



Researchstudie (Update)



**„Auch nach Kurszielanpassung
ein unverändert attraktives Bewertungspotenzial;
Substanzinvestment mit solider Geschäftsentwicklung“**

Kursziel: 14,55 €

Rating: Kaufen

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

AGROB Immobilien AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 14,55

aktueller Kurs / ST: 11,20

22.1.2013 / 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: 41,78

Enterprise Value³: 109,98

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 III

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2011

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 der WAZ Zeitschriftenverlag.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	11,20	11,32	11,18	10,69
EBITDA	8,26	8,21	8,03	7,76
EBIT	4,93	4,89	4,70	4,48
Jahresüberschuss	1,37	1,60	1,57	1,54

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,35	0,41	0,40	0,40
Dividende je ST Aktie	0,14	0,16	0,16	0,16
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,21	0,21	0,21

Kennzahlen				
EV/Umsatz	9,82	9,72	9,84	10,29
EV/EBITDA	13,31	13,40	13,70	14,17
EV/EBIT	22,31	22,49	23,40	24,55
KGV	30,49	26,11	26,61	27,13
KBV		2,07		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

Mai 2013: Veröffentlichung GJ-Bericht

Juni 2013: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

5.11.2012: RG / 15,50 / KAUFEN

25.6.2012: RS / 15,50 / KAUFEN

30.4.2012: RS / 15,50 / KAUFEN

14.2.2012: RG / 15,50 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

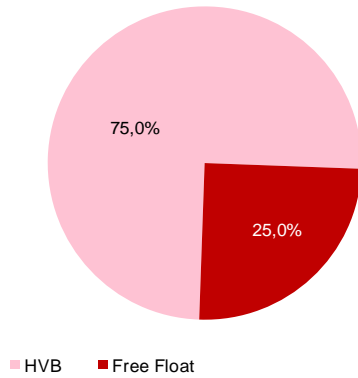
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

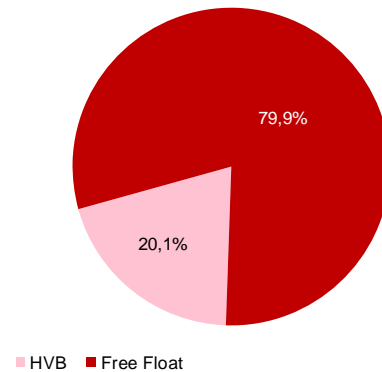
Aktionärsstruktur der AGROB Immobilien AG

Anteilseigner Stämme	Anteile	Anteilseigner Vorzüge	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, Sendeeinrichtungen 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 2012 - Stabile Umsätze, sinkende Kosten

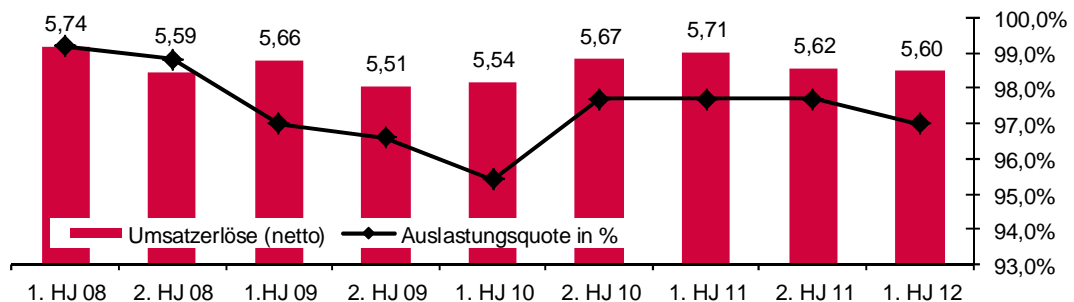
In Mio. €	1.HJ 2011	Δ 2011/2012	1. HJ 2012
Umsatzerlöse	5,71	-1,9 %	5,60
EBITDA (Marge)	4,18 (73,3 %)	-1,8 %	4,11 (73,4 %)
EBIT (Marge)	2,53 (44,3 %)	-2,9 %	2,45 (43,8 %)
Periodenüberschuss	0,84	+5,2 %	0,89
EPS	0,22	-	0,23

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1. HJ 2012 - leichter Umsatzrückgang durch geringere Auslastung

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2012 wird bei der AGROB Immobilien AG eine erneut sehr solide Geschäftsentwicklung sichtbar. Insgesamt reduzierten sich die Umsatzerlöse in den ersten sechs Monaten 2012 leicht um -1,9 % auf 5,60 Mio. € (VJ: 5,71 Mio. €). Der marginale Rückgang lässt sich einerseits durch eine leicht rückläufige Auslastungsquote, welche sich gegenüber der Vorjahresperiode auf etwa 97 % (VJ: ca. 98 %) reduziert hat, erklären. Dieser Wert ist dennoch weiterhin als hoch einzustufen. Flankierend dazu wurden Mietflächen an einen Ankermieter zeitlich befristet unentgeltlich überlassen (Incentive Maßnahme).

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Auslastungsquote (in %)

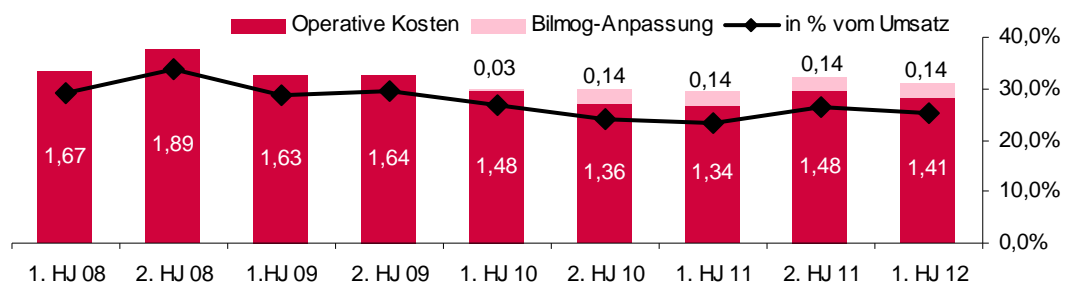


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2012 - Steigende Ergebnisse durch weitere Kostenminderung

Der erwarteten leichten Umsatzreduktion steht in erster Linie ein Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge, welche infolge diverser Faktoren (Auflösung von Rückstellungen etc.) von 0,03 Mio. € (1.HJ/11) auf 0,13 Mio. € zugelegthaben, entgegen. Flankierend dazu erhöhten sich die operativen Kosten (ohne Bilmog-Anpassung) gegenüber dem Vorjahr um +5,5 % auf 1,41 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €). Sowohl ein niedrigerer Auflösungsbetrag von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter, als auch ein leichter Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, hatten hier einen kostenerhöhenden Effekt.

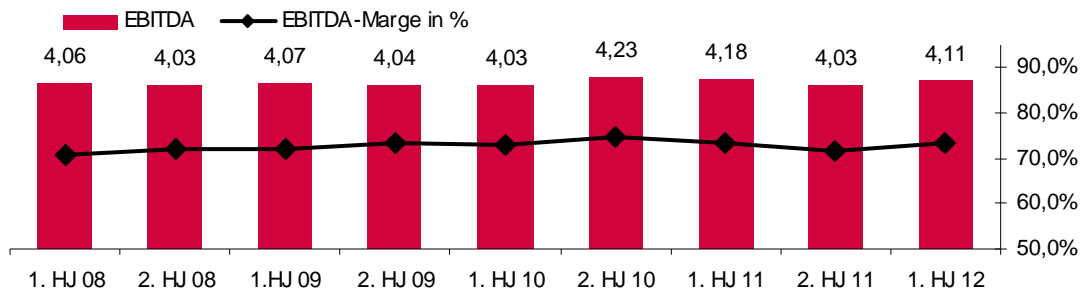
Operative Kosten (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ebenfalls zu berücksichtigen ist ein aus geänderten Bilanzgrundsätzen (BilMoG) resultierender Unterschiedsbetrag von Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,82 Mio. €. Seit dem Geschäftsjahr 2010 muss die AGROB Immobilien AG einen jährlichen Mindestbetrag von 1/15 der ursprünglichen Summe (entspricht 0,05 Mio. € p.a.) der Anpassung zuführen. Für die abgelaufene Berichtsperiode hat jedoch die Gesellschaft eine Zuführung in Höhe von 0,14 Mio. € (entspricht 5/15) und damit mehr als vorgeschrieben vorgenommen. Der derzeitige anzupassende Restbetrag beläuft sich auf 0,25 Mio. €. Analog zur Gesellschaft erachten wir die daraus resultierenden Belastungen, obwohl ein direkter Zusammenhang zum Geschäftsbetrieb nicht existiert, als operativ. Angesichts der hohen jährlichen Anpassungen rechnen wir mit einem Wegfall der Sonderbelastungen und damit einer „Normalisierung“ der operativen Kosten bereits ab dem Geschäftsjahr 2013.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)

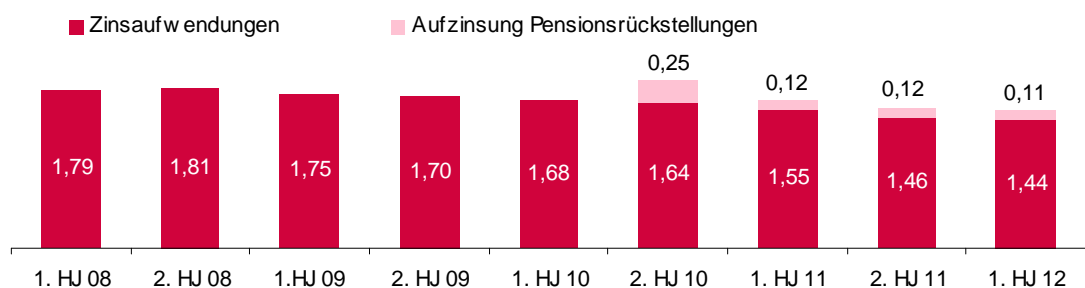


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der leichte Kostenanstieg wurde jedoch komplett von höheren sonstigen betrieblichen Erträgen kompensiert, so dass die Gesellschaft eine zum Umsatz proportionale Entwicklung des EBITDA erzielen konnte. Dementsprechend lag das EBITDA mit 4,11 Mio. € lediglich um -1,8 % unterhalb des Vorjahreswertes von 4,18 Mio. €.

Beachtenswert ist der Umstand, wonach die AGROB Immobilien AG im Zuge einer geminderten Investitionstätigkeit eine verstärkte Rückführung der Bankverbindlichkeiten realisieren konnte und analog dazu von niedrigeren Zinsaufwendungen profitierte. Dies wird an der sukzessiven Reduktion der Zinsaufwendungen, welche sich in der abgelaufenen Periode (ohne Aufwendungen aus der Aufzinsung von Pensionsrückstellungen) auf 1,44 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) beliefen.

Entwicklung Zinsaufwand (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auch die Finanzaufwendungen waren über die letzten Halbjahre hinweg von, mit den Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeitern in Verbindung stehenden, Sondereffekten beeinflusst. Aus der Aufzinsung von Pensionsrückstellungen sowie sonstiger langfristiger Rückstellungen belief sich der Mehraufwand in der abgelaufenen Berichtsperiode auf 0,11 Mio. € (VJ: 0,12 Mio. €).

Insbesondere als Folge der rückläufigen Tendenz des Finanzaufwandes erhöhte sich das Nachsteuerergebnis leicht von 0,84 Mio. € (1.HJ/11) um +5,2 % auf 0,89 Mio. €. Auf Halbjahresbasis übertraf die AGROB Immobilien AG damit anteilig sogar unsere auf das Gesamtjahr 2012 ausformulierten Prognosen (siehe Researchstudie vom 25.06.12).

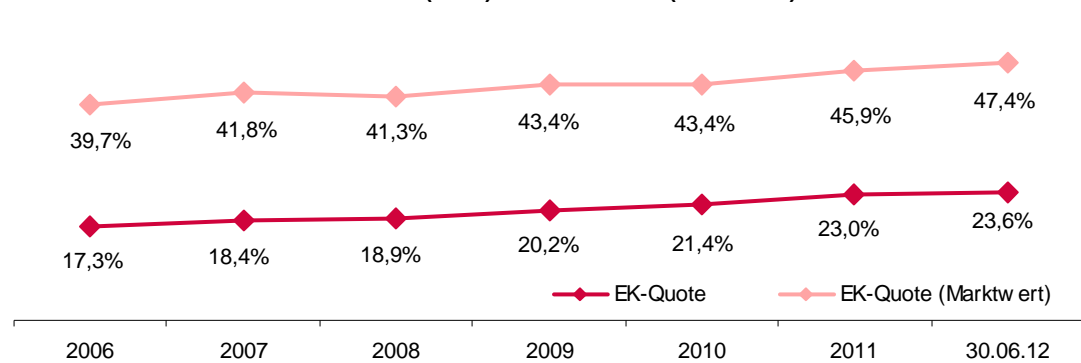
Bilanzielle Situation zum 30.06.12 - Weitere Verbesserung der Bilanzrelationen

In Mio. €	31.12.2011	30.06.2012
Eigenkapital / EK-Quote	20,69 (23,0 %)	20,88 (23,6 %)
Eigenkapital (Verkehrswert) / EK-Quote	58,67 (45,9 %)	60,98 (47,4 %)
Bankverbindlichkeiten	63,74	62,60
Immobilienvermögen	89,61	87,49
Immobilienvermögen (Verkehrswert)	127,59	127,59
LTV	71,1 %	71,6 %
LTV (Verkehrswert)	38,5 %	37,3 %

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Über die letzten Berichtsperioden hinweg lässt sich bei der Vermögenssituation der AGROB Immobilien AG eine stetige Verbesserung beobachten. Allen voran zu nennen ist die sukzessive Erhöhung der Eigenkapitalquote (nach HGB), welche zum Bilanzstichtag 30.06.12 auf einen neuen Rekordwert von 23,6 % (31.12.11: 23,0 %) angestiegen ist. Dieser Entwicklung liegen zwei Ursachen zugrunde. Einerseits erhöhten die stets positiven Periodenergebnisse das Eigenkapital, auf der anderen Seite reduzierte sich, als Folge einer geringeren Investitionstätigkeit, die Bilanzsumme.

EK-Quote (HGB) und EK-Quote (Marktwert)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Passivseitig findet diese Reduktion besonders auf Ebene des Fremdkapitals statt. Vor dem Hintergrund geringer Investitionen konnten die Bankverbindlichkeiten nochmals auf 62,60 Mio. € (31.12.11: 63,74 Mio. €) reduziert werden. Seit dem Geschäftsjahr 2009 konnten mittlerweile Kredite in Höhe von nahezu 10,00 Mio. € zurückgeführt werden.

Aktivseitig reduzierte sich analog hierzu das nach den HGB-Prinzipien erfasste Immobilienvermögen auf 87,49 Mio. € (31.12.11: 89,61 Mio. €). Im Gegensatz zum IFRS-Ansatz (nach Marktwerten) werden im Rahmen des HGB Abschreibungen auf das Immobilienvermögen vorgenommen, was in der Regel zu einem niedrigeren und damit auch konservativeren Vermögensausweis führt.

Der gutachterlich ermittelte Verkehrswert des Immobilienportfolios der Gesellschaft belief sich zum 30.06.12 auf 127,59 Mio. € (31.12.11: 127,59 Mio. €). In der Differenz zum HGB-Ansatz ergeben sich daraus stille Reserven in Höhe von 40,10 Mio. € (31.12.11: 37,98 Mio. €). Wie der obigen Grafik zu entnehmen ist, würde der Einbezug der stillen Reserven (wie bei IFRS-bilanzierenden börsennotierten Immobiliengesellschaften üblich) eine deutliche Verbesserung der Vermögenssituation nach sich ziehen. In diesem Fall läge die Eigenkapitalquote bei 47,4 % und damit auf einem für Immobilienunternehmen überdurchschnittlich guten Niveau.

Anmerkung:

Die AGROB Immobilien AG führt in einem zweijährigen Turnus eine Aktualisierung der Portfolio-Bewertung durch. Diese wurde im Oktober 2012 und damit nach dem Bilanzstichtag 30.06.2012 vorgenommen.

Geschäftsentwicklung 30.09.12 - im Rahmen der Erwartungen, BilMoG-Anpassung angestiegen

In Mio. €	30.09.2011	Δ 2011/2012	30.09.2012
Umsatzerlöse	8,47	-1,2 %	8,37
EBITDA (Marge)	6,07 (71,7 %)	-1,3 %	6,00 (71,6 %)
EBIT (Marge)	3,59 (42,4 %)	-2,3 %	3,51 (42,0 %)
Periodenüberschuss	1,30	+3,9 %	1,35

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei unveränderten Vorgaben (unveränderte Auslastungsquote von 97 %) reiht sich auch die Entwicklung des dritten Quartals 2012 ins bisherige Gesamtbild ein. Infolge eines marginalen Auslastungsrückgangs weist zwar die AGROB Immobilien AG sowohl auf Umsatz (-1,2 %), als auch auf operativer Ergebnisebene (-1,2 %) eine leicht rückläufige Entwicklung auf, diese ist jedoch im Rahmen der Erwartungen ausgefallen.

Dem wirkt aber ein verbessertes Zinsergebnis entgegen, so dass das Periodenergebnis des Vorjahres in Höhe von 1,30 Mio. € um +3,9 % auf 1,35 Mio. € verbessert wurde. Gemäß Zwischenmitteilung profitierte hier die Gesellschaft hauptsächlich von einem um +5,8 % verbesserten Zinsergebnis als Folge verminderter Investitionsausgaben. Instandhaltungs- und Reparaturmaßnahmen konnten dabei im Rahmen der Innenfinanzierung komplett durch den Cashflow abgedeckt werden.

Erwähnenswert ist darüber hinaus die Erhöhung des mit den Pensionsverpflichtungen im Zusammenhang stehenden Nettoaufwandes. Insgesamt kletterten die Aufwendungen auf 0,40 Mio. € und haben damit bereits nach neun Monaten nahezu den von der Gesellschaft kommunizierten Maximalbetrag für das Gesamtjahr erreicht. Insbesondere dafür verantwortlich zeichnet sich die BilMoG-Bewertungsanpassung, welche über den geforderten Mindestbetrag vorgenommen wurde. Gemäß Unternehmensangaben soll die restliche notwendige Bewertungsanpassung komplett noch im Geschäftsjahr 2012 vorgenommen werden, was dazu führt, dass im laufenden Geschäftsjahr 2013 keine weiteren BilMoG-Anpassungen anfallen werden.

Neubewertung Immobilienportfolio

Im Rahmen des zweijährigen Bewertungsturnus hat die AGROB Immobilien AG eine Neubewertung der Renditeliegenschaften vorgenommen. Gegenüber dem zuletzt ermittelten Marktwert (10/2010) von 127,59 Mio. € steigerte sich der aktuelle Wertansatz (10/2012) auf 130,24 Mio. €. Auf Basis des HGB-Bilanzwertes zum 30.06.2012 ergeben sich somit stille Reserven in Höhe von 42,75 Mio. €. Gemäß Unternehmensangaben lässt sich diese Entwicklung auf zwei gegensätzlich wirkende Faktoren zurückführen.

Einerseits würde sich eine zwischenzeitlich mietzinsfreie Überlassung (Incentive Maßnahme) von Mietflächen wertmindernd auswirken. Dieser Umstand konnte jedoch durch eine Verminderung des Liegenschaftszinses vollständig kompensiert werden, so dass sich insgesamt ein höherer Portfolio-Marktwert ergibt.

Nach dem Vorsichtsprinzip können Abschläge für Altlasten, für notwendige Erschließungsaufwendungen sowie für Nutzungseinschränkungen berücksichtigt werden. Nach Abzug der Abschläge ergibt sich ein niedrigerer Marktwert in Höhe von 126,74 Mio. € (bisher: 124,09 Mio. €). Dies entspricht stillen Reserven (bezogen auf HGB-Bilanzwert zum 30.06.2012) von 39,25 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen - Prognosereduktion durch angepasste Vertragskonditionen

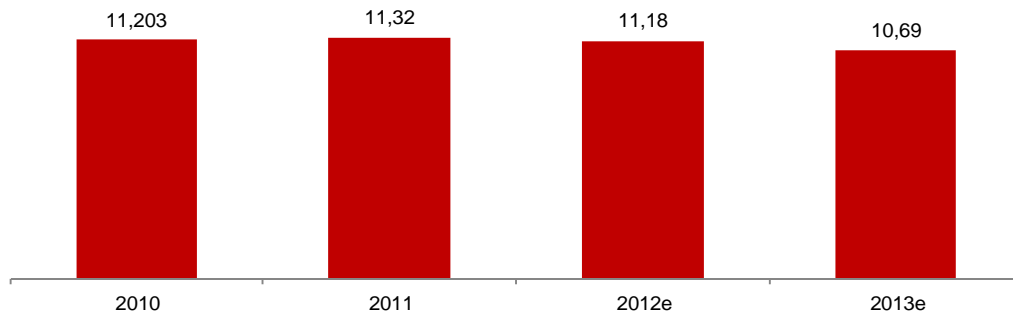
In Mio. €	2011	2012e (neu)	2012e (alt)	2013e (neu)	2013e (alt)
Umsatz (netto)	11,32	11,18	11,18	10,69	11,24
EBITDA	8,21	8,03	7,93	7,76	8,00
EBIT	4,89	4,70	4,62	4,48	4,69
Jahresüberschuss	1,60	1,57	1,52	1,54	1,71
EPS	0,41	0,40	0,39	0,40	0,44

Quelle: GBC AG

Weiterhin erachten wir als wesentlichen Treiber der künftigen Unternehmensentwicklung die hohe Auslastungsquote, welche derzeit bei etwa 97 % und damit in einem für Immobilienbestandhalter sehr guten Bereich liegt. Auch hat die Gesellschaft in der Vergangenheit eine sehr hohe Kundenbindung aufgebaut, was sich in einer niedrigen Fluktuation der Mietunternehmen widerspiegelt. Flankierend hierzu beziehen wir auch die Investitionsstrategie der AGROB Immobilien AG in unsere Prognosen ein. Über die letzten Berichtsperioden hinweg wurden Erweiterungsaufwendungen in einem nur sehr geringen Ausmaß getätigt, was eine sehr solide Entwicklung der Hauptnutzflächen zur Folge hatte.

Dennoch rechnen wir sowohl für das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 als auch das laufende Geschäftsjahr 2013 mit einer rückläufigen Umsatzentwicklung. Bei unverändert hohen Auslastungsquoten berücksichtigen unsere Umsatzplanungen eine leichte Reduktion der Konditionen bei vorzeitigen Mietvertragsverlängerungen (insbesondere Gebäude 30, 11 und 19) und infolge dessen haben wir unsere bisherigen 2013er Umsatzprognosen auf 10,69 Mio. € (bisher: 11,24 Mio. €) reduziert. Dabei handelt es sich um eine konservative Prognose. Analog zu den Unternehmenserwartungen behalten wir die erwarteten 2012er Umsätze bei 11,18 Mio. € bei. Trotz einer geringeren Umsatzerwartung weist dabei die AGROB Immobilien AG eine hohe Erlösstabilität auf:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Kostenseitig dürfte die Gesellschaft gut in der Lage sein, die rückläufige Umsatzentwicklung zu kompensieren, so dass wir insbesondere für das laufende Geschäftsjahr 2013 mit einem nur unterdurchschnittlichen Ergebnismrückgang rechnen. Demnach dürfte die AGROB Immobilien AG ab dem GJ 2013 einerseits vom Wegfall der BilMoG-Bewertungsanpassungen sowie andererseits von einem weiteren Rückgang der Finanzaufwendungen profitieren. Somit sollte sich das Nachsteuerergebnis des laufenden Geschäftsjahres trotz rückläufiger Umsätze mit 1,54 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2012 (1,57 Mio. €) einpendeln.

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 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 73,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 3,9 % 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 1,5 %.

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 2,00 % (bisher: 2,00 %).

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 0,8571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,71 % (bisher: 6,71 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,60 % (bisher: 4,60 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,60 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 14,55 €. Somit haben wir das bisherige Kursziel von 15,50 €, vor allem aufgrund der Mietvertragsanpassungen zu reduzierten Konditionen, vermindert.**

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	73,5%	ewige EBITA - Marge	51,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,2%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-6,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	11,18	10,69	10,96	11,23	11,51	11,80	12,09	12,40	
US Veränderung	-1,2%	-4,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	
EBITDA	8,03	7,76	8,05	8,25	8,46	8,67	8,89	9,11	
EBITDA-Marge	71,8%	72,6%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	
EBITA	4,70	4,48	5,33	5,46	5,63	5,81	6,01	6,16	
EBITA-Marge	42,1%	41,9%	48,7%	48,6%	48,9%	49,2%	49,7%	49,7%	51,0%
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,11	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	-0,23	-0,24	
zu EBITA	2,3%	2,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,59	4,37	5,13	5,25	5,41	5,58	5,78	5,92	
Kapitalrendite	5,2%	5,0%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,5%	6,5%	5,8%
Working Capital (WC)	-0,70	-0,08	-0,71	-0,73	-0,75	-0,77	-0,79	-0,81	
WC zu Umsatz	-6,3%	-0,7%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	-6,5%	
Investitionen in WC	-0,02	-0,63	0,64	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	87,50	85,00	87,30	88,50	89,50	90,00	92,25	94,56	
AFA auf OAV	-3,33	-3,28	-2,72	-2,79	-2,83	-2,86	-2,88	-2,95	
AFA zu OAV	3,8%	3,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	
Investitionen in OAV	-1,21	-0,78	-5,02	-3,99	-3,83	-3,36	-5,13	-5,26	
Investiertes Kapital	86,80	84,93	86,59	87,77	88,75	89,23	91,46	93,75	
EBITDA	8,03	7,76	8,05	8,25	8,46	8,67	8,89	9,11	
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,11	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	-0,23	-0,24	
Investitionen gesamt	-1,23	-1,41	-4,38	-3,98	-3,81	-3,35	-5,11	-5,24	
Investitionen in OAV	-1,21	-0,78	-5,02	-3,99	-3,83	-3,36	-5,13	-5,26	
Investitionen in WC	-0,02	-0,63	0,64	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	6,69	6,24	3,46	4,07	4,43	5,10	3,54	3,63	129,10

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,08	119,36
Barwert expliziter FCFs	25,82	20,76
Barwert des Continuing Value	94,26	98,59
Nettoschulden (Net debt)	65,31	62,67
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	54,77	56,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	54,77	56,69
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,06	14,55

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	6,7%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,6%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,8%

WACC **4,6%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC						
Kapitalrendite	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	
5,2%	12,76	11,84	10,99	10,19	9,44	
5,5%	14,68	13,69	12,77	11,90	11,09	
5,8%	16,61	15,54	14,55	13,62	12,74	
6,1%	18,53	17,39	16,33	15,33	14,40	
6,4%	20,46	19,24	18,11	17,05	16,05	

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

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 im Oktober 2012 ermittelten Verkehrswerte des Immobilienportfolios in Höhe von 130,24 Mio. € (Oktober 2010: 127,59 Mio. €) zugrunde, so errechnen sich auf Basis des HGB-Bilanzwertes stille Reserven in Höhe von 42,75 Mio. €. Damit verfügt die AGROB über ein Net Asset Value in Höhe von 60,98 Mio. €, was einem NAV je Aktie in Höhe von 15,64 € entspricht.

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 zur AGROB vergleichbare Strategie, wenn auch in anderen Bereichen, verfolgen.

Unternehmen	Aktienkurs zum 16.01.2013	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	9,38 €	10,37 €	-9,5 %
Deutsche Euroshop AG	30,59 €	27,64 €	10,7 %
Deutsche Wohnen AG	13,77 €	11,59 €	18,8 %
Fair Value REIT-AG	4,45 €	9,61 €	-53,7 %
Hamborner REIT-AG	7,52 €	8,15 €	-7,8 %
KWG Kommunale Wohnen AG	6,80 €	8,62 €	-21,1 %
Prime Office REIT-AG	3,78 €	8,94 €	-57,8 %
TAG Immobilien AG	9,20 €	9,46 €	-2,7 %
VIB Vermögen AG	9,86 €	12,83 €	-23,2 %
Mittelwert			-16,3 %
AGROB Immobilien AG (VZ)	10,03 €	15,64 €	-35,9%
AGROB Immobilien AG (ST)	11,10 €	15,64 €	-29,0 %

Quelle: GBC AG

Auf Basis des Kurses vom 16.01.2013 ergibt sich bei AGROB ein Kurspotenzial auf die NAV-Marktbewertung in Höhe von 35,9 % (Vorzugsaktien) respektive 29,0 % (Stammaktien). Die hier als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen bei den Abschlägen einen Mittelwert in Höhe von 16,3 % auf. Im Vergleich hierzu weist somit die AGROB auf Basis des NAV ein attraktives Potenzial auf.

Fazit

Auch nach Kurszielanpassung ein unverändert attraktives Bewertungspotenzial

Die hohe Solidität des AGROB-Geschäftsmodells wurde durch die Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2012 sowie der 9-Monatszahlen 2012 erneut belegt. So war die Gesellschaft in der Lage bei einer nahezu gleichbleibend hohen Auslastungsquote von etwa 97 % jeweils Umsatzerlöse in Höhe der Vorjahresperioden zu erzielen. Lediglich die unentgeltliche Überlassung von Mietflächen an einen Ankermieter hatte einen marginalen Umsatzrückgang von -1,9 % auf 5,60 Mio. € (1.HJ 2012) sowie in Höhe von -1,2 % auf 8,37 Mio. € (9 Monate 2012) zur Folge.

Bei einer sonst nahezu unveränderten Kostenausprägung verfügte die Gesellschaft über einen ausreichenden Spielraum zur weiteren BilMoG-Bewertungsanpassung von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter. So nahm die AGROB Immobilien AG erneut eine Bewertungsanpassung vor, die über dem maximal geforderten Betrag lag. Zwar ergeben sich daraus höhere Sonderbelastungen, aufgrund der schnellen Auflösung fallen diese jedoch ab dem laufenden Geschäftsjahr 2013 weg.

Dem steht jedoch eine tendenziell rückläufige Entwicklung der Finanzaufwendungen gegenüber. Dieser Rückgang resultiert primär aus der sukzessiven Reduktion der Bankverbindlichkeiten, welche infolge der geringeren Investitionstätigkeit der AGROB Immobilien AG stetig zurückgeführt werden konnte. Seit dem Geschäftsjahr 2009 wurden Kredite von insgesamt nahezu 10,00 Mio. € zurückgeführt. Die sich daraus ergebenden geringeren Finanzaufwendungen hatten einen wesentlichen Anteil am Anstieg des Nachsteuerergebnisses. So legte der Periodenüberschuss trotz der leicht rückläufigen Umsatzsituation um +5,2 % auf 0,89 Mio. € (1.HJ 2012) respektive um +3,9 % auf 1,35 Mio. € (9 Monate 2012) zu.

Diese Entwicklung dient als Basis zur Ausformulierung unserer Prognosen. Zum Geschäftsjahresende 2012 dürfte die Gesellschaft analog zu den unterjährig kommunizierten Zahlen leichte Umsatzrückgänge, bei einer jedoch verhältnismäßig soliden Ergebnisentwicklung (auf Ebene des Nachsteuerergebnisses), vorweisen. In den Umsatzplanungen für das laufende Geschäftsjahr 2013 berücksichtigen wir etwaige Belastungen aus vorzeitigen Mietvertragsverlängerungen zu reduzierten Konditionen, so dass wir hier mit einem Umsatzrückgang auf 10,69 Mio. € (GJ 12: 11,18 Mio. €) rechnen. Wegfallende Sonderbelastungen im Zusammenhang mit der Bewertungsanpassung von Pensionsrückstellungen sowie geringere Finanzaufwendungen sollten mit 1,54 Mio. € ein Nachsteuerergebnis auf Vorjahresniveau (GJ 12: 1,57 Mio. €) ermöglichen.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2013 einen fairen Wert von 14,55 € je Aktie ermittelt. Unterstützt wird dieses Ergebnis durch eine aktuelle Bewertung der Renditeigenschaften, welche stille Reserven in Höhe von 42,75 Mio. € offenbaren. Demnach beläuft sich der Net Asset Value je Aktie auf 15,64 € und damit oberhalb unseres ermittelten Kursziels. Derzeitige Kursniveaus von 11,00 € je Stammaktie (10,03 € je Vorzugsaktie) weisen somit zum fairen Wert ein hohes Kurspotenzial auf. Daher stufen wir die AGROB Immobilien AG 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 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