

06.10.2009

AGROB IMMOBILIEN AG *5

Kursziel: 14,75 €

aktueller Kurs / ST: 6,85
5.10.2009 / MUN

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004

ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900

WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR

Börsenkürzel/VZ: AGR3

Aktienanzahl³/ST: 2,314

Aktienanzahl³/VZ: 1,582

Marketcap³: 26,69

EnterpriseValue³: 102,88

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 25,0 %

Freefloat/VZ: 79,9 %

Transparenzlevel:

-

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2008

Gründung: 1876

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs



Quelle: BIS

Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB AG ist nach dem Ausgliedern sämtlicher operativer Beteiligungsgesellschaften im Jahre 1992 in den Geschäftsfeldern Bestandsbewirtschaftung, Immobiliendienstleistungen und Projektentwicklung tätig. 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 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, Constantin Medien AG, HSE 24 und aus dem Printbereich die GONG Verlagsgruppe.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	11,07	11,33	11,22	11,40
EBITDA	8,11	8,09	7,91	8,05
EBIT	4,85	4,93	4,74	4,85
Jahresüberschuss	1,27	1,36	1,29	1,39

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,32	0,35	0,33	0,36
Dividende je ST Aktie	0,14	0,14	0,14	0,14
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,19	0,19	0,19

Kennzahlen				
EV/Umsatz	9,36	9,08	9,17	9,02
EV/EBITDA	12,79	12,71	13,01	12,78
EV/EBIT	21,36	20,86	21,72	21,20
KGV	21,08	19,67	20,77	19,17
KBV		1,46		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

22.6.2009: RS / 15,47 / KAUFEN

14.4.2009: RS / 14,16 / KAUFEN

4.11.2008: RG / 15,49

22.9.2008: RS / 15,49 / KAUFEN

14.7.2008: RG / 15,91

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Geschäftstätigkeit

Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB IMMOBILIEN 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.

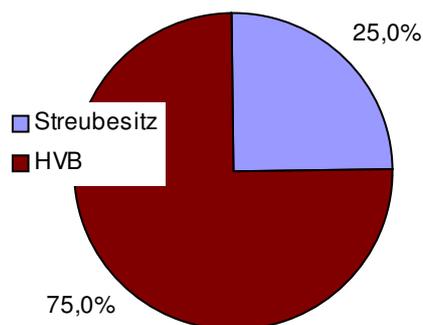
Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen, wie zum Beispiel Antenne Bayern, DSF Deutsches SportFernsehen, Sport1, HSE 24, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, Constantin Medien AG (ehemals EM.Sport MEDIA AG) und aus dem Printbereich die GONG Verlagsgruppe.

Aktionärsstruktur

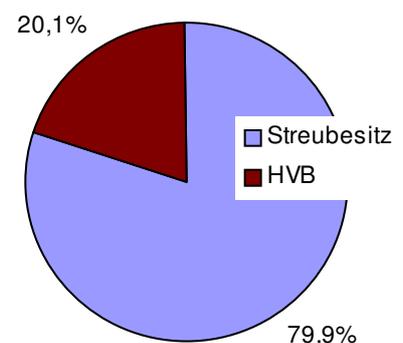
Anteilseigner Stämme	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
Anzahl (Stück)	2,31 Mio.

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

Stammaktienbesitz



Vorzugsaktienbesitz



Marktentwicklung

Die herausfordernde Wirtschaftssituation in Deutschland gibt in den neuesten Konjunkturdaten wieder Anlass zur Hoffnung. Statistiken unterstützen eine zunehmend positivere Erwartungshaltung in Bezug auf die kommenden Quartale. Dennoch kann man die nun immer mehr sichtbar werdende so genannte Bodenbildung, hinsichtlich der Immobilienmärkte, noch nicht überbewerten. Traditionell schlagen sich negative konjunkturelle Auswirkungen kurzfristig erst zeitverzögert auf die Immobilienmärkte durch.

Als Beleg hierfür kann in erster Linie der Einbruch des Transaktions- und Investmentmarktes, der im Zuge der zurückhaltenden Kreditvergaben seitens der Banken um etwa 60 % unterhalb des Vorjahresniveaus ausgefallen ist, anführen. Gleichzeitig können in deutschen Metropolen zwar noch keine nennenswerten Einbrüche der Vermietungsleistungen ersehen werden, es zeichnet sich dennoch eine schwieriger werdende Situation im Bereich der Neuvermietungen ab. So zeigt der für die AGROB IMMOBILIEN AG wichtige Teilmarkt München mittlerweile deutlich rückläufige Flächenumsätze auf.

Laut dem „City Report München 2009“ der BNP Paribas Real Estate (ehemalig AtisReal) wurde im ersten Halbjahr 2009 das Rekordergebnis des Vorjahres in Höhe von 400.000 qm mit nun ermittelten 265.000 qm deutlich unterboten. Positiv kann hier jedoch hervorgehoben werden, dass die Entwicklung des zweiten Quartals den Boden bildet, so dass weitere Umsatzrückgänge in dieser Höhe und Dynamik nicht wieder zu erwarten sind. Laut der BNP Paribas-Studie lassen sich für das zweite Halbjahr 2009 keine gravierenden Veränderungen bei der Immobilienmarktentwicklung in München erkennen. Zudem sollten sich auch beim Flächenangebot keine nennenswerten Verschiebungen ergeben. Neue Projekte, die zum Flächenzuwachs beitragen könnten, werden vor dem aktuellen Marktumfeld nur noch vereinzelt ausgeführt, so dass kein weiterer Druck auf die aktuelle Mietsituation entstehen sollte.

Der Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt Münchens wird als vergleichsweise stabil angesehen. In einer aktuellen Studie von Pricewaterhouse Coopers „Emerging Trends in Real Estate - Europe 2009“ werden der Landeshauptstadt die höchsten Chancen bei überschaubaren Risiken zugesprochen. Unter anderem aufgrund der Kaufkraftzunahme der Einwohner, hält München im europäischen Vergleich die Spitzenposition inne. Die rückläufigen Fertigstellungsvolumina und daraus folgernd geringere Bestandszuwächse, lassen in München eine weitere Verknappung der Innenstadtlagen erkennen. Aufgrund des derzeit nur noch eingeschränkt verfügbaren Flächenangebots in Zentrumslage könnten die Nachbargemeinden, wie beispielsweise Ismaning, profitieren.

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.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 1. Halbjahr 2009

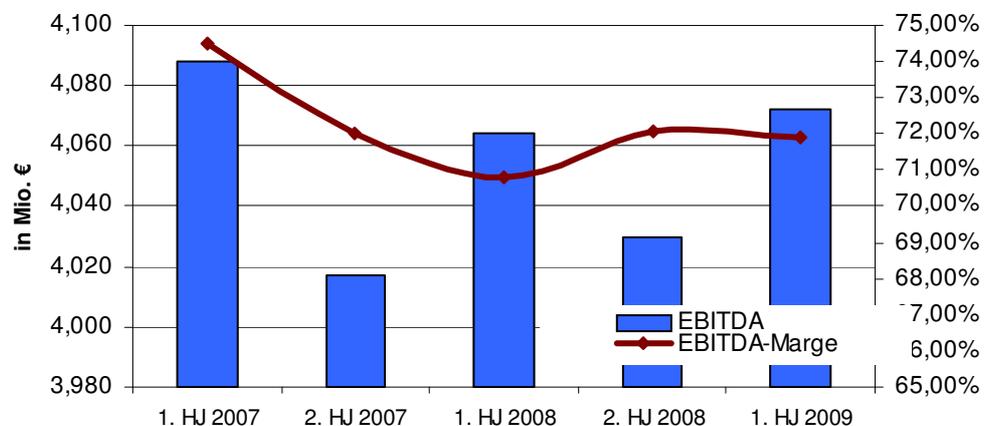
in Mio. Euro	1. HJ 2008	Δ zum VJ	1. HJ 2009
Umsatzerlöse	5,74	- 1,3 %	5,66
EBITDA	4,06	+ 0,2 %	4,07
EBIT	2,47	- 1,5 %	2,43
EBT	0,71	- 3,1 %	0,69
Jahresüberschuss	0,69	- 1,9 %	0,68
EPS in €	0,18	- 1,9 %	0,17

Quelle: AGROB AG; GBC AG

Die AGROB IMMOBILIEN AG (AGROB) kann im ersten Halbjahr 2009 eine plangemäße Entwicklung ihrer Mieterlöse ausweisen. Erzielt wurden insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 5,66 Mio. €, die damit gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 1,3 % niedriger ausgefallen sind (1.HJ 2008: 5,74 Mio. €). Zurückzuführen lässt sich dies in erster Linie auf eine geringfügig niedrigere Auslastung der Vermietkapazitäten. Die Vermietungsquote zum Stichtag 30.06.2009 belief sich auf 97,5 % während noch im Vorjahreszeitraum ein Vollauslastungsniveau von 99,2 % vermeldet wurde. Zeitgleich stiegen jedoch die sonstigen betrieblichen Erträge auf 0,12 Mio. € an (1.HJ 2008: 0,07 Mio. €) und damit kann die AGROB eine Gesamtleistung in Höhe von 5,78 Mio. € ausweisen. Diese bewegt sich mit einem Minus von 0,5 % in etwa auf dem Niveau des Vorjahres von 5,81 Mio. €. Die sonstigen betrieblichen Erträge sind vor allem auf eine Einmalzahlung im Rahmen der Rückübertragung von Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter zurückzuführen.

Der Personalaufwand belief sich im ersten Halbjahr 2009 auf 0,54 Mio. € und lag damit um 9,2 % über der Vorjahresperiode in Höhe von 0,50 Mio. €. Hierin enthalten sind auch zusätzliche Aufwendungen für die Altersversorgung im Rahmen der Subsidiärhaftung mit der Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB) in Höhe von 0,19 Mio. € (1.HJ 2008: 0,16 Mio. €). Dies findet auch in der auf den Umsatz bezogenen Personalaufwandsquote in Höhe von 9,6 % seinen Ausdruck (1.HJ 2008: 8,7 %).

Entwicklung des EBITDA



Quelle: AGROB IMMOBILIEN AG; GBC AG

Parallel hierzu reduzierten sich im ersten Halbjahr 2009 die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 1,17 Mio. € (1.HJ 2008) um 7,1 % auf

1,09 Mio. €. Diese Position gibt im Wesentlichen die Aufwendungen für Reparaturen, Kosten für Versicherungen, Rechts- und Beratungskosten sowie Energie- und Verwaltungskosten wieder.

Demzufolge verzeichnete das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) mit 4,07 Mio. € (1.HJ 2008: 4,06 Mio. €) eine stabile Entwicklung. Die hier korrespondierende EBITDA-Marge verbesserte sich auf 71,9 % (1.HJ 2008: 70,8 %).

Plangemäß stiegen die Abschreibungen auf Sachanlagen von 1,59 Mio. € (1.HJ 2008) um 2,8 % auf 1,64 Mio. € (1.HJ 2009) an. In Folge dessen reduzierte sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) leicht um 1,5 % auf 2,43 Mio. € (1.HJ 2008: 2,47 Mio. €).

Der operative Schwerpunkt der AGROB IMMOBILIEN AG liegt mit der Bestandshaltung in einem sehr kapitalintensiven Tätigkeitsfeld. Traditionell stellt dadurch das Finanzergebnis der Gesellschaft die größte Kostenposition dar. Im ersten Halbjahr 2009 beliefen sich die saldierten Zinsaufwendungen auf 1,74 Mio. € und hatten damit einen Anteil an den Umsatzerlösen in Höhe von 30,8 % (1.HJ 2008: 30,6 %). Gegenüber dem Vorjahr sind dabei die saldierten Zinsaufwendungen nahezu unverändert geblieben (1.HJ 2008: 1,76 Mio. €).

Die AGROB IMMOBILIEN AG profitiert vom Status als Immobilienbestandshalter, was sich über die Gewerbesteuerbefreiung in einem niedrigen Steueraufwand auswirkt. Zugleich können steuerliche Verlustvorträge geltend gemacht werden. Dementsprechend beliefen sich die Steuerbelastungen in der abgelaufenen Berichtsperiode mit 0,09 Mio. € auf einem ähnlich niedrigen Niveau wie im Vorjahr (1.HJ 2008: 0,10 Mio. €).

Damit summiert sich das Periodenergebnis auf 0,68 Mio. € und hat sich gegenüber dem ersten Halbjahr des Vorjahres leicht um 1,9 % (1.HJ 2008: 0,69 Mio. €) reduziert. Die Umsatzrentabilität konnte somit auf 12,0 % stabilisiert werden (1. HJ 2008: 12,1 %). Der Gewinn je Aktie (EPS) beträgt 0,17 € (1. HJ 2008: 0,18 €). Die Halbjahreszahlen lagen damit im Rahmen unserer Erwartungen.

Bilanzielle Betrachtung zum 30.06.2009

Zum Bilanzstichtag 30.06.2009 kann die AGROB IMMOBILIEN AG weiterhin solide Bilanzrelationen aufzeigen. Das ausgewiesene Eigenkapital in Höhe von 18,32 Mio. € zeigt dabei trotz eines Dividendenabflusses in Höhe von 0,62 Mio. € im Vergleich zur Geschäftsjahresbilanz 2008 nahezu keine Veränderung auf (31.12.2008: 18,27 Mio. €). Im Zuge einer leicht reduzierten Bilanzsumme beläuft sich die korrespondierende Eigenkapitalquote auf 19,3 % (31.12.2008: 18,9 %).

Da die Gesellschaft konservativ nach den HGB-Kriterien bilanziert, wurden in den vergangenen Perioden keine ergebniswirksamen Aufwertungen sowie keine Aktivierung auf das bestehende Immobilienportfolio vorgenommen. Demnach ist eine Bilanzierung unterhalb der Verkehrswerte erfolgt, was damit die Existenz hoher stiller Reserven bedeutet. Diese belaufen sich zum Bilanzstichtag 30.06.2009 auf 38,48 Mio. €. Unter Einbezug der stillen Reserven weist die Gesellschaft einen Net Asset Value (NAV) je Aktie in Höhe von 14,58 € aus.

Die Höhe des ausgewiesenen Anlagevermögens der AGROB IMMOBILIEN AG war im Berichtszeitraum im Wesentlichen durch zwei Vorgänge determiniert. Einerseits konnte das im Jahr 2007 begonnene Neubauvorhaben „Erweiterung Sendezentrum Antenne Bayern“ aufgrund der Fertigstellung komplett in Höhe von 3,62 Mio. € in das Anlagevermögen verbucht werden. Parallel reduzierte dieser Vorgang die geleisteten Anzahlungen und Anlagen in Bau um 3,66 Mio. €. Andererseits wurden die Investitionskosten für den Umbau des Gebäudes 25 in Höhe von 0,20 Mio. € ebenfalls aktiviert. Parallel hierzu fielen planmäßige Abschreibungen in Höhe von 1,64 Mio. € an. Somit reduzierte sich in Summe das Anlagevermögen von 95,75 Mio. € (31.12.2008) auf 94,86 Mio. €.

Einer gebremsten Investitionstätigkeit des Unternehmens ist der Abbau von Finanzverbindlichkeiten, die einen wesentlichen Bestandteil der Passivseite der Bilanz darstellen, geschuldet. Im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2008 konnten diese von 72,02 Mio. € auf 71,25 Mio. € reduziert werden. Dank des positiven Geschäftsergebnisses konnten die Investitionen der ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres zum Großteil mit Eigenmitteln finanziert werden. Flankiert wird diese Tatsache von den planmäßigen Tilgungsleistungen in Höhe von 1,31 Mio. € und damit in Folge einer Reduktion der zinstragenden Schulden.

Ferner weist die Gesellschaft Pensionsverpflichtungen in Höhe von 4,24 Mio. € aus (31.12.2008: 4,13 Mio. €). Dieser Anstieg ist auf die Umwandlung in Direktzusagen für weitere ehemalige 105 AGROB-Mitarbeiter, die in den Vorperioden noch bei der Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer (DSCB) angesiedelt waren. Im Wege der Umwandlung wurden parallel hierzu diese zusätzlichen Verpflichtungen in Höhe von 0,22 Mio. € aus den sonstigen Rückstellungen auf die Pensionsrückstellungen umgebucht. Insgesamt belaufen sich die Rückstellungen der Gesellschaft auf 4,80 Mio. € (31.12.2008: 5,00 Mio. €).

Prognose und Modellannahmen

Basierend auf den Vorgaben des Geschäftsjahres 2008 haben wir bereits in unserer letzten Studie vom 22.06.2009 eine nachlassende Neubau- und Erweiterungstätigkeit der AGROB IMMOBILIEN AG prognostiziert. Mit Vorlage der Halbjahreszahlen sehen wir diesen Trend vor allem aufgrund eines geringen Investitionsvolumens in Höhe von 0,75 Mio. €, das unter dem Niveau der Abschreibungen in Höhe von 1,64 Mio. € geblieben ist, bestätigt. Wir erwarten auch für die kommenden Perioden eine erhöhte Konzentration der Gesellschaft auf die vorhandenen Immobilienbestände. Maßnahmen zur Bestandserhaltung- und Verbesserung sollen in diesem Zusammenhang eine erhöhte Mieterbindung erreichen. Ein aktiver Abbau der noch vorhandenen Leerstände wird unseres Erachtens ebenfalls besonders im Fokus der Gesellschaft sein. In Folge dessen erwarten wir weiterhin eine Stabilisierung der Umsatzsituation.

In unseren Schätzungen lassen wir zudem mögliche negative Effekte aus der aktuellen Wirtschaftssituation nicht außer Acht. Diese sollten sich jedoch unseres Erachtens nur sehr begrenzt auf die operative Entwicklung der AGROB IMMOBILIEN AG auswirken. So ist das Unternehmen zwar in einem Marktumfeld tätig, das durch die Konjunkturkrise von einer schwieriger werdenden Situation geprägt ist, die besondere Positionierung des AGROB Medien- und Gewerbeparks mit seiner starken Fokussierung sollte diese jedoch abmildern können. Zudem zeigt der Münchener Mietmarkt für Gewerbe- und Büroimmobilien Anzeichen einer Bodenbildung, so dass kein weiterer Druck auf die aktuelle Mietsituation entstehen sollte.

Ein weiteres wesentliches Kriterium für die Prognose künftiger Umsätze sind die langfristig abgeschlossenen Mietverträge der AGROB IMMOBILIEN AG. Zum 31.12.2009 auslaufende und bereits gekündigte Mietverträge mit der Constantin Medien AG sind in einem fortgeschrittenen Weitervermietungsstadium, was wir ebenfalls als positiv werten.

Aufgrund dieser genannten Effekte sehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2009 unverändert Umsatzerlöse von 11,22 Mio. € und damit einen leichten Rückgang in Höhe von 1 % als realistisch an. Für das Geschäftsjahr 2010 unterstellen wir einen leichten Anstieg der Vermietungsquote und damit eine Zunahme der Mieterlöse in Höhe von 1,6 % auf 11,40 Mio. €. Bauliche Expansionsprojekte werden in diesen Prognosen nicht berücksichtigt. Damit haben wir die Umsatzschätzungen unserer Studie vom 22.06.2009 beibehalten.

Die Ergebnissituation der Gesellschaft wird auch in den kommenden Geschäftsjahren durch die Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter belastet sein. Damit erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2009 ein leicht rückläufiges EBITDA auf 7,91 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr sollte sich das EBITDA mit 8,05 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Jahres 2008 einpendeln. Somit behalten wir unsere Ergebnisschätzungen der Studie vom 22.06.2009 ebenfalls bei.

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. 3,50 % (bisher: 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 8,21 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,18 %.

Kapitalkosten von
5,18 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	8,2 %
Gewicht in %	25 %
Fremdkapitalkosten	4,9 %
Gewicht in %	75 %
Taxshield in %	15 %
WACC	5,18 %

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	-0,98
EBI (NOPLAT)	4,59	4,65	4,22	4,41	4,60	4,80	5,00	5,20	15,8%
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	130,84

	GJ 2009e	GJ 2010e
Wert operatives Geschäft	129,10	129,16
Barwert expliziter FCFs	37,25	32,55
Barwert des Continuing Value	91,85	96,61
Nettoschulden (Net debt)	74,31	71,70
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	54,79	57,46
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	54,79	57,46
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,06	14,75

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	8,2%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,9%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,0%
WACC	5,2%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalren- dite	WACC				
	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%
5,9%	22,21	14,12	9,06	5,61	3,11
6,4%	27,01	17,71	11,90	7,94	5,06
6,9%	31,81	21,31	14,75	10,27	7,02
7,4%	36,61	24,90	17,59	12,60	8,98
7,9%	41,41	28,50	20,43	14,93	10,93

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 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 5,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie auf Basis Ende Geschäftsjahr 2010 entspricht **14,75 € (bisher 15,47 €)**. Die leichte Reduktion des Kursziels resultiert aus der erfolgten Erhöhung des risikolosen Zinssatzes am Markt gegenüber unserer letzten Studie.

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 14,58 €. Auf Basis des Kurses vom 05.10.2009 ergibt sich ein Abschlag der Marktbewertung zum NAV von - 53,0 %. Die hier als Peer Group angesetzten Vergleichswerte weisen eine Bewertung um - 36,8 % unter dem NAV auf. Damit wird weiterhin eine allgemein deutliche Unterbewertung deutscher börsennotierter Immobilienunternehmen sichtbar. Aber besonders AGROB hat im Vergleich noch ein deutliches Aufholpotenzial.

Unternehmen	Kurs 05.10.09 (in €)	NAV p.A. (in €)	NAV zum Kurs in %
IVG Immobilien AG	6,93	12,7	-45,4%
Deutsche Euroshop	23,16	27,43	-15,6%
Alstria Office AG	7,63	12,3	-38,0%
VIB Vermögen AG	6,35	11,06	-42,6%
KWG Kommunale Wohnen AG	3,85	6,67	-42,3%
Mittelwert			- 36,8 %
AGROB AG	6,85	14,58	- 53,0 %

Fazit:

Die AGROB IMMOBILIEN AG ist als Immobilienbestandshalter und hierbei Betreiber eines Medien- und Gewerbeparkes im Münchener Vorort Ismaning tätig. Dabei kann die Gesellschaft auch im ersten Halbjahr 2009 eine weiterhin sehr stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung aufweisen. Dies ist hauptsächlich auf die speziellen Ausstattungsmerkmale des Immobilienbestandes der AGROB IMMOBILIEN AG zurückzuführen, die eine scharfe Trennung zum deutschen Büro- und Gewerbeimmobilienmarkt ermöglichen. Zudem musste die AGROB IMMOBILIEN AG keine Mietausfälle verzeichnen und kann eine sehr stabile Entwicklung der Vermietungsquote auf hohem Niveau aufweisen.

Insgesamt präsentiert die Gesellschaft zum Halbjahr 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 5,66 Mio. €, diese fielen mit 1,3 % nur geringfügig unterhalb des Vorjahresniveaus aus (1.HJ 2008: 5,74 Mio. €). Aufgrund eines Sondereffektes im Zusammenhang mit Rückstellungsaufösungen weist das Unternehmen einen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge und damit in Folge eine Gesamtleistung von 5,78 Mio. € aus. Die im Vorjahr erzielte Gesamtleistung in Höhe von 5,81 Mio. € liegt um 0,5 % nur marginal höher. Die Kostensituation der AGROB IMMOBILIEN AG ist auch im abgelaufenen Geschäftsjahr weitestgehend stabil geblieben und dadurch weist die Gesellschaft ein EBIT in Höhe von 2,43 Mio. € aus. Gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres kommt dies einer Reduktion in Höhe von 1,5 % gleich (1.HJ 2008: 2,47 Mio. €).

Das zweite Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2008 sollte unserer Ansicht nach von einer Konzentration auf die vorhandenen Immobilienbestände geprägt sein. In diesem Zusammenhang sollten die Neubauvorhaben den Maßnahmen zur Bestandserhaltung- und Verbesserung weichen. Dementsprechend erwarten wir eine Stabilisierung der Umsatz- und Ertragslage.

Für die kommenden Perioden behalten wir unsere Schätzungen unserer letzten Researchstudie vom 22.06.2009 bei und erwarten für 2009 mit 11,22 Mio. € zunächst leicht rückläufige Umsatzerlöse. Diese bilden dabei sowohl eine derzeit schwieriger zu prognostizierenden Marktentwicklung, als auch einen leichten Rückgang der Vermietungsquote, ab. In Folge dessen erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 7,91 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr 2010 gehen wir unverändert von Umsatzerlösen in Höhe von 11,40 Mio. € sowie von einem EBITDA in Höhe von 8,05 Mio. € aus.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Jahres 2010 einen fairen Wert von 14,75 € je Aktie ermittelt. Die Bewertungseinschätzung gegenüber unserer letzten Studie (15,47 €) hat sich damit leicht reduziert. Bei sonst unveränderten Erwartungen für das laufende und kommende Geschäftsjahr ist diese Reduktion in erster Linie auf eine leichte Erhöhung des risikolosen Zinssatzes zurückzuführen. Derzeitige Kursniveaus von 7,23 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen starken Abschlag in Höhe von 51,0 % auf. Daher stufen wir die AGROB IMMOBILIEN AG weiterhin 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 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 Interessenskonflikten 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; Dipl. Betriebswirt (FH)

Analyst 2: Felix Gode, Finanzanalyst; Dipl. Wirtschaftsjurist (FH)

§ 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

- 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