenen Zusatzbelastungen aus den DSCB-Pensionszahlungen als sehr erfreulich einzuschätzen.

Der bereits in den Vorjahren beobachtete Trend hoher Investitionskosten hat sich aufgrund des kapitalintensiven Geschäftsfeldes der Gesellschaft auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 fortgesetzt. Die Finanzierungsaufwendungen der AGROB AG haben insbesondere aufgrund einer höheren Inanspruchnahme von Fremdkapital im Zusammenhang mit dem Bauvorhaben „Antenne Bayern“, auf 3,59 Mio. € (GJ 07: 3,55 Mio. €) leicht zugenommen. Diese Entwicklung liegt somit im ebenfalls leichten Anstieg der Bankverbindlichkeiten auf 72,02 Mio. € (GJ 07: 71,36 Mio. €) begründet. In diesem Zusammenhang ist jedoch der sehr günstige durchschnittliche Zinssatz erwähnenswert, der mit 4,91 % zum Vorjahr nochmals verbessert wurde (GJ 07: 4,96 %). Unter Berücksichtigung der Finanzerträge aus verbundenen Unternehmen in Höhe von 0,06 Mio. €, beläuft sich das gesamte Finanzergebnis der AGROB AG auf -3,54 Mio. € (GJ 07: -3,55 Mio. €).

In Summe beträgt somit das Vorsteuerergebnis 1,54 Mio. € was im Vergleich zur Vorjahresperiode einer Zunahme in Höhe von 4,9 % entspricht (GJ 07: 1,47 Mio. €).

Der Status als Immobilienbestandhalter eröffnet der AGROB AG die Möglichkeit einer Gewerbesteuerbefreiung und damit werden die Erträge lediglich mit der Körperschaftsteuer belastet. Zusätzlich verfügt die Gesellschaft über steuerliche Verlustvorträge in Höhe von ca. 7,4 Mio. €, die unseres Erachtens ein wichtiges Asset darstellen. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2008 fiel insgesamt eine Steuerbelastung von 0,04 Mio. € an, die sich nahezu auf dem Vorjahreswert bewegte (GJ 07: 0,04 Mio. €).

In Summe beläuft sich der den Aktionären zuzurechnende Jahresüberschuss auf 1,36 Mio. €, der damit gegenüber dem Vorjahr um 7,2 % angehoben werden konnte (GJ 07: 1,27 Mio. €). Der Gewinn je Aktie beträgt somit 0,35 €.

Im Zuge einer kontinuierlichen Dividendenpolitik sollen die Aktionäre der Gesellschaft am guten Ergebnis des Geschäftsjahres 2008 mit einer erwarteten Dividende von 0,14 € (Stammaktien) sowie 0,19 € (Vorzugsaktien) partizipieren.

## **Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008**

Auch zum 31.12.2008 präsentiert sich die bilanzielle Situation der AGROB AG als sehr solide. So konnte das Eigenkapital aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung des abgelaufenen Berichtsjahres 2008 auf 18,27 Mio. € um 4,2 % angehoben werden (GJ 07: 17,53 Mio. €). Gleichzeitig bewirkte diese Entwicklung einen Anstieg der Eigenkapitalquote auf nunmehr 18,9 %, nachdem im Vorjahr die Gesellschaft einen Wert von 18,4 % ausweisen konnte.

Da die Gesellschaft konservativ nach HGB bilanziert, wurden in der Vergangenheit keine Aufwertungen auf den Immobilienbestand vorgenommen. Hieraus resultiert eine Bilanzierung des Vermögens, die unterhalb der Verkehrswerte erfolgt, die bei der AGROB AG stille Reserven in Höhe von 36,9 Mio. € nach sich ziehen. Unter Berücksichtigung der stillen Reserven weist die Gesellschaft einen Net Asset Value (NAV) je Aktie in Höhe von 14,16 € aus.

Aufgrund der planmäßigen Abschreibungen, die im Berichtszeitraum die Investitionsbudgets überstiegen haben, gestaltete sich das Anlagevermögen der Gesellschaft rückläufig. Demnach verfügt die AGROB AG über ein bilanzielles Immobilienvermögen in Höhe von 91,28 Mio. €, das sich somit um 2,8 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum (GJ 07: 93,93 Mio. €) reduzierte. Die Fertigstellung des Neubauvorhabens „Antenne Bayern“ wird zum Ende des laufenden Geschäftsjahres jedoch zu einem Anstieg des Immobilienvermögens führen. Zum Jahresende waren in diesem Zusammenhang 3,94 Mio. € als geleistete Anzahlungen auf Anlagen im Bau bilanziert (GJ 07: 0,83 Mio. €). Das gesamte Anlagevermögen der Gesellschaft beläuft sich auf 95,75 Mio. € (GJ 07: 95,34 Mio. €). Deutlich angestiegen hingegen ist das Umlaufvermögen der AGROB AG, das sich durch die Zunahme der liquiden Mittel um 0,65 Mio. € auf insgesamt 0,78 Mio. € summiert (GJ 07: 0,10 Mio. €).

Im Wesentlichen ist die Passivseite der Bilanz durch die Umschichtung kurzfristiger Geldmarktmittel in Höhe von 4,70 Mio. € in ein langfristiges Tilgungsdarlehen determiniert. Insgesamt und unter Berücksichtigung der im Geschäftsjahr 2008 geleisteten Tilgungsbeträge, weist die Gesellschaft langfristige Finanzierungsschulden in Höhe von 69,08 Mio. € (GJ 07: 63,91 Mio. €) auf. Die kurzfristigen Bankverbindlichkeiten reduzierten sich hingegen von 7,45 Mio. € (GJ 07) auf 2,93 Mio. €. Aufgrund der frühzeitig eingedeckten attraktiven Anschlusskonditionen konnte der durchschnittliche Zinssatz der Darlehen auf 4,91 % verbessert werden. (GJ 07: 4,96 %).

Zusätzlich hat die Auflösung von Pensionsrückstellungen zu einer Reduktion der gesamten Rückstellungen auf 5,01 Mio. € (GJ 07: 5,28 Mio. €) beigetragen, so dass die Gesellschaft unter Berücksichtigung sonstiger Verbindlichkeiten in Höhe von 0,54 Mio. € (GJ 07: 0,46 Mio. €) eine Bilanzsumme von 96,53 Mio. € (GJ 07: 95,45 Mio. €) ausweist.

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Q1 2009

Die positive Entwicklung des Geschäftsjahres 2008 konnte auch im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2009 fortgesetzt werden. So kann die AGROB AG in den ersten drei Monaten Gesamterlöse von annähernd 3,00 Mio. € aufweisen, die im Vergleich zur Vorjahresperiode um 2,0 % angehoben werden konnten. Hier spiegelt sich hauptsächlich die nach wie vor hohe Auslastung der Vermietungskapazitäten wider.

Ähnlich positiv gestaltete sich im ersten Quartal 2009 auch die Ergebnisentwicklung. Ein EBITDA in Höhe von 2,14 Mio. € weist dementsprechend gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres einen Anstieg von 0,2 % auf. Eine leicht angestiegene Abschreibungsquote führt in Verbindung mit einer stabilen Entwicklung des Zinsergebnisses zu einem Periodenergebnis in Höhe von 0,45 Mio. €, das damit um 4,3 % unter dem Vorjahresniveau (Q1 07: 0,47 Mio. €) ausfiel. Der Periodenüberschuss nach Steuern und DSCB-Aufwendungen bewegte sich hingegen mit 0,36 Mio. € auf dem Niveau des Vorjahres (Q1: 0,36 Mio. €).

in Mio. €	Q1 2009	Δ zum VJ	Q1 2008
EBITDA	2,144	+ 0,2 %	2,139
Abschreibungen	-0,813	- 3,0 %	-0,789
EBIT	1,331	- 1,4 %	1,350
Zinsergebnis	-0,880	- 0,1 %	-0,879
Periodenergebnis	0,451	- 4,3 %	0,471
Ertragssteuern	-0,004	+ 82,6 %	-0,023
Periodenüberschuss	0,447	- 0,2 %	0,448
Nettoaufwand DSCB	-0,085	+ 7,6 %	-0,092
Periodenüberschuss nach DSCB	0,362	+ 1,7 %	0,356

Quelle: AGROB AG; GBC AG

Mit dem ersten Quartal 2009 konnte damit erneut eine gute Basis für einen soliden Verlauf des Gesamtjahres 2009 geschaffen werden. Diese Voraussetzungen haben wir in unseren nachfolgenden Prognosen und Modellannahmen mit berücksichtigt.

## Prognose und Modellannahmen

Nachdem die AGROB AG in den vergangenen Perioden einen nachhaltigen Anstieg der Mietumsätze verbuchen konnte, gehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2009 von einer nachlassenden Investitionstätigkeit des Unternehmens aus, die in Folge stabile Umsatzerlöse nach sich ziehen sollte. Unsere Prognosen bilden aber auch die allgemein unsichere Entwicklung der Immobilienmärkte ab, die besonders in den Vorjahren deutliche Zuwächse verbuchen konnten. Nach wie vor sehen wir aber für den Münchener Immobilienmarkt, hier insbesondere im Bereich der Gewerbeimmobilien, einer im Rückgang der frei verfügbaren Flächen begründete, stabilen Entwicklung entgegen. Demgegenüber stehen jedoch die Auswirkungen der aktuell schwierigen konjunkturellen Lage, die sowohl rückläufige Vermietungsumsätze als auch einen Rückgang der zuletzt hohen Durchschnittsmieten erwarten lassen.

Ein weiteres wesentliches Kriterium für die Prognose künftiger Umsätze sind die langfristig abgeschlossenen Mietverträge, die derzeit eine durchschnittliche Restlaufzeit von knapp 4 Jahren aufweisen. In den Geschäftsjahren 2009 und 2010 tragen die auslaufenden Mietverträge mit Nettoumsatzerlösen in Höhe von monatlich 0,26 Mio. € zum Gesamterfolg der Gesellschaft bei. Eine Prolongation dieser Mietverträge sehen wir als wahrscheinlich an. In diesem Zusammenhang erwähnenswert ist auch der, zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2009 erfolgte, leichte Rückgang der Vermietungsquote auf 96,9 %. Es wurden zum Ablauf der Mietvertragsbefristung Hauptflächen in einer Größenordnung von 1.900 qm zurückgegeben, davon konnten jedoch bereits 580 qm erfolgreich nachvermietet werden.

Aufgrund der genannten Effekte sehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 11,22 Mio. € und damit einen leichten Rückgang um 1 % als realistisch an. Diese sollten bei einer entsprechenden Zunahme der Auslastungskapazitäten in 2010 dann aber wieder um 1,6 % auf 11,40 Mio. € zunehmen. Unsere Prognosen berücksichtigen keine weiteren baulichen Expansionsprojekte, das primäre Ziel sollte in diesem Zusammenhang die Instandhaltung und Revitalisierung vorhandener Flächen sein. Dementsprechend gehen wir von relativ niedrigen Investitionssummen in Höhe von 1,43 Mio. € (2009) respektive 1,15 Mio. € (2010) aus .

Die Ergebnissituation der Gesellschaft wird auch in den beiden kommenden Geschäftsjahren durch die Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter belastet sein. Hier gehen wir in 2009 von einer maximalen Belastung in Höhe von 0,38 Mio. € aus, die sich in den folgenden Geschäftsperioden sukzessive abbauen sollte. Sowohl die Rentenzahlungen als auch die Rückstellungsaufösungen werden auf die künftige Ertragslage der Gesellschaft einen nachlassenden Einfluss haben.

In Summe erwarten wir für 2009 ein leicht rückläufiges EBITDA auf 7,91 Mio. €, das damit gleichzeitig einen leichten Rückgang der EBITDA-Marge auf 70,5 % bedeutet. Für das kommende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 8,05 Mio. €, das sich somit in etwa auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2008 einpendeln sollte. Entsprechend einer stabilen Abschreibungsquote schätzen wir für die kommenden zwei Jahre ein EBIT in Höhe von 4,74 Mio. € (EBIT-Marge: 42,2 %) respektive 4,85 Mio. € (EBIT-Marge: 42,6 %).

## 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. 3,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,857.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,71 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,06 %.

Kapitalkosten von  
5,06 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	7,7 %
Gewicht in %	25 %
Fremdkapitalkosten	4,9 %
Gewicht in %	75 %
Taxshield in %	15 %
<b>WACC</b>	<b>5,06 %</b>

## AGROB AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	70,6%	ewige EBITA - Marge	49,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,5%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-7,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	11,22	11,40	11,63	11,86	12,10	12,34	12,59	12,84	
US Veränderung	-1,0%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,12	0,12	0,13	0,13	0,14	0,15	0,15	0,16	
EBITDA	7,91	8,05	8,21	8,37	8,54	8,71	8,89	9,07	
EBITDA-Marge	70,5%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	70,6%	
EBITA	4,74	4,85	5,01	5,24	5,47	5,70	5,93	6,17	
EBITA-Marge	42,2%	42,6%	43,1%	44,2%	45,2%	46,2%	47,2%	48,1%	49,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,14	-0,20	-0,79	-0,83	-0,86	-0,90	-0,94	-0,98	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,59	4,65	4,22	4,41	4,60	4,80	5,00	5,20	
Kapitalrendite	4,9%	5,0%	4,6%	4,9%	5,3%	5,6%	6,0%	6,3%	6,9%
Working Capital (WC)	-0,87	-0,85	-0,87	-0,88	-0,90	-0,92	-0,94	-0,96	
WC zu Umsatz	-7,8%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	
Investitionen in WC	-0,42	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	94,00	92,00	90,15	88,35	86,58	84,85	83,15	81,49	
AFA auf OAV	-3,17	-3,20	-3,20	-3,14	-3,07	-3,01	-2,95	-2,89	
AFA zu OAV	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,20	-1,35	-1,33	-1,31	-1,28	-1,26	-1,23	
Investiertes Kapital	93,13	91,15	89,28	87,46	85,68	83,93	82,21	80,53	
EBITDA	7,91	8,05	8,21	8,37	8,54	8,71	8,89	9,07	
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,20	-0,79	-0,83	-0,86	-0,90	-0,94	-0,98	
Investitionen gesamt	-1,85	-1,22	-1,33	-1,32	-1,29	-1,26	-1,24	-1,21	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,20	-1,35	-1,33	-1,31	-1,28	-1,26	-1,23	
Investitionen in WC	-0,42	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,92	6,63	6,08	6,23	6,39	6,55	6,71	6,88	137,23

	GJ 2009e	GJ 2010e
Wert operatives Geschäft	134,57	134,74
Barwert expliziter FCFs	37,42	32,68
Barwert des Continuing Value	97,14	102,06
Nettoschulden (Net debt)	74,31	71,70
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	60,26	63,04
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	60,26	63,04
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>15,47</b>	16,18

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,9%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,0%
<b>WACC</b>	<b>5,1%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalren- dite	WACC				
	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%
5,9%	24,26	15,22	9,75	6,08	3,46
6,4%	29,28	18,90	12,61	8,39	5,39
6,9%	34,29	22,57	<b>15,47</b>	10,71	7,31
7,4%	39,31	26,25	18,32	13,02	9,23
7,9%	44,33	29,92	21,18	15,33	11,16

### Bewertung der AGROB AG

Die AGROB AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2011 bis 2015 eine Verstärkung 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 5,1 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie auf Basis Ende Geschäftsjahr 2009 entspricht **15,47 € (bisher 15,49 €)**.

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

Bestätigt wird unsere DCF-Bewertung auch durch den vom Unternehmen ausgewiesenen Net Asset Value (NAV) in Höhe von 14,16 €. Auf Basis des Kurses vom 19.06.2009 ergibt sich ein Abschlag der Marktbewertung zum NAV von -46,0 %. Die hier als Peer Group angesetzten Vergleichswerte weisen eine Bewertung um - 46,7 % unter dem NAV auf. Damit wird eine allgemein deutliche Unterbewertung deutscher börsennotierter Immobilienunternehmen sichtbar.

Unternehmen	Kurs 19.6.09 (in €)	NAV p.A. (in €)	NAV zum Kurs in %
IVG Immobilien AG	4,27	12,11	-64,7%
Deutsche Euroshop	22,90	27,44	-16,5%
Alstria Office AG	5,90	12,56	-53,0%
VIB Vermögen AG	4,26	11,06	-61,5%
KWG Kommunale Wohnen AG	4,05	6,52	-37,9%
<b>Mittelwert</b>			<b>- 46,7 %</b>
<b>AGROB AG</b>	<b>7,65</b>	<b>14,16</b>	<b>- 46,0 %</b>

## Fazit

Die AGROB AG ist als Immobilienbestandshalter mit den Schwerpunkten Bestandsbewirtschaftung und Immobilienverwaltung, Immobiliendienstleistungen sowie Projektentwicklung als Betreiber eines Medien- und Gewerbeparkes im Münchener Vorort Ismaning tätig.

Dabei präsentiert sich der deutsche Mietmarkt, insbesondere in den für die AGROB wichtigen Teilmärkten der Büroimmobilien, nach wie vor von seiner stabilen Seite. Regional zeigt sich dabei der Münchener Immobilienmarkt von den aktuellen konjunkturellen Bedingungen nahezu unbeeindruckt und weist sowohl bei den Mietumsätzen als auch bei den Mietpreisen eine positive Entwicklung auf. Gesunkene Leerstände lassen zudem in München mittelfristig eine Verknappung der Innenstadtlage erkennen, die sich in Folge auf das Umland positiv auswirken kann. Hierzu gehört auch die Gemeinde Ismaning mit dem Medien- und Gewerbepark der AGROB AG.

Dementsprechend kann die Gesellschaft erneut eine erfreuliche Entwicklung des Geschäftsjahres 2008 präsentieren. Dabei verzeichnete die AGROB AG einen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 2,4 % auf 11,33 Mio. €. Das EBITDA fiel in 2008 mit 8,09 Mio. € um 0,1 % leicht unter dem Vorjahresniveau von 8,11 Mio. € aus. In diesem Zusammenhang werden Belastungen aus der Subsidiärhaftung Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG ersichtlich, die sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 0,52 Mio. € beliefen. Ertragswirksam aufgelöste Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,21 Mio. € bewirkten eine Abmilderung dieser zusätzlichen Belastung. In Summe weist die AGROB AG im Geschäftsjahr 2008 damit aber einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,36 Mio. € aus, der um 7,2 % über dem Vorjahresniveau ausfiel (GJ 07: 1,27 Mio. €). Positive Effekte waren rückläufige Abschreibungen und ein konstantes Finanzergebnis.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009 erwarten wir jedoch zunächst mit 11,22 Mio. € leicht rückläufige Umsatzerlöse (- 1,0 %), die sowohl eine schwer zu prognostizierende Marktentwicklung als auch einen leichten Rückgang der Vermietungsquote berücksichtigen. Aufgrund neu hinzugekommener Pensionsberechtigter aus dem Kreis ehemaliger AGROB-Mitarbeiter, sollte es im laufenden Geschäftsjahr zu keiner spürbaren Entlastung dieser Sonderaufwendungen kommen. Dementsprechend erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 7,91 Mio. €, sowie ein EBIT von 4,74 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr 2010 prognostizieren wir damit wieder einen leichten Anstieg der Umsatzerlöse auf 11,40 Mio. € und in Folge ein EBITDA von 8,05 Mio. €. Ein EBIT von 4,85 Mio. € ist unseres Erachtens eine realistische Prognose.

**Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2009 einen fairen Wert von 15,47 € je Aktie ermittelt. Damit hat sich unsere Bewertungseinschätzung gegenüber unserer letzten Studie in Höhe von 15,49 € (22.09.2008) kaum verändert. Auch der vom Unternehmen ausgewiesene NAV von 14,16 €/Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 7,65 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen Abschlag in Höhe von 50,6 % auf. Wir halten dies für nicht gerechtfertigt und 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: 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:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**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 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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)