



## Researchstudie (Anno)



**„Attraktive Substanzperle im Immobilienbereich“**

**Kursziel: 14,86 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---



## Agrob Immobilien AG <sup>\*5</sup>

**Kursziel: 14,86**

aktueller Kurs / ST: 8,75  
14.6.2010 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004

ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900

WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR

Börsenkürzel/VZ: AGR3

Aktienanzahl<sup>3</sup>/ST: 2,314

Aktienanzahl<sup>3</sup>/VZ: 1,582

Marketcap<sup>3</sup>: 34,09

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 110,28

<sup>3</sup> 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](mailto:filker@gbc-ag.de)

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\*Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilienbestandshalter

Mitarbeiter: 8 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1876

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs



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	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	11,33	11,17	11,15	11,32
EBITDA	8,09	8,12	7,91	8,06
EBIT	4,93	4,81	4,71	4,86
Jahresüberschuss	1,36	1,33	1,31	1,43

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,35	0,34	0,34	0,37
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	9,65	9,61	9,63	9,49
EV/EBITDA	13,51	13,23	13,58	13,32
EV/EBIT	22,18	22,32	22,8	22,1
KGV	24,45	24,93	25,93	23,85
KBV		1,75		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

22.06.2010: Hauptversammlung  
August 2010: Veröffentlichung HJ-Bericht  
Mai 2011: Veröffentlichung GJ-Bericht

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

26.1.2010: RS / 14,75 / KAUFEN  
6.11.2009: RG / 14,75 / KAUFEN  
6.10.2009: RS / 14,75 / KAUFEN  
9.9.2009: RG / KAUFEN  
22.6.2009: RS / 15,47 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Inhaltsangabe

### Unternehmen

Aktionärsstruktur der AGROB Immobilien AG.....	1
Kundenkreis der AGROB Immobilien AG.....	1

### Markt und Marktumfeld

Immobilienmarkt Deutschland.....	2
Immobilienmarkt München.....	2

### Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 2009.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Kosten-/Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle Situation 2009.....	6
Entwicklung Q1 2010.....	7
Zahlen im Überblick.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9

### Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
NAV Peer-Group-Bewertung.....	12
Fazit .....	13

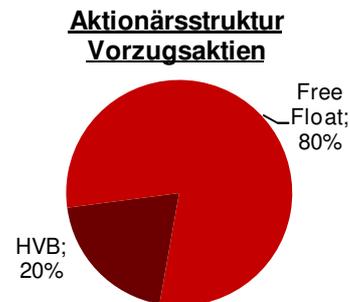
### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur AGROB Immobilien AG

Anteilseigner Stämme	Anteile	Anteilseigner Stämme	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %	HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	25,0 %	Streubesitz	79,9 %



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Kundenkreis der AGROB Immobilien AG - Namhafte Medienunternehmen als Mieter

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:



## Markt und Marktumfeld

### Immobilienmarkt Deutschland - Talsohle 2009 durchschritten

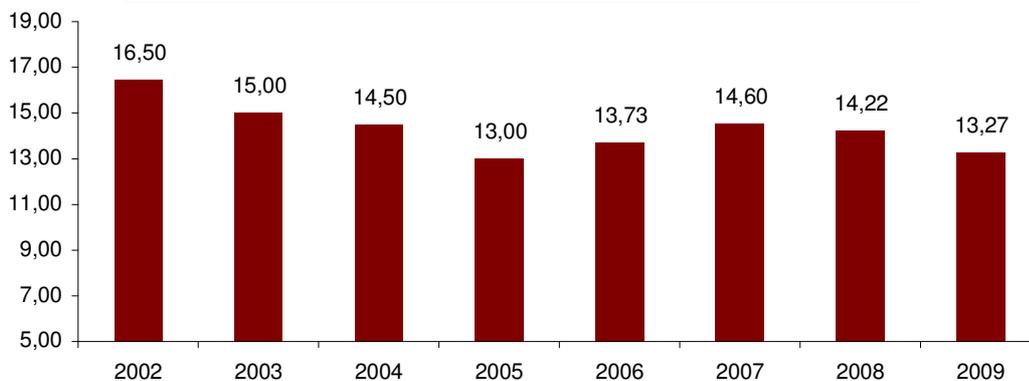
Der deutsche Immobilienmarkt konnte sich von den allgemeinwirtschaftlichen Vorgaben im Jahr 2009 nicht lösen. Erhebliche Belastungen konnten hier insbesondere im ersten Halbjahr 2009 ersehen werden. Ein Rückgang des Umsatzvolumens auf Gesamtbasis 2009 in Höhe von etwa 50 % (Quelle: BNP Paribas Real Estate, Property Report 2010) verdeutlicht die Auswirkungen der Finanzkrise. Jedoch konnte hier im Zuge einer zaghaften Erholung der deutschen Wirtschaft, speziell zum Jahresende hin, wieder eine Normalisierung des Umsatzvolumens beobachtet werden.

### Immobilienmarkt München - Stabilisierung 2010, deutliche Erholung 2011 erwartet

Der für die AGROB Immobilien AG (im Folgenden: AGROB) wichtige Münchener Markt für Gewerbe- und Büroimmobilien bildet in etwa die gleichen Tendenzen des gesamten Deutschen Immobilienmarktes ab. Dementsprechend war das abgelaufene Krisenjahr 2009 von einem deutlichen Rückgang der Flächenumsätze gekennzeichnet. Diese reduzierten sich im Vergleich zum Vorjahr um etwa 33 %. Belastungen dieser Größenordnung konnten zuletzt im Jahr 2002 beobachtet werden. (Quelle: Savills Deutschland, April 2010)

Aktuell zeigt sich jedoch der Münchener Markt für Büroimmobilien, ähnlich wie in der gesamtdeutschen Entwicklung zu beobachten, von Erholungstendenzen geprägt. Je nach Datenquelle kann hier im ersten Quartal 2010 gegenüber dem Vorjahresquartal wieder ein deutlicher Anstieg der Flächenumsätze in Höhe von 16 % (Quelle: Savills Deutschland) oder 12 % (Quelle: BNP Paribas) ersehen werden. Aufgrund der hohen Fertigstellungsquoten der Vorjahre ist parallel hierzu aber der Leerstand im ersten Quartal spürbar um 10 % auf 1,8 Mio. qm angestiegen. Die aktuelle Leerstandsquote beläuft sich damit auf 9,1 % im Umland sowie auf 8,0 % im Stadtgebiet (Quelle: BNP Paribas). Dieser Tatsache ist zugleich ein Rückgang der Durchschnittsmieten zuzuschreiben.

**Entwicklung der Durchschnittsmieten (Büro) in München (€/qm)**



Quelle: Savills Deutschland; GBC AG

Kurzfristige Potenziale des Münchener Gewerbeimmobilienmarktes können vordergründig im Rückgang der Flächen im Bau erkannt werden. Ein damit zugehöriger Rückgang des Leerstandes könnte eine Stabilisierung der Mietpreise nach sich ziehen. Zugleich können positive Impulse aus einer konjunkturellen Erholung erwartet werden. Diese wird eine Anhebung der Nachfragebasis zur Folge haben. Für 2010 wird deshalb eine Stabilisierung des Münchener Immobilienmarktes erwartet, eine spürbare Verbesserung wird für 2011 erwartet.

Es gilt jedoch festzuhalten, dass ein Vergleich des AGROB Medien- und Gewerbeparkes in Ismaning mit dem Gesamtmarkt nur begrenzt möglich ist. Eine klare Ausrichtung auf den Medienbereich mit dazugehörigen besonderen Vermögenswerten verdeutlichen die Unterscheidungsmerkmale zum allgemeinen Immobilienmarkt. Durch den spezifischen Fokus ergeben sich klare Alleinstellungsmerkmale in der Region.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2009 - Trotz schwacher Konjunkturentwicklung stabil und leicht besser als erwartet

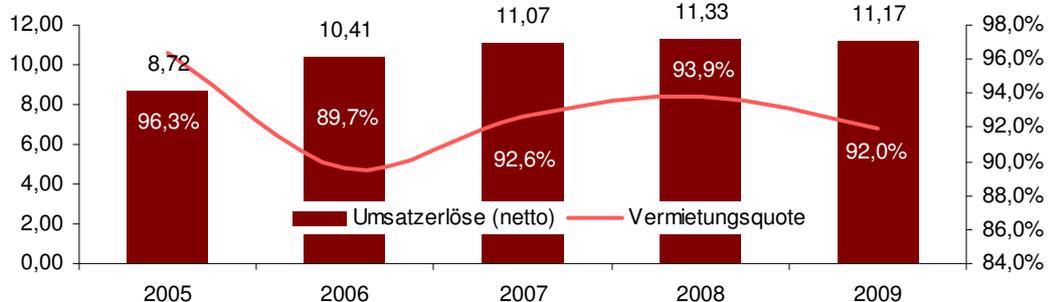
in Mio. €	GJ 2008	Δ 2008/2009	GJ 2009
Umsatzerlöse	11,33	-1,4 %	11,17
EBITDA	8,09	+0,3 %	8,12
EBIT	4,93	-2,4 %	4,81
Jahresüberschuss	1,36	-1,9 %	1,33
EPS in €	0,35	-1,9 %	0,34

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Unterjähriger Leerstand reduzierte die Umsätze leicht

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 erzielte die AGROB AG Miet- und Pächterlöse in Höhe von 11,17 Mio. €. Diese blieben mit -1,4 % minimal unterhalb des Vorjahresniveaus von 11,33 Mio. €. Diese leichte Reduktion ist dabei als Folge einer geringeren Vermietenauslastung zu verstehen, welche sich im Vorjahresvergleich von 93,9 % (GJ 2008) auf 92,0 % reduzierte. Im Berichtszeitraum wurden in diesem Zusammenhang Hauptnutzflächen nach fristgerechter Beendigung von Mietverträgen in einem Umfang von 3.007 qm zurückgegeben. Im Ausgleich hierzu war die Gesellschaft in der Lage vakante Flächen in Höhe von 2.344 qm der Vermietung neu zuzuführen. Aufgrund dieser Neuvermietung blieb zwar der Anteil des Leerstandes auf einem niedrigen Niveau, die Gesellschaft verzeichnete dennoch im Zuge von nutzerspezifischen Umbaumaßnahmen den bereits aufgezeigten minimalen Rückgang an Mieterlösen.

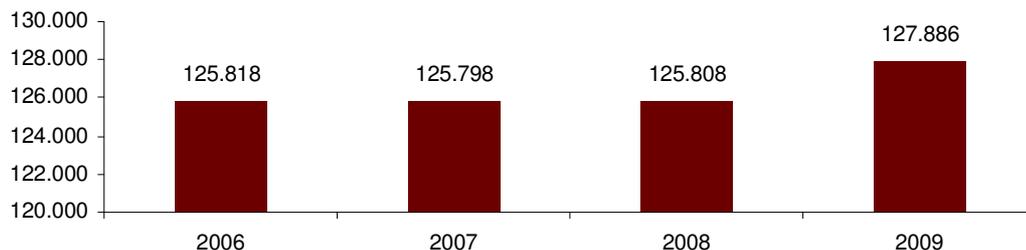
#### Umsatzerlöse (in Mio. €) / Vermietungsquote (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die aktuelle Auslastungsquote bemisst sich derzeit an einer gesamten Hauptnutzfläche zum Bilanzstichtag in Höhe von 127.886 qm. Diese erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr (VJ: 125.808 qm) um die zu Jahresbeginn an den Mieter „Antenne Bayern“ erstmalig neu übergebenen Ergänzungsflächen.

#### Flächenbestand in qm (2006-2009)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der Anstieg der Nutzflächen zeigt dabei die kurzfristigen Steigerungspotenziale der Mietumsätze auf, für die künftige Umsatzentwicklung ist jedoch die Laufzeitstruktur der Mietverträge eine ebenso wichtige Kenngröße. Derzeit beläuft sich der Anteil der Festmietlaufzeiten mit einer mehr als dreijährigen Restlaufzeit auf 39 % (VJ: 40 %). Der Anteil der Mietverträge mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr liegt bei 26,1 %. Diese Größenordnung sehen wir nicht als kritisch an, da sich die Gesellschaft in fortgeschrittenen Verhandlungen zur Verlängerung dieser Mietverträge befindet.

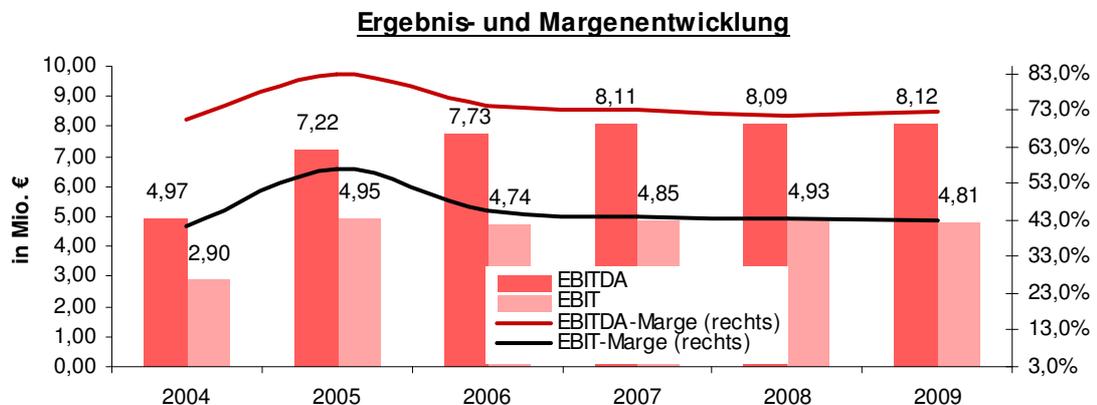
### Kosten-/Ergebnisentwicklung - Ergebnisentwicklung stabil

Die der Gesamtleistung zuzurechnenden sonstigen betrieblichen Erträge konnten in 2009 mit 0,36 Mio. € nicht an das Vorjahresniveau von 0,48 Mio. € anknüpfen. Diese Minderung in Höhe von 23,9 % ist dabei im Wesentlichen auf die im Geschäftsjahr 2008 vorgenommene ertragswirksame Auflösung von Rückstellungen in Höhe von 0,30 Mio. € zurückzuführen. Im Gegensatz hierzu trug im Geschäftsjahr 2009 eine Einmalzahlung im Zusammenhang mit der Übernahme von Pensionsverpflichtungen für weitere 105 ehemalige AGROB-Mitarbeiter mit 0,09 Mio. € zu den sonstigen betrieblichen Erträgen bei. Insgesamt reduzierte sich damit die Gesamtleistung in 2009 von 11,81 Mio. € (GJ 08) leicht um 2,3 % auf 11,54 Mio. €.

Die Personalaufwendungen der Gesellschaft liegen mit 1,03 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: 0,99 Mio. €). Belastungen im Rahmen der Subsidiärhaftung Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB), aufgrund der Rückübertragung von Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter, waren auch in der abgelaufenen Berichtsperiode ersichtlich. Die laufenden Versorgungsbezüge sowie die Beiträge zum Pensionsversicherungsverein summierten sich in 2009 auf 0,60 Mio. € (VJ: 0,53 Mio. €). Demgegenüber steht jedoch eine erfolgswirksame Auflösung von Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,26 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) und damit beläuft sich in 2009 die Gesamtbelastung aus diesem Vorgang auf 0,34 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €). Gleichzeitig wird diese Größenordnung für das laufende Geschäftsjahr 2010 als Basis für die maximale Belastung aus der zusätzlichen Versorgung ehemaliger AGROB-Mitarbeiter herangezogen. Die Gesellschaft beziffert die maximale mögliche Belastung in 2010 auf 0,35 Mio. €.

Reparaturen, Versicherungskosten, Rechts- und Beratungskosten sowie allgemeine Verwaltungskosten werden in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammengefasst. Diese reduzierten sich in 2009 von 2,57 Mio. € (GJ 08) um 13,0 % auf 2,23 Mio. €.

Trotz des leichten Umsatzrückgangs war damit die AGROB sogar in der Lage das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) auf 8,12 Mio. € zu steigern. Gegenüber dem Vorjahreswert von 8,09 Mio. € entspricht dies einem leichten Anstieg in Höhe von 0,3 %. Die dazugehörige EBITDA-Marge steigerte sich im Zuge dessen von 71,4 % (GJ 08) auf 72,6 % und zeigt damit erneut eine entsprechend hohe Ergebnisqualität auf.

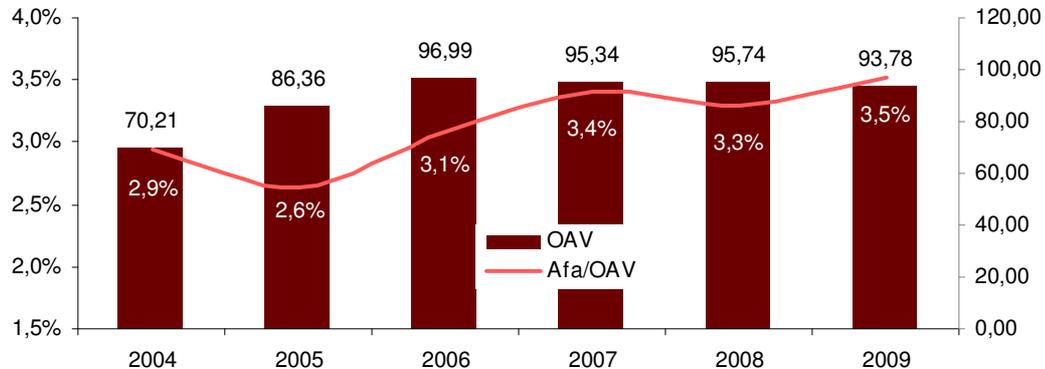


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die planmäßigen Abschreibungen erhöhten sich infolge der abgeschlossenen Neubaumaß-

nahme „Erweiterung Sendezentrum Antenne Bayern“ von 3,16 Mio. € (GJ 08) um 4,5 % auf 3,30 Mio. €. Der langfristige Ansatz der Immobilien als Anlagevermögen zieht demnach eine auf das Anlagevermögen der Gesellschaft bezogene niedrige Abschreibungsquote von 3,5 % (VJ: 3,3 %) nach sich.

### Abschreibungen / Anlagevermögen



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) reduzierte sich in 2009 von 4,93 Mio. € (GJ 08) ebenfalls nur um 2,4 % auf 4,81 Mio. €.

Im Zuge der abgeschlossenen Umbaumaßnahmen und einer damit zugehörig geringeren Inanspruchnahme von Fremdmitteln, konnte die Gesellschaft die Finanzaufwendungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 von 3,59 Mio. € (GJ 08) um 4,1 % auf 3,45 Mio. € reduzieren. Diese Größenordnung bildet einerseits die von 76,98 Mio. € (GJ 08) auf 74,21 Mio. € rückläufige Entwicklung der zinstragenden Verbindlichkeiten ab, andererseits wird damit aber auch ein immer noch günstiges Zinsniveau ersichtlich. Der gewichtete Durchschnittszinssatz aller Darlehen beläuft sich zum Bilanzstichtag mit 4,95 % in etwa auf dem sehr niedrigen Niveau des Vorjahres (VJ: 4,91 %).

Der Status als Immobilienbestandshalter eröffnet der AGROB die Möglichkeit einer Gewerbesteuerbefreiung und damit werden die Erträge lediglich mit der Körperschaftsteuer belastet. Dementsprechend niedrig fiel auch dieses Jahr die Steuerbelastung in Höhe von 0,04 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €) aus.

In Summe beläuft sich der den Aktionären zuzurechnende Jahresüberschuss auf 1,33 Mio. € und reduzierte sich gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig um 1,9 % (VJ: 1,36 Mio. €). Somit beträgt der Gewinn je Aktie 0,34 € (VJ: 0,35 €). Im Zuge der kontinuierlichen Dividendenpolitik sollen die Aktionäre der Gesellschaft am soliden Ergebnis des Geschäftsjahres 2009 mit einer erwarteten Dividende von 0,14 € (Stammaktien) bzw. 0,19 € (Vorzugsaktien) partizipieren.

**Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2009 - durch stille Reserven sehr solide Relationen**

in Mio. €	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009
Eigenkapital	17,53	18,27	18,97
EK-Quote	18,4 %	18,9 %	20,2 %
<b>EK-Quote (Verkehrswert)</b>	<b>41,8 %</b>	<b>41,3 %</b>	<b>43,4 %</b>
Finanzverbindlichkeiten	77,04	76,98	74,29
Operatives Anlagevermögen	93,93	91,28	92,93
LTV	82,0 %	84,3 %	79,9 %
<b>LTV (Verkehrswert)</b>	<b>45,1 %</b>	<b>46,6 %</b>	<b>43,8 %</b>

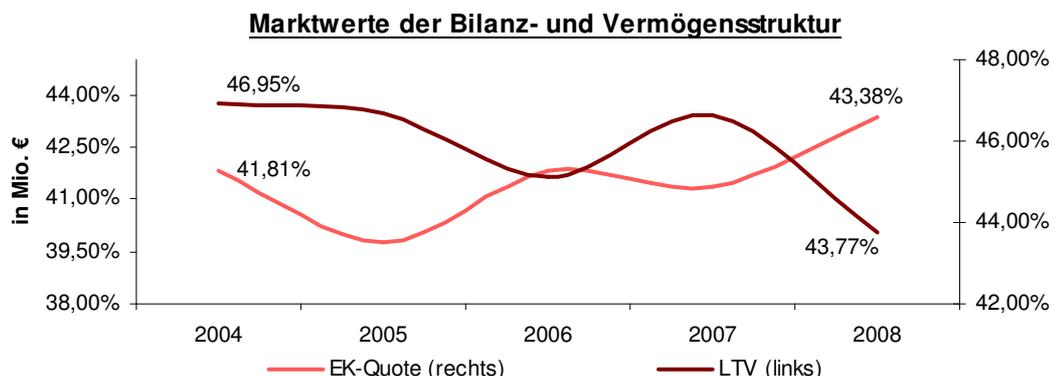
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Hinweis: die Bilanzierung der AGROB richtet sich nach den Regeln des HGB. Diese sehen eine Aktivierung des Sachanlagevermögens nach dem Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip vor. Da hiermit keine marktgerechte Bewertung zu Verkehrswerten vorgenommen wird, führt dies zur Entstehung stiller Reserven. Auf Basis einer gutachterlichen Ermittlung belaufen sich diese zum Bilanzstichtag auf 38,40 Mio. € (VJ: 36,90 Mio. €) und damit weist die Gesellschaft einen fairen Net Asset Value (NAV) in Höhe von 57,37 Mio. € auf. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 14,73 €. Diesem Vorgehen entsprechend haben wir beim Ausweis der bereinigten Kennzahlen die stillen Reserven sowohl im Eigenkapital als auch im Immobilienvermögen berücksichtigt.

Aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung ist die AGROB zum 31.12.2009 in der Lage, einen leichten Anstieg des Eigenkapitals auf 18,97 Mio. € (VJ: 18,27 Mio. €) auszuweisen. Die hiermit korrespondierende EK-Quote steigerte sich ebenfalls auf 20,2 % (VJ: 18,9 %). Unter Hinzurechnung der stillen Reserven liegt der Verkehrswert des Eigenkapitals bei 57,37 Mio. € und damit läge die EK-Quote bei 43,4 % (VJ: 41,3 %).

Das Fremdkapital der Gesellschaft wird aufgrund des kapitalintensiven Geschäftsfeldes „Bestandshaltung“ von den Finanzverbindlichkeiten dominiert. Als Folge einer abnehmenden Investitionstätigkeit (Investitionsvolumen reduzierte sich in 2009 von 3,6 Mio. € auf 1,5 Mio. €) minderten sich die zinstragenden Verbindlichkeiten von 76,98 Mio. € (GJ 08) um 3,5 % auf 74,29 Mio. €.

Die wesentliche Position der Aktivseite der AGROB-Bilanz wird durch das Immobilienvermögen dargestellt. Im Zuge der Fertigstellung des Neubauvorhabens „Antenne Bayern“ erhöhte sich dieses zum 31.12.2009 von 91,28 Mio. € (GJ 08) um 1,8 % auf 92,93 Mio. €. Auch hier gilt, dass unter der Hinzurechnung stiller Reserven, die Gesellschaft in der Lage wäre, einen Immobilienverkehrswert in Höhe von 131,33 Mio. € auszuweisen. In Verbindung mit den zinstragenden Verbindlichkeiten ergäbe sich somit eine als äußerst solide einzustufende bereinigte Objektverschuldung (LTV: Loan to Value) in Höhe von 43,8 %. Folgende Tabelle stellt die Entwicklung der Marktwerte der Bilanz- und Vermögensstruktur über mehrere Jahre dar:



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## Entwicklung Q1 2009 - teilweise Neuvermietung von ausgelaufenen Mietverträgen

in Mio. €	Q1 2009	Δ 2009/2010	Q1 2010
EBITDA	2,14	-3,5 %	2,07
EBIT	1,33	-6,8 %	1,24
Periodenüberschuss	0,36	-22,4 %	0,28
EPS in €	0,09	-22,4 %	0,07

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die Entwicklung des ersten Quartals 2010 war bei der AGROB in erster Linie von einer geringeren Auslastung der Vermietkapazitäten geprägt. Im Rahmen eines fristgerechten Ablaufs der Mietvertragsbefristungen wurden Flächen in einer Größenordnung von insgesamt 4.183 qm zurückgegeben, parallel hierzu konnten Flächen in einem Umfang von 2.562 qm nachvermietet werden. Damit konnten die zurückgegebenen Flächen nicht vollständig durch eine Neuvermietung aufgefangen werden, so dass sich der Leerstand auf etwa 5 % bzw. 4.668 qm gesteigert hat. Die vakanten Flächen sollen jedoch zeitnah nachvermietet werden, dementsprechend wurden diesbezüglich namhafte überregional tätige Maklerfirmen engagiert.

Parallel hierzu wurde im Vorjahresquartal Q1 09 eine Einmalzahlung in Zusammenhang mit der Übernahme von Pensionsverpflichtungen für weitere 105 ehemalige AGROB-Mitarbeiter in Höhe von 0,09 Mio. € vereinnahmt. Dieser Sondereffekt wirkte sich in Q1 09 positiv auf die Ergebnissituation der AGROB aus. Dementsprechend marginal rückläufig gestaltete sich das EBITDA, welches sich von 2,14 Mio. € um 3,5 % auf 2,07 Mio. € leicht minderte. In Summe reduzierte sich in Q1 2010 damit der Periodenüberschuss um 22,4 % auf 0,28 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €), eine Tatsache, die auf die eben dargestellten Effekte zurückzuführen ist.

Trotz einer rückläufigen Entwicklung des ersten Quartals 2010 können wir eine gute Basis für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2010 erkennen. Hier sollten sich insbesondere die Nachvermietungsbemühungen der Gesellschaft positiv auswirken. Diese Voraussetzungen haben wir in unseren folgenden Prognosen und Modellannahmen mit berücksichtigt.

## Zahlen im Überblick

GuV in Mio €	2008	Δ ggü. VJ	2009	Δ ggü. VJ	2010e	Δ ggü. VJ	2011e	Δ ggü. VJ
<b>Umsatzerlöse</b>	11,330	2,4%	11,172	-1,4%	11,150	-0,2%	11,320	1,5%
Sonstige betriebliche Erträge	0,478	-2,1%	0,363	-23,9%	0,330	-9,2%	0,350	6,1%
Personalaufwand	-0,992	-10,0%	-1,033	4,0%	-1,070	3,6%	-1,060	-0,9%
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,162	-2,8%	-3,304	4,5%	-3,200	-3,1%	-3,200	0,0%
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-2,571	18,2%	-2,237	-13,0%	-2,350	5,0%	-2,400	2,1%
Finanzergebnis	-3,535	1,3 %	-3,447	-2,5 %	-3,350	-2,8%	-3,330	-0,6%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>1,546</b>	<b>4,9 %</b>	<b>1,517</b>	<b>-1,9 %</b>	<b>1,510</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,680</b>	<b>11,3%</b>
Steuern	-0,039	2,7%	-0,036	-7,5%	-0,045	25,2%	-0,101	122,6%
Sonstige Steuern	-0,150	-11,7%	-0,150	0,0%	-0,150	-0,3%	-0,150	0,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1,357</b>	<b>7,2%</b>	<b>1,331</b>	<b>-1,9%</b>	<b>1,315</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,429</b>	<b>8,7%</b>

## Ergebniskennzahlen in Mio. €

EBITDA	8,094		8,115		7,910		8,060
in % vom Umsatz	71,4 %		72,6 %		70,9 %		71,2 %
EBIT	4,932		4,812		4,710		4,860
in % vom Umsatz	43,5 %		43,1 %		42,2 %		42,9 %
Ergebnis je Aktie in €	0,35		0,34		0,34		0,37
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

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
Umsatzerlöse	11,17	11,15	11,32
EBITDA (Marge)	8,12 (72,6 %)	7,91 (70,9 %)	8,06 (71,2 %)
EBIT (Marge)	4,81 (43,1 %)	4,71 (42,2 %)	4,86 (42,9 %)
Jahresüberschuss	1,33	1,32	1,43
EPS	0,34	0,34	0,37

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatz- und Ergebnisprognosen - 2010 stabil, leichter Anstieg in 2011

In 2009 musste die AGROB vor allem aufgrund des termingerechten Ablaufs von Mietverträgen einen leichten Umsatzrückgang ausweisen. Diese Tendenz war auch im Q1 2010 zu beobachten. Hier wurden insgesamt 4.183 qm termingerecht zurückgegeben. Parallel hierzu konnten jedoch Flächen von insgesamt 2.562 qm der Neuvermietung zugeführt werden. Dementsprechend werten wir die Fähigkeit der AGROB zur Neuvermietung vakanter Flächen als entscheidend für unsere Prognosen. Unserer Ansicht nach dürfte es der Gesellschaft gelingen, im Laufe des Geschäftsjahres 2010 neue Flächen zu vermieten. Die Vorgaben des Münchener Immobilienmarktes, welcher in den letzten Monaten von Erholungstendenzen geprägt war, wirkt sich auf unsere zudem Erwartungen unterstützend aus.

Unsere Umsatzprognosen der Geschäftsjahre 2010 und 2011 berücksichtigen zugleich den Ausbau der Hauptnutzflächen auf derzeit 127.886 qm (VJ: 125.808 qm). Das Portfolio der Gesellschaft verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf bonitätsstarke Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über stark spezialisierte Vermögenswerte und damit über ein klares Alleinstellungsmerkmal. So genannte Clustereffekte dürften sich für die zukünftige Weitervermietung als Vorteil herausstellen.

Dementsprechend und unter der weiteren Berücksichtigung eines leicht rückläufigen Mietpreinsniveaus sehen wir für 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 11,15 Mio. € (bisher: 11,22 Mio. €) und damit in etwa auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2009 als realistisch an. Dieses sollte bei einer entsprechenden Zunahme der Auslastungskapazitäten in 2011 auf 11,32 Mio. € um 1,5 % zulegen. Unsere Prognosen berücksichtigen zunächst keine weiteren baulichen Expansionsprojekte, das primäre Ziel sollte hier auf die Instandhaltung und Revitalisierung der freien Flächen sein. Für die kommenden beiden Jahre erwarten wir daher niedrige Investitionsniveaus für die kommenden beiden Jahre in Höhe von jeweils etwa 2,0 Mio. €.

Weiterhin wird die Ergebnissituation der Gesellschaft von den Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter etwas belastet sein. Die maximale Höhe haben wir für 2010 mit 0,35 Mio. € angesetzt. Dieser Betrag dürfte in den kommenden Jahren aber einen nachlassenden Einfluss haben. In Summe erwarten wir für 2010 eine marginale Reduktion des EBITDA in Höhe von 2,5 % auf 7,91 Mio. € (bisher: 8,05 Mio. €). Für das kommende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir dann wieder einen leichten Anstieg des EBITDA auf dann 8,06 Mio. €. Wir prognostizieren entsprechende EBITDA-Margen von 70,9 % (2010e) sowie 71,2 % (2011e).

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 10-11), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 71,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 6,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AGROB Immobilien AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 3,00 % (bisher: 3,50 %).

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 0,8571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,71 % (bisher: 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 5,05 % (bisher: 5,18 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,05 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 14,86 Euro**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 14,75 Euro leicht nach oben hin angepasst. Diese Anpassung berücksichtigt dabei sowohl einerseits leicht wertsenkend die leichte Reduktion der Prognosen als auch andererseits werterhöhend das geringere Niveau des risikolosen Zinssatzes. Der werterhöhende Effekt aus dem niedrigen Zins überwiegt dabei leicht. Somit ist die Gesellschaft auch weiterhin deutlich unterbewertet.

## AGROB Immobilien 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	71,2%	ewige EBITA - Marge	51,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,2%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-7,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	11,15	11,32	11,55	11,78	12,01	12,25	12,50	12,75	
US Veränderung	-0,2%	1,5%	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	0,14	0,14	0,14	
EBITDA	7,91	8,06	8,22	8,39	8,55	8,72	8,90	9,08	
EBITDA-Marge	70,9%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	
EBITA	4,71	4,86	5,29	5,44	5,71	5,88	6,07	6,25	
EBITA-Marge	42,2%	42,9%	45,8%	46,2%	47,5%	48,0%	48,6%	49,1%	51,0%
Steuern auf EBITA	-0,16	-0,32	-0,32	-0,33	-0,34	-0,35	-0,36	-0,38	
zu EBITA	3,3%	6,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,55	4,54	4,98	5,11	5,36	5,53	5,71	5,88	
Kapitalrendite	4,9%	4,9%	5,5%	5,6%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,4%
Working Capital (WC)	-0,87	-0,85	-0,86	-0,88	-0,90	-0,91	-0,93	-0,95	
WC zu Umsatz	-7,8%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	
Investitionen in WC	0,27	-0,02	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	92,68	91,50	92,00	89,00	88,80	88,40	88,20	88,10	
AFA auf OAV	-3,20	-3,20	-2,93	-2,94	-2,85	-2,84	-2,83	-2,82	
AFA zu OAV	3,5%	3,5%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	
Investitionen in OAV	-2,10	-2,02	-3,43	0,06	-2,65	-2,44	-2,63	-2,72	
Investiertes Kapital	91,81	90,65	91,14	88,12	87,90	87,49	87,27	87,15	
EBITDA	7,91	8,06	8,22	8,39	8,55	8,72	8,90	9,08	
Steuern auf EBITA	-0,16	-0,32	-0,32	-0,33	-0,34	-0,35	-0,36	-0,38	
Investitionen gesamt	-1,83	-2,04	-3,42	0,07	-2,63	-2,42	-2,61	-2,70	
Investitionen in OAV	-2,10	-2,02	-3,43	0,06	-2,65	-2,44	-2,63	-2,72	
Investitionen in WC	0,27	-0,02	0,01	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	5,70	4,49	8,13	5,58	5,95	5,92	6,00	134,37

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	129,54	130,38
Barwert expliziter FCFs	34,39	30,43
Barwert des Continuing Value	95,15	99,96
Nettoschulden (Net debt)	71,64	69,89
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	57,90	60,49
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,90	60,49
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,86	15,53

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,8%
WACC	5,1%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%
5,4%	10,47	9,53	8,66	7,86	7,11
5,9%	13,88	12,78	11,76	10,82	9,95
6,4%	17,29	16,02	14,86	13,78	12,79
6,9%	20,70	19,27	17,96	16,75	15,62
7,4%	24,11	22,52	21,06	19,71	18,46

**NAV Peer-Group-Bewertung - AGROB weist deutlichen Abschlag zum NAV auf und hat damit attraktives Erholungspotenzial**

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 wurde der Net Asset Value (NAV) unter Zuhilfenahme des gutachterlich ermittelten Verkehrswerts und der damit entstehenden stillen Reserven des Immobilienportfolios ermittelt. Legt man die damit ermittelten stillen Reserven zum 31.12.2009 in Höhe von 38,40 Mio. € zugrunde, so ergibt sich für die AGROB ein Net Asset Value in Höhe von 57,37 Mio. €. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 14,73 €.

In der folgenden Tabelle haben wir im Rahmen der NAV Peer-Group-Bewertung die unternehmensspezifischen Abschläge der Marktbewertungen zum jeweiligen bilanziellen NAV ermittelt. Die hierfür ausgewählten Unternehmen sind Immobilienbestandshalter, also Gesellschaften, die eine zu AGROB vergleichbare Strategie, wenn auch in anderen Bereichen, verfolgen.

Unternehmen	Kurs in € zum 09.06.10	NAV je Aktie in €	NAV-Abschlag in %
IVG Immobilien AG	4,95 €	6,75	-26,67%
Deutsche Euroshop AG	22,73 €	23,97	-5,19%
Alstria Office REIT-AG	8,05 €	11,48	-29,88%
VIB Vermögen	6,65 €	11,85	-43,88%
KWG Kommunale Wohnen	4,30 €	6,59	-34,75%
Hamborner REIT-AG	8,13 €	9,77	-16,79%
Deutsche Wohnen AG	6,30 €	24,49	-74,28%
TAG Immobilien AG	4,70 €	5,97	-21,27%
<b>Mittelwert</b>			<b>-31,59%</b>
<b>AGROB Immobilien AG</b>	<b>8,17 €</b>	<b>14,73</b>	<b>-43,90%</b>

Quelle: GBC AG

Auf Basis des Kurses vom 09.06.2010 ergibt sich bei AGROB ein Abschlag der Marktbewertung zum NAV in Höhe von 43,9 %. Die hier als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen bei den Abschlägen einen Mittelwert in Höhe von 31,6 % auf. Damit wird zudem eine weiterhin deutliche Unterbewertung der deutschen börsennotierten Immobilienunternehmen ersichtlich. Im Vergleich dazu weist die AGROB sogar noch einen signifikant höheren Abschlag auf. Damit weist AGROB auf Basis des NAV ein attraktives Potenzial auf.

## Fazit

Erneut sehr stabile Entwicklung trotz Krise; sehr solide Finanzierungskennzahlen, weiterhin deutliche Unterbewertung

Die AGROB Immobilien AG ist als Immobilienbestandshalter mit dem Schwerpunkt auf der Bestandsbewirtschaftung und Immobilienverwaltung eines Medien- und Gewerbeparkes im Münchener Vorort Ismaning tätig.

Wirkliche Belastungsfaktoren aus der konjunkturellen Entwicklung und einer schwachen Entwicklung des Immobilienmarktes sind jedoch am Geschäftsverlauf 2009 vorbeigegangen. Die Gesellschaft musste nur leichte Umsatzeinbußen im Zuge fristgerechter Mietvertragsausläufe ausweisen. Insgesamt erzielte die AGROB Immobilien AG in 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 11,17 Mio. €. Diese blieben mit -1,4 % nur leicht unterhalb des Vorjahresniveaus von 11,33 Mio. €. Im Zuge einer weitestgehend stabilen Kostensituation sowie eines leicht rückläufigen sonstigen betrieblichen Ergebnisses reduzierte sich das operative Ergebnis vor Steuern und Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) von 8,12 Mio. € (GJ 08) auf 7,91 Mio. € nur unwesentlich um 2,5 %. Gleichzeitig minderte sich das EBIT von 4,93 Mio. € (GJ 08) um 2,4 % auf 4,81 Mio. €.

Parallel hierzu weist die AGROB Immobilien AG als sehr solide einzustufende bilanzielle Relationen auf. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist die Tatsache, dass die Gesellschaft konservativ nach den HGB-Kriterien bilanziert. Da hier eine Aktivierung der Immobilien nach dem Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip, jeweils um die planmäßigen Abschreibungen vermindert, vorgenommen wird, führt dies letztendlich zur Entstehung stiller Reserven. Im Rahmen einer gutachterlichen Ermittlung belaufen sich diese auf 38,40 Mio. €. Damit weist die Gesellschaft einen NAV in Höhe von 57,37 Mio. € auf. Legt man die Marktwerte der Immobilien zugrunde, weist die AGROB Immobilien AG damit eine solide Eigenkapitalquote von 43,4 % sowie eine vergleichsweise niedrige bereinigte Objektverschuldung (LTV: Loan to Value) in Höhe von 43,8 % auf.

Als Grundlage unserer Prognosen berücksichtigen wir ein Marktumfeld, welches in den letzten Monaten von Erholungstendenzen geprägt war. Ähnliche Tendenzen können auch auf dem für die AGROB Immobilien AG wichtigen Gewerbeimmobilienmarkt in München erkannt werden. Zwar kann ein Anstieg des Leerstandes beobachtet werden, diese Situation dürfte sich aufgrund einer aktuell geringen Neufertigstellungsquote wieder entspannen. Zusammen mit einer erwarteten Konjunkturerholung erwarten wir eine stabile Entwicklung in 2010, in 2011 dürfte wieder ein Anstieg der Marktrelationen zu beobachten sein.

Parallel hierzu berücksichtigen wir den Ausbau der Hauptnutzflächen im Immobilienportfolio der AGROB Immobilien AG. Dementsprechend und unter der weiteren Berücksichtigung eines leicht rückläufigen Mietpreinsniveaus sehen wir für 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 11,15 Mio. € (bisher: 11,22 Mio. €) und damit in etwa auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2009 als realistisch an. Diese sollten bei einer entsprechenden Zunahme der Auslastungskapazitäten in 2011 wieder auf 11,32 Mio. € um 1,5 % zulegen. In Summe erwarten wir für 2010 somit eine leichte Reduktion des EBITDA in Höhe von 2,5 % auf 7,91 Mio. € (bisher: 8,05 Mio. €). Für das kommende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir einen leichten Anstieg des EBITDA auf dann 8,06 Mio. € und somit ein stabiles Ergebnis. Wir prognostizieren zudem entsprechende hohe EBITDA-Margen von 70,9 % (2010e) sowie 71,2 % (2011e).

**Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2010 einen fairen Wert von 14,86 € je Aktie ermittelt. Damit hat sich unsere Bewertungseinschätzung gegenüber unserer letzten Studie in Höhe von 14,75 € (06.10.2009) kaum verändert. Auch der vom Unternehmen ausgewiesene NAV von 14,73 €/Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 8,75 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen Abschlag in Höhe von 41,1 % auf. Wir halten dies für nicht gerechtfertigt und stufen die AGROB Immobilien 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 verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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:**

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

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), 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)