



Researchstudie (Update)



„Solides Immobilienunternehmen mit hohen stillen Reserven“

- stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung nach neun Monaten;
Entwicklung gut im Rahmen der Erwartungen -

Kursziel: 15,38 €

Rating: Kaufen

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

AGROB Immobilien AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 15,38

aktueller Kurs / ST: 9,13
9.12.2010 / MCH

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: 35,55

EnterpriseValue³: 109,76

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 IV

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

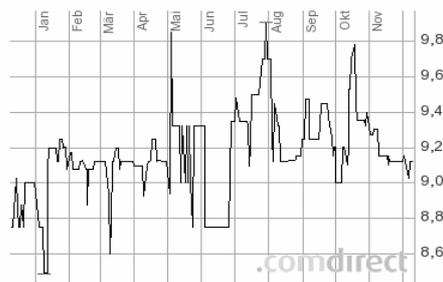
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 8 Stand: 30.9.2010

Gründung: 1867

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, sport1, 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	11,20	11,32
EBITDA	8,09	8,12	7,98	8,06
EBIT	4,93	4,81	4,78	4,86
Jahresüberschuss	1,36	1,33	1,38	1,43

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,35	0,34	0,36	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	9,86	9,82	9,80	9,70
EV/EBITDA	13,81	13,53	13,75	13,62
EV/EBIT	22,66	22,81	22,96	22,58
KGV	26,20	26,71	25,71	24,88
KBV		1,87		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

Mai 2011: Veröffentlichung GJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.9.2010: RG / 14,86 / KAUFEN

14.6.2010: RS / 14,86 / KAUFEN

26.1.2010: RS / 14,75 / KAUFEN

6.11.2009: RG / 14,75 / KAUFEN

6.10.2009: RS / 14,75 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

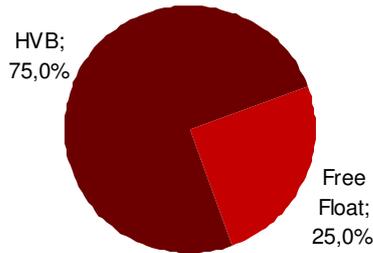
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

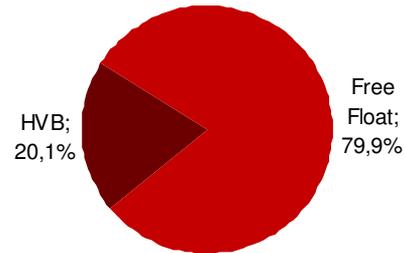
Aktionärsstruktur der AGROB Immobilien AG

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 %

Aktionärsstruktur Stammaktien



Aktionärsstruktur Vorzugsaktien



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Kundenkreis der AGROB Immobilien AG

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, Sendeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes.

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie:



Quelle: AGROB Immobilien AG

Geschäftsentwicklung und Prognose

Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2010 - stabile Umsätze und Ergebnisse

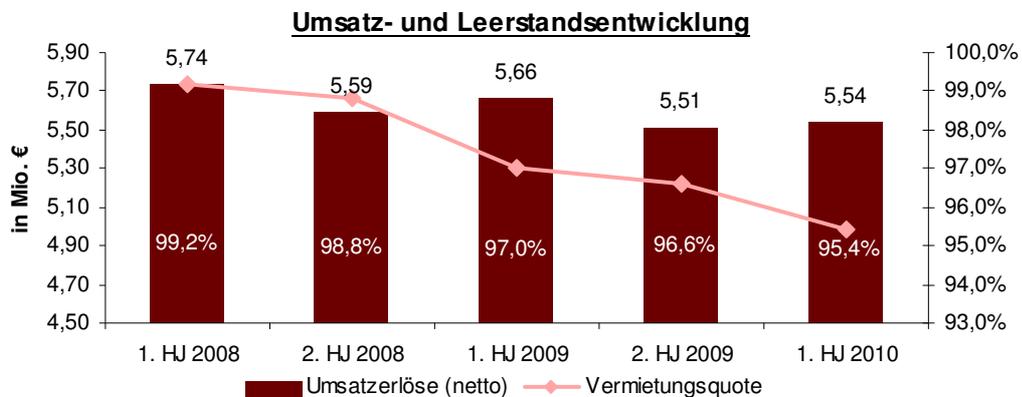
In Mio. €	1.HJ 2009	Δ 2009/2010	1. HJ 2010
Umsatzerlöse	5,66	-2,2 %	5,54
EBITDA (Marge)	4,07 (71,9 %)	-1,0 %	4,03 (72,8 %)
EBIT (Marge)	2,43 (43,0 %)	-2,6 %	2,37 (42,8 %)
Periodenüberschuss	0,68	-5,0 %	0,65
EPS	0,17	-5,0 %	0,17

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1. HJ 2010 - leichte Reduktion aufgrund niedrigerer Vermietungsquote

Erneut wird durch die Umsatzentwicklung der AGROB Immobilien AG eine hohe Stabilität des Geschäftsmodells bezeugt. Zwar reduzierten sich die Umsatzerlöse der Gesellschaft im 1. HJ 2010 leicht um 2,2 % auf 5,54 Mio. € (VJ: 5,66 Mio. €), diese Entwicklung fiel jedoch vor dem Hintergrund der geringeren unterjährigen Vermietungsquote der Hauptnutzflächen im Rahmen der Erwartungen aus. Dabei minderte sich die Auslastung der Vermietkapazitäten infolge fristgerechter Beendigungen von Mietverträgen vom Vorjahreswert in Höhe von 97,0 % auf aktuell 95,4 %.

Die zum Stichtag 30.06.2010 nicht vermieteten Flächen in Höhe von rund 4.170 qm dürften den Höchststand markieren, denn der AGROB Immobilien AG ist es zwischenzeitlich gelungen, Flächen in Höhe von 2.428 qm erfolgreich nachzuvermieten. Folgende Grafik stellt die Umsätze der Gesellschaft auf Halbjahresbasis sowie die Entwicklung der Auslastungskapazitäten dar.



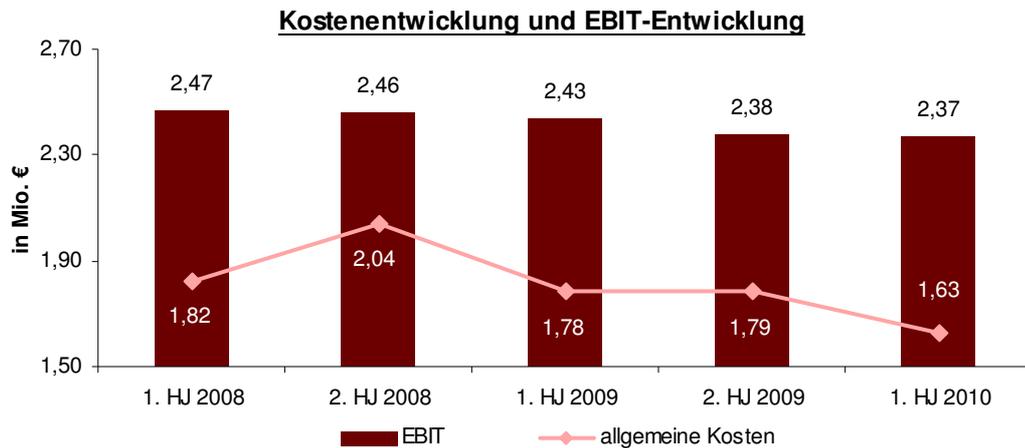
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2010 - stabile Ergebnisentwicklung durch hohe Kostendisziplin

Das EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) weist gegenüber dem Vorjahr vor dem Hintergrund des 2,2%igen Umsatzrückgangs zwar eine leichte Minderung in Höhe von 2,6 % auf. Dabei ging das EBIT von 2,43 Mio. € (1.HJ 2009) auf 2,37 Mio. € zurück. Die EBIT-Marge blieb mit 42,8 % (VJ: 43,0 %) aber auf einem gewohnt hohen Niveau.

Zwei wesentliche Effekte zeichnen sich hierfür verantwortlich. Einerseits war es der AGROB in der abgelaufenen Berichtsperiode gelungen, eine hohe Kostendisziplin, insbesondere im Bereich der Verwaltungskosten, einzuhalten und damit die operativen Kosten von 1,78 Mio. € (1. HJ 2009) auf 1,63 Mio. € zu reduzieren. Auf der anderen Seite trugen fehlende Sondererträge im Zusammenhang mit der Übernahme der Pensionsverpflichtungen, die noch im Vorjahr mit 0,09 Mio. € das Ergebnis positiv beeinflusst haben, im Berichtszeitraum nicht zum Ergebnis bei.

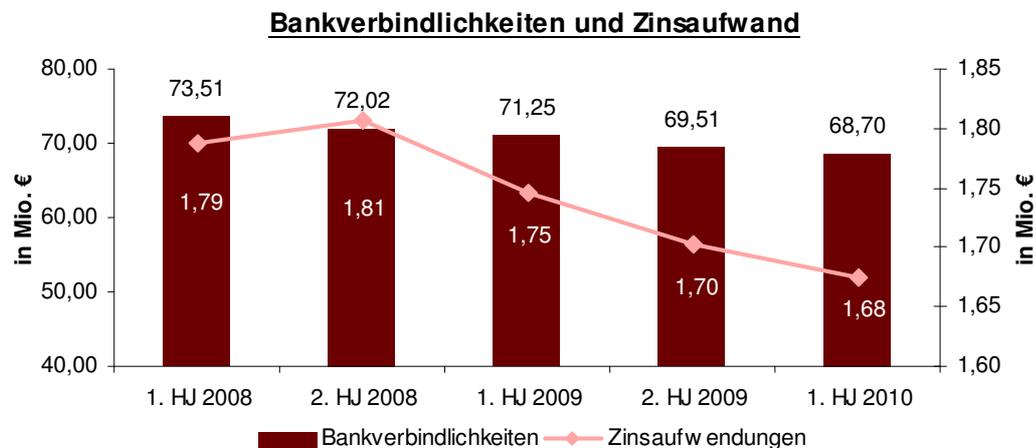
Ohnehin wird die Bedeutung der DSCB-Pensionsverpflichtungen aufgrund der natürlichen Sterblichkeit der Leistungsempfänger tendenziell abnehmen. Gut erkennen kann man dies



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

an der aktuellen Entwicklung dieser Aufwandsposition, die sich innerhalb der letzten drei Halbjahre von 0,187 Mio. € (1. HJ 2009) auf 0,153 Mio. € (2. HJ 2009) und dann in Folge auf 0,145 Mio. € (1. HJ 2010) reduzierte.

Traditionell stellen die Zinsaufwendungen bei der AGROB Immobilien AG aufgrund der kapitalintensiven Geschäftstätigkeit der Gesellschaft die größte Aufwandsposition dar. In der abgelaufenen Berichtsperiode beliefen sich die Finanzaufwendungen auf -1,68 Mio. € und konnten gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum (-1,74 Mio. €) reduziert werden. Diese Minderung ist dabei als Ausdruck der vorgenommenen Tilgungsleistungen und der damit rückläufigen zinsbaren Verbindlichkeiten zu verstehen. Die Gesamttilgung der ersten sechs Monate 2010 belief sich hierbei auf 1,47 Mio. €.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Zugleich wird damit eine ausreichend hohe Interest-Coverage-Ratio von 1,42 (1. HJ 2009: 1,40) aufgezeigt. Ebenfalls wichtig für diese Kennzahl sind die Darlehenskonditionen, die derzeit bei der AGROB Immobilien AG eine niedrige durchschnittliche Verzinsung von 4,93 % aufweisen (1. HJ 2009: 4,95 %).

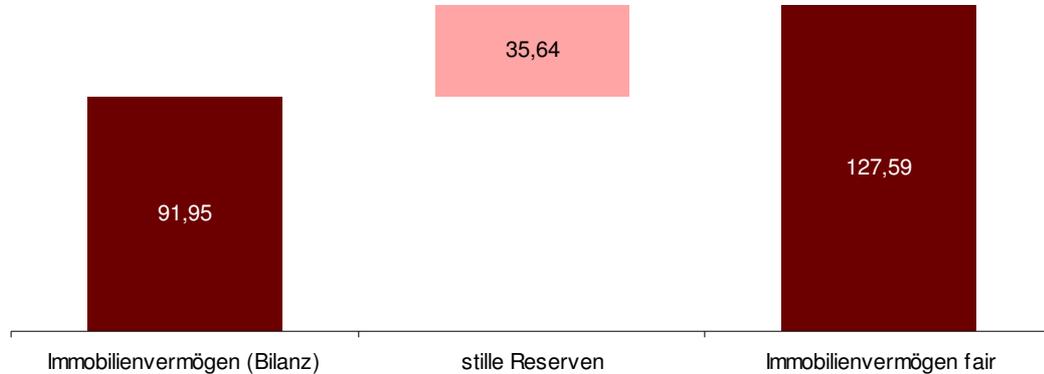
Abzüglich der Steueraufwendungen in Höhe von -0,10 Mio. € (1. HJ 2009: -0,09 Mio. €) erzielte die Gesellschaft ein Periodenergebnis von 0,65 Mio. € (1. HJ 2009: 0,68 Mio. €), welches ebenfalls im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen ist.

Bilanzielle Situation zum 30.06.2010 - stille Reserven verbessern das Bilanzbild erheblich

Das bilanzierte Immobilienvermögen der AGROB Immobilien AG beläuft sich zum Stichtag 30.06.2010 auf 91,95 Mio. € und weist gegenüber dem in der Geschäftsjahresbilanz 2009 erfassten Wert in Höhe von 92,93 Mio. € eine leicht rückläufige Entwicklung auf. Dies reflektiert die im laufenden Geschäftsjahr 2010 vorherrschende Strategie der Gesellschaft, welche von geringen Investitionen geprägt war. Es muss jedoch angemerkt werden, dass

die in der Bilanz aufgezeigten Immobilienbuchwerte nach den Prinzipien des HGB und damit nach Anschaffungs- und Herstellungskosten erfasst wurden. Dem gegenüber stehen jedoch die gutachterlich ermittelten Verkehrswerte, die sich gemäß eines aktuellen Wertgutachtens (Okt. 2010) auf 127,59 Mio. € belaufen. Der Unterschiedsbetrag, also die stillen Reserven, liegen damit auf Basis des Halbjahres 2010 bei 35,64 Mio. €.

Stille Reserven zum 30.06.2010 (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Im Verhältnis zu den Bankverbindlichkeiten in Höhe von 68,70 Mio. € ergibt sich ein bilanzielles Loan-to-Value (LTV) nach HGB in Höhe von 74,7 % (31.12.09: 74,8 %), welches für ein Unternehmen der Immobilienbranche angemessen erscheint. Unter der Hinzurechnung der stillen Reserven, wie es nach den Regeln des IFRS üblich ist, liegt das LTV bei 42,1 % (31.12.09: 41,0 %) und ist damit im Branchenvergleich als sehr niedrig und sehr solide einzustufen.

Das Eigenkapital blieb infolge des positiven Periodenergebnisses in Höhe von 0,65 Mio. €, dem jedoch Dividendenzahlungen in Höhe von 0,63 Mio. € entgegenstanden, gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2009 mit 18,99 Mio. € (31.12.2009: 18,97 Mio. €) nahezu unverändert. Damit liegt die Eigenkapitalquote gemessen an einer leicht reduzierten Bilanzsumme bei 20,4 % (31.12.09: 20,2 %). Die Hinzurechnung der stillen Reserven würde ein Eigenkapital in Höhe von 54,63 Mio. € nach sich ziehen und damit beliefe sich die EK-Quote bei 42,5 %. Diese Größenordnung ist besonders für Unternehmen der Immobilienbranche als überdurchschnittlich hoch zu werten.

Geschäftsentwicklung 30.09.2010 - Vorjahreswerte wieder übertroffen

In Mio. €	9M 2009	Δ 2009/2010	9M 2010
Umsatzerlöse	8,39	+0,1 %	8,40
EBITDA (Marge)	6,22 (74,1 %)	-0,9 %	6,17 (73,4 %)
EBIT (Marge)	3,76 (44,8 %)	-2,1 %	3,67 (43,7 %)
Periodenüberschuss	1,13	+1,3 %	1,15

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auch mit Bekanntgabe der 9-Monatszahlen 2010 wird die außerordentlich hohe Stabilität des Geschäftsmodells der AGROB Immobilien AG sichtbar. Es konnten vakante Flächen nachvermietet werden, so dass sich die Vermietungsquote wieder auf 96,8 % erhöhte und damit Umsatzerlöse in Höhe von 8,40 Mio. € (9M 09: 8,39 Mio. €) erzielt wurden. Positiv in diesem Zusammenhang ist die Weiterführung der hohen Kostendisziplin, die ein operatives Ergebnis (EBITDA) in etwa dem Niveau des Vorjahres, welches damals von Sondereffekten im Zusammenhang mit der Übernahme von Pensionsverpflichtungen positiv beeinflusst war, ermöglichte. Die AGROB Immobilien AG erzielte in den ersten neun Monaten 2010 ein EBITDA in Höhe von 6,17 Mio. € (9M 09: 6,22 Mio. €) und belegte mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 73,4 % (9M 09: 74,1 %) erneut ihre hohe Ertragskraft.

Das Nachsteuerergebnis steigerte sich sogar als Folge der guten Umsatzentwicklung leicht von 1,13 Mio. € (9M 09) auf 1,15 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen - Stabiles Entwicklung erwartet

In Mio. €	2009	Δ 2009/2010e	2010e	Δ 2010/2011	2011e
Umsatz (netto)	11,17	+0,2 %	11,20	+1,1 %	11,32
EBITDA	8,12	-1,7 %	7,98	+1,0 %	8,06
EBIT	4,81	-0,7 %	4,78	+1,7 %	4,86
Jahresüberschuss	1,33	+3,9 %	1,38	+3,4 %	1,43
EPS	0,34	+3,9 %	0,35	+3,4 %	0,37
Dividende (Stammaktien)	0,14	+0,0 %	0,14	+0,0 %	0,14
Dividende (Vorzugsaktien)	0,19	+0,0 %	0,19	+0,0 %	0,19

Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen - positive Effekte durch Wiederanstieg der Auslastungsquote

Die Umsatzentwicklung der AGROB Immobilien AG war im Verlauf des bisherigen Geschäftsjahres 2010 von einer hohen Stabilität geprägt. Dennoch musste die Gesellschaft aufgrund von vertragskonformen Beendigungen von Mietverträgen eine leichte unterjährige Reduktion der Vermietungsquote hinnehmen. Insgesamt dürften jedoch die zum Bilanzstichtag 30.06.2010 nicht vermieteten Flächen in Höhe von 4.170 qm (Auslastungsquote: 95,4 %) den Höchststand markiert haben. Denn die AGROB Immobilien AG konnte bereits im dritten Quartal 2010 neue Flächen der Vermietung zuführen und damit dürfte laut Angaben der Gesellschaft die Auslastungsquote zum Geschäftsjahresende 2010 wieder auf 97,5 % ansteigen.

Auch wenn der Wiederanstieg der Auslastungsquote die vollen Umsatz- und Ergebnisauswirkungen erst im kommenden Geschäftsjahr 2011 zur Folge haben wird, so sehen wir in der bisherigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung eine sehr gute Basis für unsere Prognosen. Bereits im Vorfeld hatte die AGROB Immobilien AG auf der Hauptversammlung Umsatzprognosen auf Gesamtbasis 2010 von 11,20 Mio. € kommuniziert. Diese Aussage erscheint vor dem Hintergrund der erzielten Umsätze auf 9-Monatsbasis 2010 mehr als realistisch. Das Umsatzniveau in diesem Zeitraum lag bei 8,40 Mio. € und stellt damit trotz der geringeren Auslastungsquote einen Zielerreichungsgrad von 75 % dar. Aufgrund der Tatsache, dass keine kündigungsbedingten Mietausfälle zu erwarten sind, schließen wir uns den Aussagen des Vorstandes an und erhöhen unsere Umsatzprognosen leicht auf 11,20 Mio. € (bisher: 11,15 Mio. €).

Die Erwartungen beim Nachsteuerergebnis haben wir in Folge der leichten Umsatzerhöhung ebenfalls auf 1,38 Mio. € (bisher: 1,31 Mio. €) angepasst. Diese Erhöhung ist vor dem Hintergrund der guten 9-Monats-Ergebnisse, die sogar oberhalb des Vorjahresniveaus lagen, konsequent.

Die Umsatz- und Ergebnisprognosen für das kommende Geschäftsjahr 2011 haben wir unverändert belassen. Aufgrund der erwarteten und teilweise umgesetzten Erhöhung der Kapazitätsauslastung sehen wir einen Umsatzerstieg auf 11,32 Mio. € als realistisch an. Analog zu den Unternehmensprognosen erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr keine weiteren baulichen Expansionsprojekte. Darüber hinaus berücksichtigen die Ergebnisschätzungen einen positiven Effekt aus den Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter. Diese sollten sich in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive mindern. Das von uns erwartete EBITDA in Höhe von 8,06 Mio. € und die damit entsprechende EBITDA-Marge von 71,2 % stellen die Grundlage unserer DCF-Bewertung dar.

Weiterhin erwähnenswert ist die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft, wonach in den letzten Geschäftsjahren rund 45 % der erzielten Ergebnisse in Form von Dividenden ausgeschüttet wurden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die Schätzperiode 2010 und 2011 mit 0,14 € je Stammaktie und 0,19 € je Vorzugsaktie eine weiterhin stabile Dividendenentwicklung.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten - Kapitalkosten (WACC) unverändert bei 5,05 %

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 ca. 3,00 % (bisher: 3,00 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,8571.

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 5,05 % (bisher 5,05 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	7,71 %
Gewicht in %	25,00 %
Fremdkapitalkosten	4,95 %
Gewicht in %	75,00 %
Taxshield in %	15,80 %
WACC	5,05 %

Modellannahmen - Kursziel durch Roll-Over-Effekt erhöht

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, erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 2,00 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 71,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 6,00 % 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 %.

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 2011 entspricht als **Kursziel 15,38 €** (bisher: 14,86 €). Die marginale Kurszielanhebung ist dabei im Wesentlichen einem so genannten Roll-Over-Effekt geschuldet. Wir haben im Rahmen dieser Studie den Kurszielhorizont auf Ende des Geschäftsjahres 2011 (bisher: Ende 2010) ausgeweitet.

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)	11,20	11,32	11,55	11,78	12,01	12,25	12,50	12,75	
US Veränderung	0,2%	1,1%	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	7,98	8,06	8,22	8,39	8,55	8,72	8,90	9,08	
EBITDA-Marge	71,3%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	
EBITA	4,78	4,86	5,29	5,44	5,71	5,88	6,07	6,25	
EBITA-Marge	42,7%	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)	4,62	4,54	4,98	5,11	5,36	5,53	5,71	5,88	
Kapitalrendite	5,0%	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	7,98	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	5,99	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)	72,19	70,45
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	57,34	59,94
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,34	59,94
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,72	15,38

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%	10,73	9,76	8,87	8,04	7,28
5,9%	14,31	13,17	12,13	11,16	10,26
6,4%	17,88	16,58	15,38	14,28	13,25
6,9%	21,46	19,99	18,64	17,39	16,24
7,4%	25,03	23,40	21,90	20,51	19,22

Peer-Group Vergleich auf Basis der NAV-Bewertung - deutliche Unterbewertung der AGROB

Der **Net Asset Value (NAV)** 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.

Der Wertansatz des Immobilienvermögens der AGROB Immobilien AG wurde nach den Prinzipien des HGB ermittelt. Diese sehen eine Bilanzierung nach Anschaffungs- und Herstellkosten vor und damit werden etwaige positive Wertentwicklungen nicht berücksichtigt. IFRS hingegen, nach dessen Grundlage alle in dieser Peer-Group aufgenommenen Unternehmen bilanzieren, sieht eine Bewertung des Immobilienvermögens nach dem Fair-Value-Prinzip (Marktwerte) vor. Diese unterscheidet sich im Normalfall erheblich vom Ansatz der Anschaffungs- und Herstellkosten. Zur Ermittlung der Marktwerte werden die Liegenschaften im Rahmen eines Wertgutachtens bewertet.

Die AGROB Immobilien AG hat im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010 ein Wertgutachten ihres Immobilienbestandes durchführen lassen. Insgesamt wurde ein Marktwert von 127,59 Mio. € ermittelt, welcher deutlich oberhalb der zum 30.06.2010 bilanzierten Wertansätze in Höhe von 91,95 Mio. € liegt. Der Unterschiedsbetrag in Höhe von 35,64 Mio. € wird als stille Reserve bezeichnet, die, wie im Rahmen dieser Studie bereits dargestellt, aus Bewertungssicht auch dem Eigenkapital zugeordnet werden muss. Legt man diese stillen Reserven für die Ermittlung des NAV zugrunde, so ergibt sich ein Net Asset Value in Höhe von 54,63 Mio. €. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 14,02 € (inklusive stille Reserven).

Folgende Tabelle soll einen Zusammenhang des NAV je Aktie zu den Aktienkursen der Peer-Group-Unternehmen herstellen. Bei der Auswahl dieser Unternehmen wurde der Fokus auf die Unternehmensstrategie „Immobilienbestandshaltung“ gelegt, auch wenn deutliche Unterscheidungsmerkmale unter den hier gewählten Gesellschaften bestehen. So zeichnet sich die AGROB Immobilien AG mit dem homogenen Immobilienbestand durch eine hohe Spezialisierung und infrastrukturelle Ausrichtung auf den Medienbereich aus und nimmt somit eine Sonderstellung ein.

Unternehmen	Aktienkurs zum 01.12.2010	NAV je Aktie	NAV-Abschlag
alstria office REIT-AG	9,79 €	10,88 €	-10,0 %
Deutsche Euroshop AG	26,55 €	23,17 €	+14,6 %*
Deutsche Wohnen AG	9,45 €	10,32 €	-8,5 %
Hamborner REIT-AG	7,40 €	9,64 €	-23,2 %
KWG Kommunale Wohnen AG	6,73 €	6,63 €	+1,5 %*
TAG Immobilien AG	6,08 €	6,01 €	+1,2 %*
VIB Vermögen AG	8,27 €	12,23 €	-32,40 %
		Mittelwert	-8,9 %
AGROB Immobilien AG	8,36 €	14,02 €	-40,4 %

* entspricht Aufschlag

Quelle: GBC AG

Aus diesem Vergleich wird die deutliche Unterbewertung der AGROB Immobilien AG im Hinblick auf den NAV ersichtlich. Während sich der Mittelwert des NAV-Abschlages bei den Peer-Group-Unternehmen derzeit nur auf -8,9 % beläuft, beträgt der NAV-Abschlag der AGROB Immobilien AG -40,4 %. Diese Auswertung unterstützt auch das im Rahmen des DCF-Modells ermittelte faire Kursziel, welches auf Sicht des Geschäftsjahresendes 2011 in Höhe von 15,38 € je Aktie ermittelt werden konnte.

Fazit

Solides Immobilienunternehmen mit deutlichem Bewertungspotenzial

Die AGROB Immobilien AG ist als Immobilienbestandshalter mit dem Schwerpunkt auf der Bestandsbewirtschaftung und Immobilienverwaltung eines Medien- und Gewerbeparkes im Münchener Vorort Ismaning tätig. Die Vermögenswerte sind dabei als homogen zu bezeichnen, zumal die Gesellschaft eine hohe Spezialisierung und damit auch infrastrukturelle Ausrichtung auf den Medienbereich vorweisen kann. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes. Ein wesentliches Merkmal ist die hohe Langfristigkeit der Mietverträge mit namhaften Mietern wie Antenne Bayern, Sport1 oder HSE 24.

Konjunkturelle Belastungsfaktoren während der Finanzkrise hatten daher bei der AGROB Immobilien AG nahezu keine Auswirkungen. Die Stabilität des Geschäftsmodells wird bei der Betrachtung der Halbjahreszahlen 2010 und auch nach neun Monaten gut ersichtlich. Zwar reduzierten sich zum Halbjahr die Umsätze gegenüber dem Vorjahreszeitraum leicht um 2,2 % auf 5,54 Mio. € (VJ: 5,66 Mio. €), diese Entwicklung fiel jedoch vor dem Hintergrund fristgerechter Beendigungen von Mietverträgen im Rahmen der Erwartungen aus. Nach 9 Monaten konnte dies bereits wieder ausgeglichen werden. Zum Ende des Geschäftsjahres 2010 wird wieder eine Erhöhung der Vermietkapazitäten auf 97,5 % erwartet. Belegt wird der Vermieterfolg der Gesellschaft durch einen Anstieg der Umsatzerlöse innerhalb der ersten neun Monate 2010 auf 8,40 Mio. €, welche sogar oberhalb des durch Sondereffekte begünstigten Vorjahresniveaus von 8,39 Mio. € ausgefallen sind.

Aufgrund der hohen Kostendisziplin aber auch der geminderten Finanzierungsaufwendungen der Gesellschaft ist die Ergebnissituation als sehr stabil zu bezeichnen. Auf Halbjahresbasis 2010 reduzierte sich das Nachsteuerergebnis leicht von 0,68 Mio. € (1. HJ 2009) auf 0,65 Mio. €. Als Folge der gesteigerten Umsatzerlöse im dritten Quartal 2010 konnte auf Basis der 9-Monatszahlen 2010 aber sogar wieder ein Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 1,15 Mio. € (9M 09: 1,13 Mio. €) verbucht werden.

Parallel dazu weist die AGROB Immobilien AG sehr solide Bilanzrelationen auf. Im Vordergrund steht die Tatsache, dass die Gesellschaft konservativ nach den Grundsätzen des HGB bilanziert und damit das Immobilienvermögen stille Reserven aufweist. Diese wurden erst im Oktober 2010 im Rahmen einer Neubewertung ermittelt und belaufen sich auf Basis der bilanzierten Werte auf 35,64 Mio. €. Unter Hinzurechnung der stillen Reserven würde die Gesellschaft ein Eigenkapital in Höhe von 54,63 Mio. € aufweisen und damit beliefen sich die EK-Quote auf 42,5 %, welche für ein Unternehmen der Immobilienbranche als überdurchschnittlich hoch zu werten ist. Darüber hinaus ergäbe sich ein Loan-to-Value (LTV) in Höhe von 42,1 %, ein Wert, der als sehr niedrig und damit sehr solide einzustufen ist.

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 berücksichtigen sowohl einen Anstieg der Vermietkapazitäten als auch eine sukzessive Minderung sowohl der Zinsaufwendungen als auch der Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter. Darüber hinaus wurden keinerlei bauliche Expansionsvorhaben berücksichtigt, auch wenn der Erweiterungs-Bebauungsplan von der Gemeinde Ismaning bereits befürwortet wurde und weiter verfolgt werden soll. Analog zu den Unternehmensprognosen erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 11,20 Mio. €. Aufgrund der Reduzierung des Leerstandes dürfte im kommenden Geschäftsjahr 2011 ein Umsatzanstieg auf 11,32 Mio. € aufgezeigt werden. Die von uns erwarteten Nachsteuerergebnisse in Höhe von 0,35 Mio. € (2010e) und 0,37 Mio. € (2011e) belegen die hohe Stabilität der Gesellschaft.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2011 einen fairen Wert von 15,38 € je Aktie ermittelt. Auch der vom Unternehmen ausgewiesene NAV unter der Hinzurechnung der stillen Reserven in Höhe von 14,02 € je Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 9,13 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen Abschlag in Höhe von 68,5 % auf. Wir halten dies für nicht gerechtfertigt und stufen die AGROB Immobilien AG daher unverändert mit dem Rating „KAUFEN“.

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



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