



## Researchstudie (Anno)



**„Substanzinvestment mit hohem NAV-Abschlag;  
Stabilität in profitabilem Geschäft mit weiterem Ergebnis-  
potenzial durch rückläufige Finanzaufwendungen“**

**Kursziel: 14,55 € (Kursziel bestätigt)**

**Rating: Kaufen**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21 ff

---

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

### Kaufen

**Kursziel: 14,55**

aktueller Kurs / ST: 11,00

5.6.2013 / 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>: 36,056

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 100,932

<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)

Tobias Brickel

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 23

### Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

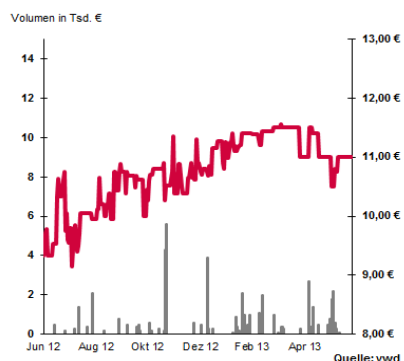
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2012

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	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	11,32	11,22	10,82	11,20
EBITDA	8,21	8,03	7,86	8,17
EBIT	4,89	4,71	4,53	4,82
Jahresüberschuss	1,60	1,57	1,56	1,81

Kennzahlen in EUR				
DVFA-Ergebnis pro Aktie	0,43	0,46	0,42	0,46
Dividende je ST Aktie	0,16	0,16	0,16	0,16
Dividende je VZ Aktie	0,21	0,21	0,21	0,21

Kennzahlen				
EV/Umsatz	8,92	9,00	9,33	9,01
EV/EBITDA	12,29	12,57	12,84	12,35
EV/EBIT	20,64	21,43	22,28	20,94
KGV	22,54	22,97	23,11	19,92
KBV		1,67		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

28.06.2013: Hauptversammlung

August 2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

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

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

12.2.2013: RG / 14,55 / KAUFEN

22.1.2013: RS / 14,55 / KAUFEN

5.11.2012: RG / 15,50 / KAUFEN

25.6.2012: RS / 15,50 / KAUFEN

30.4.2012: RS / 15,50 / 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.....	3
Kundenkreis.....	3

## Markt und Marktumfeld

Gewerbeimmobilienmarkt.....	4
Büroimmobilienmarkt.....	4

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2012.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	11
Geschäftsentwicklung Q1 2013.....	13
SWOT-Analyse.....	14
Prognose und Modellannahmen.....	15
Umsatzprognosen.....	15
Ergebnisprognosen.....	16

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Betrachtung.....	18
NAV-Bewertung.....	19
Fazit .....	20

## Anhang

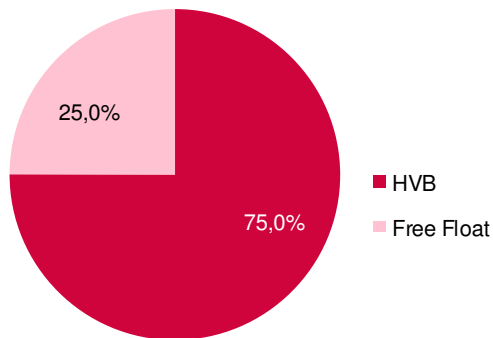
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	21
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	23

## Unternehmen

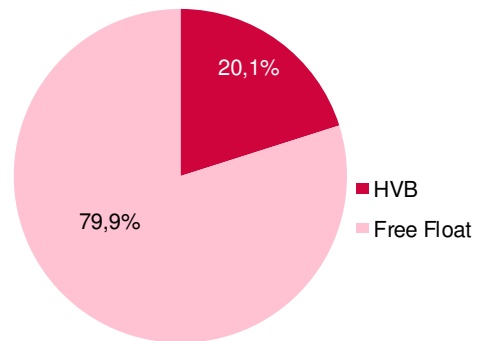
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner (Stammaktien)	Anteile	Anteilseigner (Vorzugsaktien)	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbh & Co. KG	75,0 %	HVB Gesellschaft für Gebäude mbh & Co. KG	20,1 %
<b>Streubesitz</b>	<b>25,0 %</b>	<b>Streubesitz</b>	<b>79,9 %</b>

Stammaktien



Vorzugsaktien



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Kundenkreis

Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt in Folge der Fokussierung auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände, zu denen zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes gehören. Daher hat der Medien- und Gewerbepark in Ismaning eine herausragende Positionierung insbesondere in den Themenbereichen Sport und Teleshopping in Deutschland inne.

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen aus den Segmenten Film- und TV-Produktion, Rundfunk und Fernsehen sowie dem Printbereich wie:



## Markt und Marktumfeld

### Gewerbeimmobilienmarkt - Deutlich gesteigerte Investitionstätigkeit in Deutschland

Die deutsche Wirtschaft konnte auf Basis des Bruttoinlandsproduktes (BIP) im vergangenen Jahr 2012, angesichts vorherrschenden Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung, eine solide Steigerung um +0,7 % erzielen.

Innerhalb des somit ordentlichen gesamtwirtschaftlichen Umfelds konnte die deutsche Immobilienwirtschaft von dem anhaltend niedrigen Zinsniveau sowie von einer steigenden institutionellen und privaten Nachfrage der inländischen sowie im Speziellen der Investoren aus dem Ausland profitieren. Die rege Investorennachfrage ist dabei als Ausdruck von derzeit beschränkten Anlagealternativen zu verstehen.

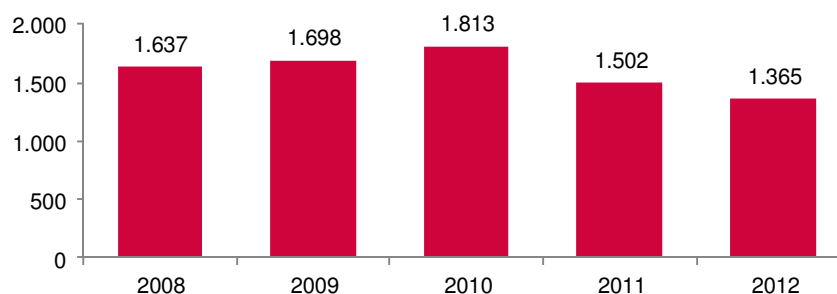
Von den freundlichen Rahmenbedingungen konnte insbesondere der Markt für Gewerbeimmobilien profitieren. Laut Savills Research Germany stieg das Transaktionsvolumen 2012 in Deutschland um +8,5 % auf 25,31 Mrd. € und somit auf den höchsten Stand der letzten fünf Jahre. Auffällig war das besonders starke Interesse der Investoren an Gewerbeimmobilien an den Top-6-Standorten (Frankfurt, München, Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Köln). Hier konnte eine Steigerung des Transaktionsvolumens von +20,0 % auf 12,9 Mrd. € verzeichnet werden. Diese gestiegene Aktivität ist dabei hauptsächlich auf die außerordentlich positive Entwicklung in München und Frankfurt zurückzuführen, wo das Investitionsvolumen 2012 um +38,0 % auf 2,8 Mrd. € (München), respektive +14,0 % (Frankfurt) anstieg.

Für 2013 prognostiziert Savills Research Germany weiterhin günstige Rahmenbedingungen, wodurch die Nachfrage nach deutschen Gewerbeimmobilien auf einem gleichbleibend hohen Niveau der beiden Vorjahre bleiben dürfte. Im 1. Quartal 2013 konnte der Gewerbeinvestmentmarkt aufgrund mehrerer großvolumiger Portfoliotransaktionen um +21,0 % zulegen. Als Käufer treten neben der zunehmenden Aktivität ausländischer Investoren auch Spezialimmobilienfonds mit hohen Nettoinvestitionsvolumen auf.

### Büroimmobilienmarkt - Flächenumsatz und Leerstand rückläufig

Im Gegensatz zum Gewerbeimmobilienmarkt waren die Flächenumsätze im Büroimmobilienmarkt an den wichtigsten deutschen Standorten (Düsseldorf, Essen, Frankfurt, Hamburg, Köln, Leipzig, München und Stuttgart) rückläufig. Ein im Jahr 2012 gemessener Flächenumsatz von 3,25 Mio. qm kommt gemäß Statistiken von BNP Paribas Real Estate einer Reduktion in Höhe -11,5 % gleich. Dennoch schlug sich der deutsche Büroimmobilienmarkt ordentlich, was daran zu erkennen ist, dass der Flächenumsatz weiterhin um rund 9 % über dem langjährigen Durchschnitt lag. Entsprechend interpretieren Branchenexperten die Entwicklung in 2012 als eine kurzfristige Wachstumsdelle, wofür auch das bereits wieder sehr starke vierte Quartal 2012 mit über 900.000 qm Flächenumsatz spricht.

Büroflächenleerstand in München (in Tqm)



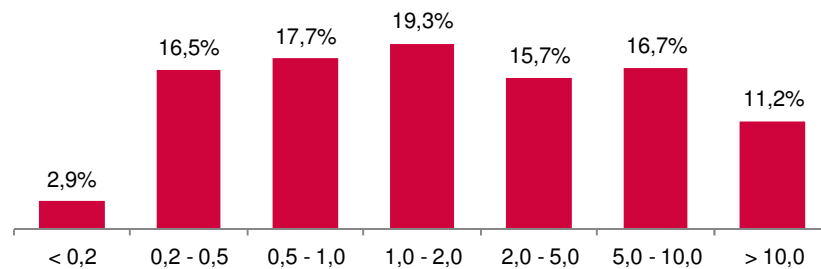
Quelle: BNP Paribas Real Estate GmbH, GBC AG

Auch München war von einer rückläufigen Entwicklung der Flächenumsätze gekennzeichnet. Allerdings weist die bayerische Hauptstadt im Hinblick auf die Leerstandsentwicklung der Büroflächen einen rückläufigen Trend auf. Aufgrund einer Verknappung des Angebots

minderte sich der Leerstand auf 1.365.000 qm, was gegenüber dem Vorjahr einer Reduktion in Höhe von -9,1 % entspricht. Somit reduzierte sich die Leerstandsquote auf 6,8 % (Vorjahr: 7,8 %).

Die Verteilung der Nachfrage auf die verschiedenen Größenklassen ist dabei weiterhin als homogen einzustufen. Besonders Großverträge ab 10.000 m<sup>2</sup> spielen mit 11,2 % des Flächenumsatzes eine spürbar geringere Rolle als im Vorjahr, wohingegen alle weiteren Größenklassen mit Anteilen zwischen 16 % und 19 % fast gleich stark zum Umsatz beigetragen haben.

**Flächenumsatz nach Größenklassen (in qm) in München**



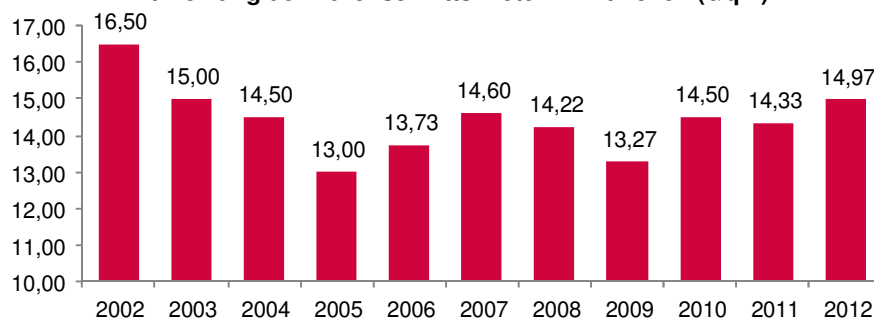
Quelle: BNP Paribas Real Estate GmbH, GBC AG

Konträr zu den Flächenumsätzen verlief der Investmentumsatz mit Büroimmobilien in Deutschland. Im 1. Quartal 2013 konnte dieser laut BNP Paribas Real Estate GmbH erneut deutlich um +26 % auf 2,78 Mrd. € zulegen, nachdem das Jahr 2012 bereits mit zweistelligen Wachstumsraten erfreulich verlief.

Mit einem Wachstum des Transaktionsvolumens von 38,0 % auf 0,599 Mrd. € wies München auch im 1. Quartal wieder die stärkste Entwicklung unter den Top-6-Standorten auf. Wichtige Treiber einer anhaltend hohen Investmenttätigkeit im Büroimmobiliensegment sind laut BNP Paribas auch hier die stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands, das niedrige Zinsniveau und der Mangel an rentablen und gleichzeitig sicheren Investmentalternativen.

Auf dem Münchner Büroimmobilienmarkt resultierte die hohe Nachfrage im Zusammenspiel mit einem sich zuletzt verknappenden Angebot an teuren Neubau- und Zentrumsflächen im Jahr 2012, in einer deutlichen Erhöhung der Durchschnittsmieten um +4,5 % auf 14,97 €/qm (VJ: 14,33 €/qm).

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



Quelle: Savills Research Germany, GBC AG

Die deutlich über den Erwartungen verlaufende Entwicklung des Büroimmobilienmarktes in München ist auf die stabile ökonomische Entwicklung sowie auf den aussichtsreichen wirtschaftlichen und demografischen Perspektiven, in Verbindung mit der Standortattraktivität Münchens, zurückzuführen.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>11,321</b>	<b>11,223</b>	<b>10,820</b>	<b>11,200</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,139	0,274	0,110	0,150
Personalaufwand	-0,766	-0,762	-0,765	-0,776
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,320	-3,314	-3,325	-3,350
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,057	-2,175	-2,150	-2,250
Finanzergebnis	-3,243	-3,090	-2,918	-2,867
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>2,074</b>	<b>2,156</b>	<b>1,772</b>	<b>2,107</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,000	0,000	0,000	0,000
Bilmog-Anpassung Pensionen	-0,274	-0,383	0,000	0,000
Steuern	-0,047	-0,048	-0,060	-0,150
Sonstige Steuern	-0,151	-0,151	-0,156	-0,150
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,602</b>	<b>1,574</b>	<b>1,556</b>	<b>1,807</b>
EBITDA	8,212	8,026	7,859	8,174
in % vom Umsatz	72,5	71,5	72,6	72,98
EBIT	4,893	4,713	4,53	4,824
in % vom Umsatz	43,2	42,0	41,9	43,1
Aktienanzahl (Stammaktien) in Mio. Stück	2,314	2,314	2,314	2,314
Aktienanzahl (Vorzugsaktien) in Mio. Stück	1,582	1,582	1,582	1,582
DVFA-Ergebnis je Aktie in €	0,43	0,46	0,42	0,46
Dividende je Stammaktie in €	0,16	0,16	0,16	0,16
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,21	0,21	0,21	0,21

## Geschäftsentwicklung 2012 - Marginale Reduktion von Umsatz und Ergebnis

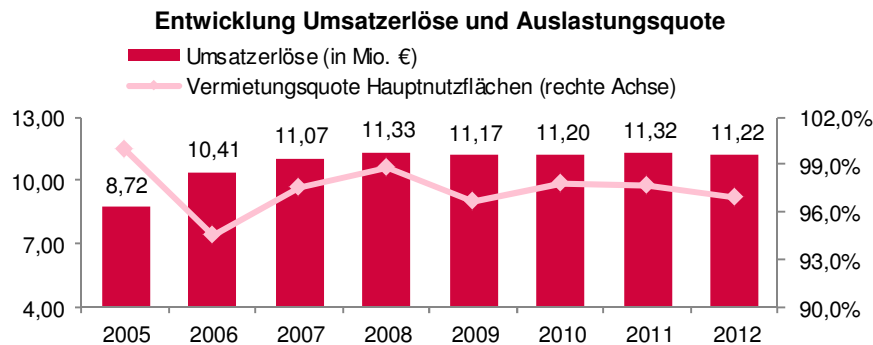
in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	11,32	-0,9 %	11,22
Gesamtleistung	11,46	+0,3 %	11,50
EBITDA (Marge)	8,21 (72,5 %)	-2,3 %	8,03 (71,5 %)
EBIT (Marge)	4,89 (43,2 %)	-3,7 %	4,71 (42,0 %)
Jahresüberschuss	1,60	-1,7 %	1,57
DVFA-Ergebnis je Aktie in €	0,43		0,46

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Annähernd stabile Umsatzerlöse auf einem guten Niveau

Die AGROB Immobilien AG erzielte im vergangenen Geschäftsjahr 2012 Umsatzerlöse in Höhe von 11,22 Mio. €. Dies entspricht einem marginalen Rückgang um -0,9 % gegenüber dem Vorjahreswert von 11,32 Mio. €. Dieser Rückgang ist Folge von Rückerstattungen als Ergebnis der Nebenkostenabrechnungen sowie der zeitlich begrenzten, mietfreien Überlassung bestimmter Mietflächen an einen Ankermieter, zum Zwecke des Umbaus.

Der Bestand der Hauptnutzflächen erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 um +1,4 % auf 93.515 qm (VJ: 92.199 qm). Demgegenüber erhöhten sich die der Vermietung zugeführten Hauptnutzflächen leicht unterproportional um +0,6 % auf 90.674 qm (VJ 90.079 qm). Weiterhin bedeutet dies eine über dem Branchendurchschnitt liegende Auslastungsquote von 96,9 % (VJ: 97,7 %). Allerdings reduzierten sich die monatlichen durchschnittlichen Mieterlöse der Hauptnutzflächen im Geschäftsjahr 2012 auf 8,23 € (VJ: 8,61 €). Dies ist auf eingegangene Zugeständnisse und günstigere Modalitäten für Mieter bei neuen Mietverträgen sowie auf die erwähnte kostenlose Überlassung von Mietflächen an einen Ankermieter zurückzuführen.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich im Geschäftsjahr 2012 von 0,14 Mio. € auf 0,27 Mio. €. Diese Erhöhung ist als außerordentlich einzustufen und auf die einmalige Auflösung von Rückstellungen sowie den Anstieg übriger Erträge (Versicherungsentschädigungen, Weiterverrechnungen, Sachbezüge) zurückzuführen. Insgesamt konnte die AGROB Immobilien AG die Gesamtleistung somit leicht von 11,47 Mio. € in 2011 auf nunmehr 11,50 Mio. € in 2012 erhöhen.

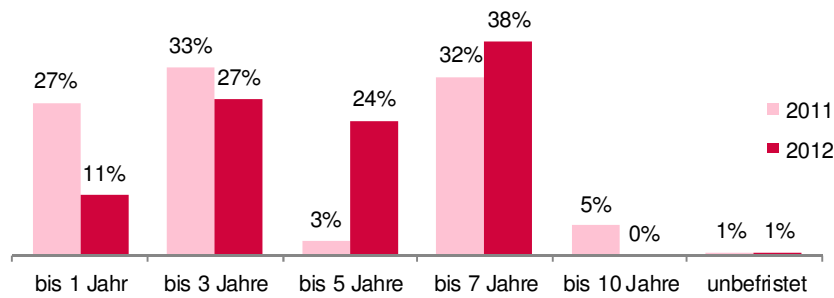
Positiv hervorzuheben ist zudem die geringe Mieterfluktuation, die sich darin zeigt, dass im Verlauf des Jahres 2012 Hauptnutzflächen von lediglich 8.730 qm zurückgegeben und zugleich 9.325 qm neu vermietet werden konnten. Somit wurden lediglich 10,2 % der vermieteten Flächen an neue Mieter übergeben, wohingegen 89,8 % der vermieteten Flächen bei Mietern mit einer Mietdauer von über einem Jahr verblieben sind.

Parallel dazu konnte die Restlaufzeitstruktur der bestehenden Mietverträge nochmals gegenüber den Vorjahren verbessert werden. Hervorzuheben ist dabei der Umstand, wonach der Anteil der Mietverträge mit Festmietzeiten von über 3 Jahren auf 80,8 % (VJ: 62,0 %) deutlich gesteigert wurde. Innerhalb des laufenden Geschäftsjahres laufen dabei lediglich



4,4 % der Mietverträge aus (VJ: 10,6 %), was somit eine sehr gute und solide Planungsbasis für die kommenden Geschäftsjahre darstellt

#### Restlaufzeit der Mietverträge



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

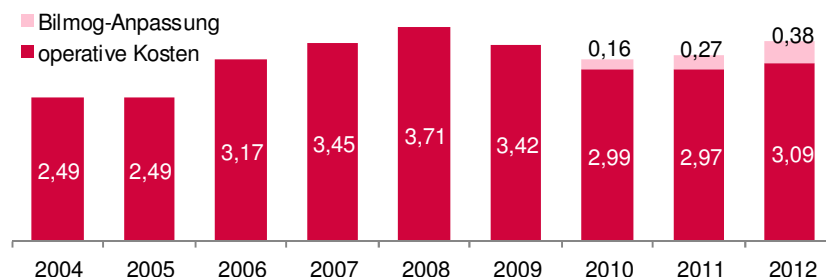
Die hohe Auslastungsquote von 96,9 % sowie die lange Vermietungsdauer der Hauptmietflächen ist auf die starke Spezialisierung auf den Medienbereich sowie die Ausstattung des AGROB Medienparks mit TV-Studios, Satellitenanlagen, Sendeeinrichtungen und der kompletten Glasfaservernetzung des Areals zurückzuführen. Mietunternehmen aus dem Medienbereich profitieren vom Vorhandensein dieser spezifischen Infrastruktur sowie einem Cluster-Effekt, der sich aufgrund der Ballung von Medienunternehmen am AGROB-Gelände bemerkbar macht.

Zwar bleibt der Anteil der Medienunternehmen mit 87,6 % (VJ: 91,3 %) weiterhin hoch, reduzierte sich 2012 jedoch zu Gunsten von Dienstleistern, deren Mietquote auf 11,5 % (VJ: 7,9 %) zulegte. Bei dieser Verschiebung, die im Rahmen der Nachvermietung von Mietflächen stattfand, ist zu beachten, dass es sich bei den Dienstleistungsunternehmen meist um medienaffine Unternehmen handelt, die aufgrund des erwähnten Cluster-Effekts den AGROB Medien- und Gewerbepark als Standort wählen.

#### Ergebnisentwicklung - Leichter Anstieg der operativen Kosten belastet Ergebnis

Während die AGROB Immobilien AG in den vergangenen Geschäftsjahren die operativen Kosten (vor BilMoG-Anpassung) deutlich reduzieren konnte, stiegen diese hingegen im Geschäftsjahr 2012 um +4,0 % auf 3,09 Mio. € (VJ: 2,97 Mio. €) an. Der hohen Konstanz der Personalkosten mit 0,76 Mio. € (VJ: 0,77 Mio. €) stand eine leichte Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen entgegen, die im Wesentlichen auf den Anstieg der Aufwendungen für Sanierungs- und Instandhaltungsmaßnahmen zurückzuführen ist.

#### Operative Kosten (in Mio. €)

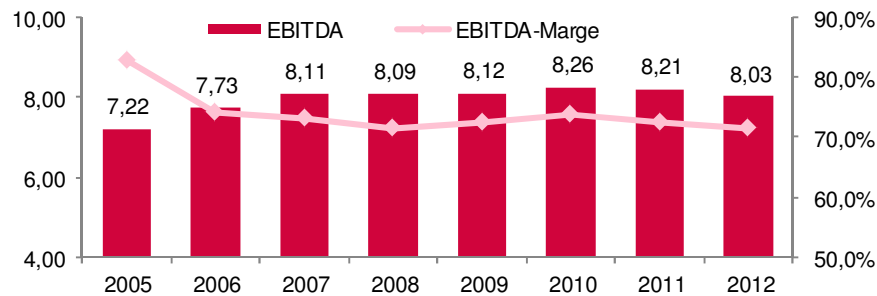


Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die ergebniswirksame Anpassung von Pensionsrückstellungen gemäß BilMoG (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz) belief sich im Berichtsjahr 2012 auf 0,38 Mio. €, womit die Gesamtheit der operativen Kosten auf 3,47 Mio. € (VJ: 3,25) anstieg. Die Gesellschaft hatte im Geschäftsjahr 2010 eine neue Bewertung der Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter nach dem neuen Bilanzrecht vorgenommen und einen Unterschiedsbetrag von 0,82 Mio. € ermittelt. Dieser Betrag wurde nach nur drei Geschäftsjahren vollständig aufwandswirksam verbucht und den Pensionsrückstellungen zugeführt. Dementsprechend werden in den kommenden Geschäftsjahren keine weiteren BilMoG-Anpassungen vorgenommen.

Die Erhöhung der operativen Kosten konnte durch die leichte Steigerung der Gesamtleistung nicht vollumfänglich aufgefangen werden, was einer leichten Reduktion des EBITDA um -2,3 % auf 8,03 Mio. € (VJ: 8,21 Mio. €) resultierte.

**EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)**



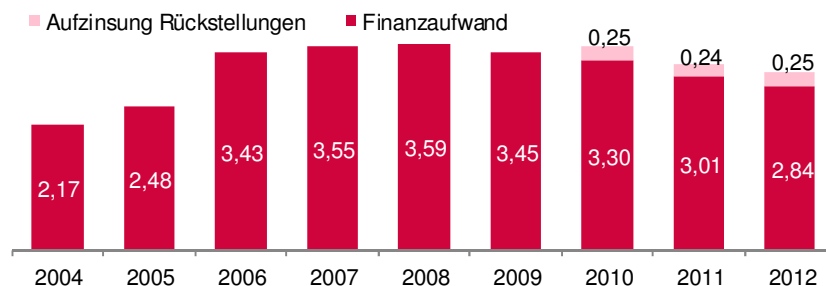
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Entsprechend reduzierte sich die EBITDA-Marge von 72,5 % auf 71,5 %. Das EBITDA vor den BilMoG-Aufwendungen konnte mit einem Minus von lediglich 0,9 % annähernd auf dem sehr guten Vorjahresniveau gehalten werden.

Die Abschreibungen auf Sachanlagevermögen beliefen sich 2012 auf 3,32 Mio. € und bewegten sich somit auf dem Vorjahresniveau von 3,33 Mio. €. Die Abschreibungsquote vom operativen Anlagevermögen betrug folglich 3,8 % des bilanziellen Anlagevermögens (VJ: 3,6 %).

Aufgrund der kontinuierlichen Reduzierung der Finanzverbindlichkeiten im Rahmen der Erwirtschaftung stabiler positiver Cashflows konnten die Finanzaufwendungen über die letzten Jahre hinweg deutlich reduziert werden. Der gewichtete Durchschnittszinssatz der Finanzverbindlichkeiten lag zum Stichtag des 31.12.2012 mit 4,66 % auf dem Niveau des Vorjahres.

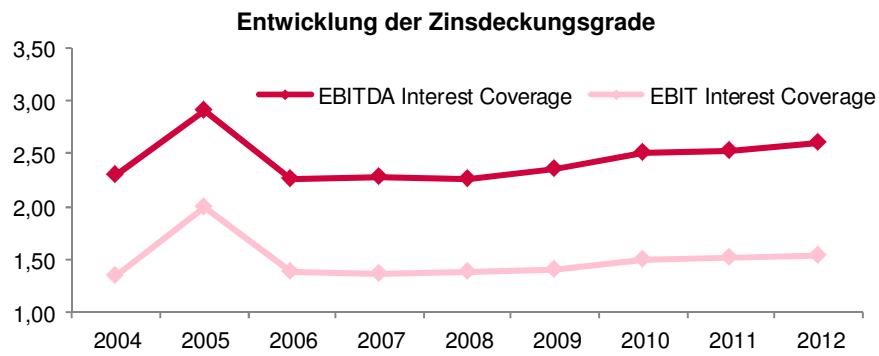
**Finanzaufwendungen (in Mio. €)**



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Im Geschäftsjahr 2012 beliefen sich die Finanzaufwendungen auf 3,09 Mio. € (VJ: 3,25 Mio. €). Darin enthalten sind 0,25 Mio. € (VJ: 0,24 Mio. €) aus der Aufzinsung der Pensionsrückstellungen sowie der sonstigen langfristigen Rückstellungen. Ohne diesen Zinsanteil konnte die AGROB Immobilien AG ihre effektive Zinsbelastung von 2008 bis 2012 signifikant um 21,0 % reduzieren, was unserer Einschätzung nach ein wesentlicher Treiber der langfristigen Verbesserung der Ergebnisse ist.

Die Zinsdeckungsgrad-Kennziffern der AGROB Immobilien AG konnten vor diesem Hintergrund in den letzten Geschäftsjahren sukzessive verbessert werden. Ein derzeitiger EBITDA-Zinsdeckungsgrad von 2,60 (VJ: 2,53) sowie ein EBIT-Zinsdeckungsgrad von 1,52 (VJ: 1,51) verdeutlichen die gute Fähigkeit der Gesellschaft, die Finanzaufwendungen durch den operativen Gewinn abzudecken. Wie der nachstehenden grafischen Darstellung der Zinsdeckungsgrade zu entnehmen ist, weist die Gesellschaft über die letzten Geschäftsjahre hinweg eine verhältnismäßig solide Entwicklung dieser Kennzahlen auf.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei der Betrachtung des Steueraufwands der AGROB Immobilien AG ist zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft als reiner Immobilienbestandshalter von der erweiterten Gewerbesteuerbefreiung Gebrauch macht und diese somit entfällt. Darüber hinaus ist der Ertragssteueraufwand von 0,05 Mio. € aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge auf Basis der Mindestbesteuerung berechnet. Die sonstigen Steuern beliefen sich mit 0,15 Mio. € auf Vorjahresniveau, womit die Steuerlast insbesondere aufgrund der noch nutzbaren Verlustvorträge als gering einzuschätzen ist.

Der Jahresüberschuss belief sich im Geschäftsjahr 2012 auf 1,57 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €). Demzufolge gelang es der AGROB Immobilien AG unsere Prognosen exakt zu erfüllen und darüber hinaus die zwischenjährlich von der Gesellschaft kommunizierte Nachsteuerprognose von 1,4 - 1,5 Mio. € deutlich zu übertreffen.

in Mio. €	GJ 2012 (erreicht)	GBC-Prognosen 2012
Umsatzerlöse	11,22	11,18
EBITDA (EBITDA-Marge)	8,03 (71,5 %)	8,03 (71,8 %)
EBIT (EBIT-Marge)	4,71 (42,0 %)	4,70 (42,0 %)
Periodenergebnis	1,57	1,57

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

**Bilanzielle und finanzielle Situation - Erhöhung der stillen Reserven auf 39,48 Mio. €**

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital (EK-Quote)	19,72 (21,4 %)	20,69 (23,0 %)	21,56 (24,7 %)
Verkehrswert Eigenkapital (EK-Quote)	55,42 (44,6 %)	58,67 (47,2 %)	61,36 (48,3 %)
Bankverbindlichkeiten	67,32	63,74	60,27
Immobilienvermögen	91,86	89,61	86,95
Verkehrswert Immobilienvermögen	124,09	124,09	126,74
LTV	73,3 %	71,1 %	69,3 %
Verkehrswert LTV	54,3 %	51,4 %	47,6 %

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

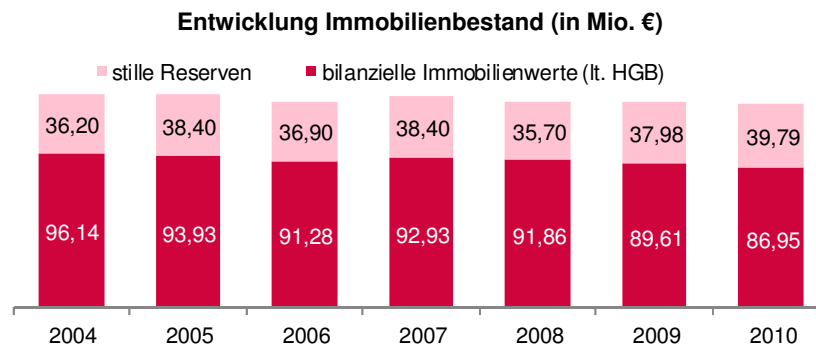
Bei der Analyse der Bilanzstruktur der AGROB Immobilien AG gilt es zu beachten, dass die AGROB Immobilien AG nach HGB-Vorschriften und damit konservativ bilanziert. Börsennotierte Immobilienunternehmen in Deutschland bilanzieren meist nach den Maßgaben des IFRS und somit unter Beachtung des Marktwertprinzips (Fair Value). Gemäß diesem Prinzip wird der Wertansatz des Immobilienvermögens nach dem Marktwert vorgenommen und somit werden etwaige stille Reserven ergebniswirksam aufgedeckt. Ein Wertausweis nach HGB-Vorgaben, wie er bei AGROB stattfindet, basiert jedoch auf der niedrigeren At-Cost-Bewertung, was somit in Konsequenz zur Entstehung von erheblichen stillen Reserven führen kann. Eine nicht ergebniswirksame Aufdeckung der stillen Reserven hat dementsprechend auch keine positive Auswirkung auf das Eigenkapital der nach HGB bilanzierenden Gesellschaft.

Demzufolge berücksichtigen wir bei der AGBROB Immobilien AG auch die gutachterlich ermittelten Marktwerte, um den Wert der stillen Reserven zu berücksichtigen. Dadurch findet eine tiefere Analyse des Unternehmens statt und darüber hinaus wird die Vergleichbarkeit mit anderen börsennotierten Immobilienunternehmen gewährleistet.

Die Marktwerte ihres Immobilienbestandes hat die AGROB Immobilien AG zuletzt im Oktober 2012 ermitteln lassen. Dem Gutachten zufolge beläuft sich der Wert des Immobilienbestandes auf 126,74 Mio. €.

Marktwerte / Verkehrswerte (in Mio. €)	31.10.2012	31.10.2010
<b>Gesamt vor Abschlägen</b>	<b>126,43</b>	<b>127,59</b>
Pauschalierte Abschläge	-3,50	-3,50
<b>Gesamt nach Abschlägen</b>	<b>122,93</b>	<b>124,09</b>
Baurechte Süderweiterung	3,81	-
<b>Gesamt inkl. Süderweiterung</b>	<b>126,74</b>	

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG



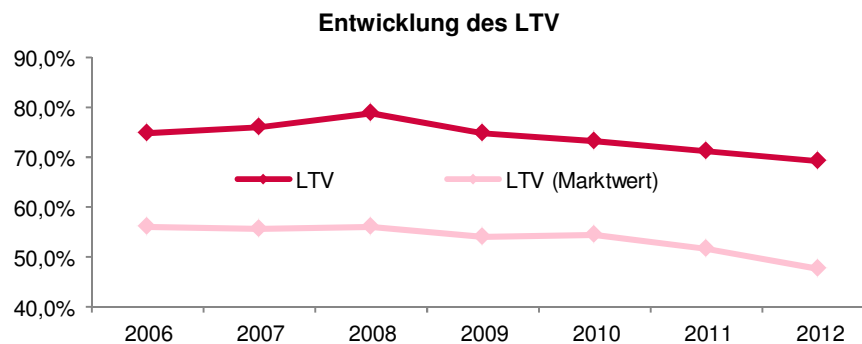
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der Wert des Immobilienbestandes liegt gemäß aktuellem Bewertungsgutachten bei 126,74 Mio. € und damit deutlich über dem bilanzierten Immobilienvermögen von 86,95 Mio. €, was einen hohen Bestand an stillen Reserven in Höhe von 39,79 Mio. € nach sich zieht.

In den vergangenen Geschäftsjahren lagen die Abschreibungen auf Sachanlagen kontinuierlich über dem geringen Niveau an Neuinvestitionen, wodurch sich der bilanzielle Wert der Liegenschaften sukzessive reduzierte. Da in 2012 keine Veräußerungen von Immobilienvermögen stattfanden, resultiert die Reduzierung des bilanziellen Anlagevermögens somit rein aus den HBG-Abschreibungen.

Auch hinsichtlich der Finanzierungsstruktur bewirkte die konsequente Tilgung der Finanzverbindlichkeiten sowie der Ausbau des Eigenkapitals eine erfreuliche Entwicklung. Die Finanzierung des Unternehmens lässt sich folgendermaßen wiedergeben: rund 30 % Eigenkapital stehen 70 % Fremdkapital gegenüber. Dies lässt sich anhand der LTV-Kennzahl (Loan-to-Value) veranschaulichen.

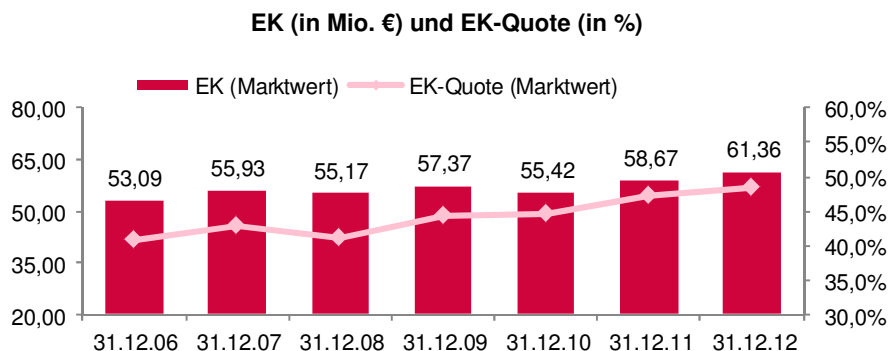
Gemäß der HGB-Bilanzierung lag das LTV-Verhältnis bei 69,3 % (VJ: 71,1 %) und das um die stillen Reserven bereinigte LTV bei nur 47,6 % (VJ: 51,4 %). Dies sind im Branchenvergleich äußerst gute Werte. Die Reduzierung resultiert insbesondere aus der Rückführung von Darlehen, welche sich zum Ende des Geschäftsjahres 2012 auf 60,27 Mio. € (VJ: 63,74 Mio. €) reduzierten. Dies gibt auch die solide Finanzierung der AGROB Immobilien AG wieder. Dadurch erhält die AGROB Immobilien AG wiederum günstige Finanzierungsbedingungen bei der Neuaufnahme von Darlehen.



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die AGROB Immobilien AG wies mit dem Jahresüberschuss von 1,57 Mio. € in 2012 zum siebten Mal in Folge ein positives Jahresergebnis aus. Diese Kontinuität spiegelt sich auch in der nachhaltigen Stärkung des Eigenkapitals wider. Bei einer Erhöhung des Eigenkapitals um +4,2 % auf 21,56 Mio. € (31.12.11: 20,69 Mio. €) verfügt AGROB über eine solide Eigenkapitalquote von 24,8 % (31.12.11: 23,0 %).

Die starke Eigenkapitalbasis ist vor allem bei der Betrachtung des Eigenkapitals auf Basis des Gutachtens über die Marktwerte des Immobilienportfolios erkennbar. Demnach erhöhte sich das um stille Reserven adjustierte Eigenkapital zum Ende des Geschäftsjahres 2012 auf 61,36 Mio. € (31.12.11: 58,67 Mio. €). Die entsprechende Eigenkapitalquote zu Marktwerten verbesserte sich deutlich auf 48,3 % (31.12.11: 47,2 %).



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung Q1 2013 - Entwicklung über Plan, jedoch unter Vorjahresniveau

in Mio. €	Q1 2012	Δ 2012/2013	Q1 2013
Gesamtleistung	2,85	-4,2 %	2,73
EBITDA*	2,09	-5,3 %	1,98
EBIT*	1,27	-9,9 %	1,15
Ergebnis operativ*	0,54	-15,0 %	0,46
Nettoaufwand DSCB	-0,09	-35,2 %	-0,12
Periodenüberschuss nach DSCB	0,45	-24,4 %	0,34

\*ohne DSCB

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die AGROB Immobilien AG konnte im 1. Quartal 2013 zwar die hohen Vorgaben aus dem sehr guten Vorjahresquartal hinsichtlich Umsatz und Ergebnis nicht erreichen, dennoch startete die Gesellschaft gut in das laufende Geschäftsjahr.

Die zum Ende der Mietzeit im Dezember 2012 zurückgegebenen Flächen sowie eine um 0,4 % leicht auf 93.900 qm (31.12.12: 93.515 qm) erhöhte Hauptnutzflächenkapazität sorgten für eine leichte Reduzierung der Vermietungsquote auf nun 96 %. Die Gesamtleistung belief sich auf 2,73 Mio. € (Q1/2012: 2,85 Mio. €) und zeigte sich somit um -4,2 % rückläufig. Ausschlaggebend hierfür waren die seit Jahresbeginn 2013 geltenden Modalitäten einiger neu abgeschlossener Mietvertragsverlängerungen. Diese beinhalten leicht reduzierte Mietniveaus, welche sich negativ auf die Umsatzentwicklung auswirkten.

Die Kostenpositionen konnten in ihrer Gesamtheit nochmals um -1,7 % reduziert werden. Positiv wirkte sich die weitere Reduzierung des Zinsergebnisses aus, das sich nach -0,72 Mio. € im 1. Quartal 2012 auf -0,68 Mio. € verbesserte. Das niedrige Zinsniveau der Kapitalmärkte wurde darüber hinaus genutzt, um in der Zinsbindung auslaufende Darlehen mit Forward-Kontrahierungen zu verlängern und zinsgünstig zu fixieren. Auf Basis der getätigten Forward-Vereinbarungen wird sich der durchschnittliche Zinssatz aller Darlehen weiter auf 4,45 % per Dezember 2013 und 4,15 % per Dezember 2014 reduzieren. Hieraus erwarten wir zukünftig positive Effekte hinsichtlich des Zinsergebnisses.

Trotz der rückläufigen Kostenposition konnten die geringeren Umsätze nicht vollumfänglich aufgefangen werden, wodurch sich das operative Ergebnis im 1. Quartal 2013 auf 0,46 Mio. € (Q1/2012: 0,54 Mio. €) reduzierte. Nach Berücksichtigung des DSCB-Aufwands in Höhe von 0,12 Mio. € (Q1/2012: 0,85 Mio. €) ergibt sich ein Periodenüberschuss von 0,34 Mio. € (Q1/2012: 0,45 Mio. €). Der Anstieg des DSCB-Aufwands ist dabei auf ein geringeres Auflösungspotenzial der Pensionsrückstellungen zurückzuführen.

Hinsichtlich der Ergebnisse des 1. Quartals 2013 ergaben sich laut Unternehmensangaben im Vergleich mit den Jahresplanungen positive Abweichungen, wodurch sich das Unternehmen mit den erreichten Zahlen zufrieden zeigt.

Im weiteren Jahresverlauf werden Büro- und Lagerflächen im Umfang von lediglich 940 qm zum Ende der Festmietzeit zurückgegeben, wodurch eine hohe erwartete Stabilität der Umsätze und Ergebnisse gegeben ist. Darüber hinaus sind Dachsanierungen an den Gebäuden 10 und 38 zur Optimierung der Wärmedämmung sowie die finale Projektierung und Bauantragsstellung eines neuen multifunktionalen Gebäudekomplexes am AGROB Medien- und Gewerbepark geplant. Das Investitionsvolumen dieses für einen bestehenden Mieter geplanten Gebäudekomplexes beläuft sich auf ca. 5 Mio. €. Diese Investitionen, sowie die Erweiterung des AGROB Geländes durch die Schaffung zusätzlicher Baurechte von ca. 13.600 qm BGF und deren Rechtskraft-Erlangung, stellen weiterhin den Hauptfokus der Investitionsaktivitäten in den Geschäftsjahren 2013 und 2014 dar.

## SWOT - Analyse AGROB Immobilien AG

### Stärken

- Strategische Fokussierung der Geschäftstätigkeit auf den AGROB Medien- und Gewerbepark sowie auf Mietunternehmen im Bereich Medienwirtschaft
- Hochmoderne Anlagen wie Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen, Antennen- und Fernmeldeanlagen, sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes
- Hohe Planbarkeit der Umsatzerlöse durch solide Laufzeitstruktur der bestehenden Mietverträge (79,8 % > 3 Jahre)
- Hohe Auslastung der Vermietungskapazitäten der Hauptnutzflächen von derzeit 96 %
- Tilgung der Finanzverbindlichkeiten aus hohen stabilen Cashflows möglich
- Fixierung und gleichzeitige Reduzierung des durchschnittlichen Zinssatzes

### Schwächen

- Spezialisierte Infrastruktur auf Mieter aus dem Bereich Medienwirtschaft schränkt Flexibilität, Mieter aus anderen Branchen zu akquirieren, ein
- Belastung aus Subsidiärhaftung: Pensionsaufwendungen für ehemalige AGROB-Mitarbeiter (DSCB-Aufwand) belastet Ergebnis auch zukünftig
- Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 60,27 Mio. € verursachen hohen Zinsaufwand
- Abhängigkeit von Ankermietern, die ihre Position bei der Prolongation bzw. Neuverhandlung von Mietverträgen hinsichtlich günstigerer Mietkonditionen nutzen könnten

### Chancen

- Erhöhung der Mietniveaus im Rahmen eines sich gut entwickelnden Münchner Gewerbeimmobilienmarktes
- Schaffung zusätzlicher Umsatz- und Ergebnispotenziale durch Erweiterung des AGROB Geländes in südlicher Arrondierung
- Weitere Reduzierung des Zinsaufwandes durch konsequente Tilgungen und verbesserte Konditionen
- Schaffung weiterer stiller Reserven durch Erlangung von zusätzlichen Baurechten

### Risiken

- Weitere Verzögerungen im behördlichen Verfahren zur Genehmigung von Bebauungsplänen könnten eintreten
- Unerwartet hoher Bedarf an Instandhaltungs- und Modernisierungsinvestitionen zur Wahrung der Infrastrukturvorteile des AGROB Medien- und Gewerbeparks möglich
- Verschlechterung des Marktumfeldes für Medienunternehmen könnte eine Reduzierung der Durchschnittsmiete bzw. eine Verringerung der Auslastung zur Folge haben

## Prognose und Modellannahmen - Prognosen für das GJ 2013 leicht erhöht

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	11,22	10,82	11,20
EBITDA (Marge)	8,03 (71,5 %)	7,86 (72,6 %)	8,17 (73,0 %)
EBIT (Marge)	4,71 (42,0 %)	4,53 (41,9 %)	4,82 (43,1 %)
Jahresüberschuss	1,57	1,56	1,81
DVFA-Ergebnis je Aktie in €	0,46	0,42	0,46

Quelle: GBC AG

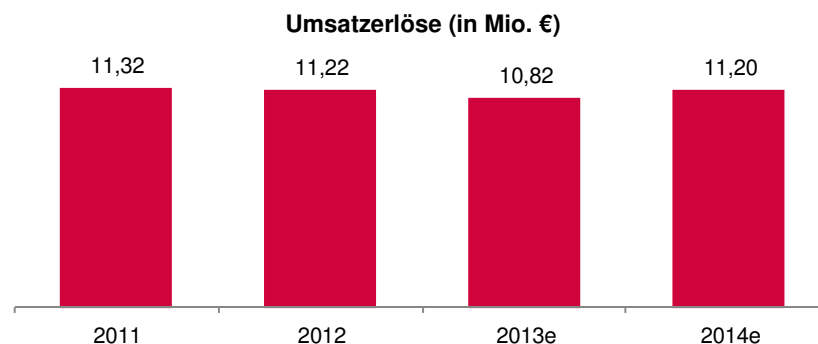
### Umsatzprognosen - Rückgang im GJ 13 erwartet, ab GJ 14 Wachstumsrückkehr

Basis der gesunden Unternehmensentwicklung der AGROB Immobilien AG bleibt eine anhaltend hohe Auslastung der Hauptmietflächen, die sich zum 31.03.2013 auf 96 % belief. Wir gehen auch weiterhin von einem Fortbestand der hohen Auslastungsquote aus. Die langfristige Bindung von Mietunternehmen spiegelt sich in der weiter verbesserten Laufzeitstruktur der bestehenden Mietverträge wider, wonach zum Stichtag 31.12.2012 79,8 % der bestehenden Verträge eine Laufzeit von mehr als drei Jahren auswiesen.

Im laufenden Geschäftsjahr 2013 werden Flächen im Umfang von nur 940 qm zurückgegeben. Darüber hinaus stehen in 2013 Mietvertragsausläufe mit einem monatlichen Mieteinkommen von 7 T€ (6/2013) sowie 27 T€ (12/2013) an. Während die Gesellschaft derzeit von einer Prolongation der Mietverträge ausgeht, besteht die Möglichkeit, dass eine Verlängerung der Mietverträge aufgrund des derzeitigen Marktumfeldes mit leicht reduzierten Mietvertragsmodalitäten einhergehen wird. Diese insgesamt geringe zu erwartende Fluktuation bringt eine hohe Planbarkeit der Umsatzentwicklung mit sich.

Flankierend zur hohen Auslastung der bestehenden Hauptnutzflächen kann eine Ausweitung der vermietbaren Flächen zu einem Umsatzanstieg führen. Im laufenden Geschäftsjahr 2013 erwarten wir einen stabilen Bestand an vermietbaren Flächen, jedoch sollte dieser durch den Bau eines neuen multifunktionalen Gebäudekomplexes sowie der Erweiterung des Areals in südlicher Richtung in den Folgejahren erhöht werden. Hinsichtlich des neuen Gebäudekomplexes, der für einen bestehenden Mieter gebaut wird, erwarten wir den Baubeginn im Frühjahr 2014 und erste Mieterlöse im Frühjahr 2015.

Wir erwarten, dass im Laufe des Jahres im Zuge bereits stattfindender vielversprechender Gespräche, Vermietungserfolge erzielt werden können. In Folge dieser Tendenz sollte der Leerstand weiter abgebaut werden, wodurch sich die Vermietungsquote wieder verbessern könnte.



Quelle: GBC AG

Die AGROB Immobilien AG erwartet laut eigenen Aussagen für das Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 10,70 - 10,80 Mio. €. Aufgrund des über Plan verlaufenen 1. Quartals 2013 erwarten wir, dass diese Zielspanne mit 10,82 Mio. € (bisherige GBC-Prognosen: 10,69 Mio. €) leicht übertroffen wird. Gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr bedeutet dies eine Reduktion in Höhe von -3,6 %. Dies ist auf die leicht erhöhte Leerstandsquote sowie auf Zugeständnisse bei neuen Mietverträgen zurückzuführen. Auf-



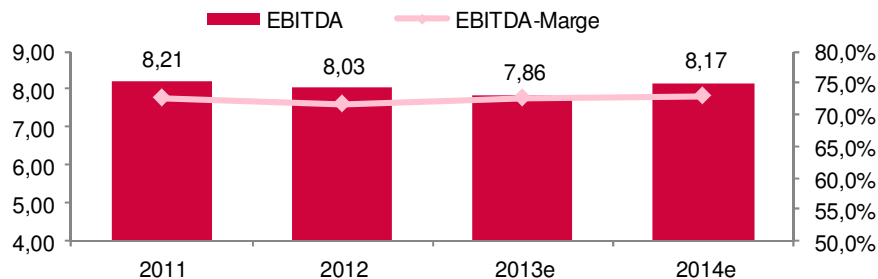
grund der geringen Fluktuation der Mieter, der guten Laufzeitstruktur der Mietverträge sowie den zu erwarteten Neuvermietungen, prognostizieren wir eine mittel- bis langfristig stabile Entwicklung des Umsatzes, der 2014 um rund +4,7 % auf 11,20 Mio. € ansteigen sollte.

### Ergebnisprognosen - Steigerung des Margenniveaus und Nachsteuerergebnisse

Hinsichtlich der Entwicklung der Ergebniskennzahlen ist zu berücksichtigen, dass die Bewertungsanpassung der Pensionsrückstellungen gemäß BilMoG zum Ende des Geschäftsjahres 2012 abgeschlossen ist und somit keine weiteren Aufwendungen in diesem Zusammenhang anfallen werden. Diese wurde von uns als operativ deklariert, was die Ergebnisse auf Basis von EBITDA und EBIT negativ beeinflusste.

Im Rahmen unserer Erwartung geringerer Umsätze für das Geschäftsjahr 2013, prognostizieren wir eine Reduktion des EBITDA auf 7,86 Mio.€ (GJ 2012: 8,03 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2014 sollten sich die höheren Umsätze auch ergebnisseitig auswirken und das EBITDA auf 8,17 Mio. € ansteigen lassen.

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



Quelle: GBC AG

Das Finanzergebnis sollte sich auch in den kommenden Jahren dank der Tilgung von Finanzverbindlichkeiten und der Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes weiter verbessern. Wir erwarten Finanzaufwendungen in 2013 von 2,92 Mio. € und 2,87 Mio. € in 2014. Wir rechnen im Verlauf des Geschäftsjahres 2014 mit dem Verbrauch der Verlustvorträge, die zum 31.12.2012 noch in einer Höhe von 1,70 Mio. € zur Verfügung standen. Dadurch wird 2013 letztmals eine Besteuerung lediglich im Rahmen der Mindestbesteuerung stattfinden.

Die AGROB Immobilien AG gibt einen Zielkorridor des Nachsteuerergebnisses von 1,80 - 1,90 Mio. € vor DSCB-Nettobelastungen aus. Wir erwarten in 2013 eine Nettobelastung von deutlich unter den maximal möglichen 0,48 Mio. € und dementsprechend rechnen wir mit einem Nachsteuerergebnis (nach DSCB-Nettobelastung) in Höhe von 1,56 Mio. € (EPS: 0,40 €/Aktie). Für das kommende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer Verbesserung des Jahresüberschusses auf 1,81 Mio. € (EPS: 0,46 €).

Zudem rechnen wir mit einem Anstieg der operativen Cashflows in den Jahren 2013 und 2014 auf jeweils über 5,00 Mio. € (2012: 4,82 Mio. €). Entsprechend der guten Ertragslage kombiniert mit stabilen Cashflows gehen wir davon aus, dass die AGROB Immobilien AG das bisherige Dividendenniveau auch in den Folgejahren mindestens beibehalten wird.

## 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 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 72,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,83 % 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 €. Damit bestätigen wir das bisherige Kursziel.**

## AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	72,5%	ewige EBITA - Marge	44,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,9%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-0,4%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	10,82	11,20	11,55	11,72	11,90	12,08	12,26	12,44	
US Veränderung	-3,6%	3,5%	3,1%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,14	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17	
EBITDA	7,86	8,17	8,37	8,50	8,63	8,76	8,89	9,02	
EBITDA-Marge	72,6%	73,0%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	
EBITA	4,53	4,82	4,86	4,99	5,12	5,25	5,38	5,51	
EBITA-Marge	41,9%	43,1%	42,1%	42,6%	43,0%	43,4%	43,9%	44,3%	44,5%
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,37	-0,77	-0,79	-0,81	-0,83	-0,85	-0,87	
zu EBITA	3,7%	7,7%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,37	4,45	4,09	4,20	4,31	4,42	4,53	4,64	
Kapitalrendite	5,1%	5,3%	4,7%	5,0%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%
Working Capital (WC)	-0,30	-0,15	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
WC zu Umsatz	-2,8%	-1,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	
Investitionen in WC	-0,21	-0,15	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	84,50	86,70	84,50	82,49	80,48	78,47	76,46	74,45	
AFA auf OAV	-3,33	-3,35	-3,51	-3,51	-3,51	-3,51	-3,51	-3,51	
AFA zu OAV	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	
Investitionen in OAV	-0,88	-5,55	-1,31	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	84,20	86,55	84,45	82,44	80,43	78,42	76,41	74,40	
EBITDA	7,86	8,17	8,37	8,50	8,63	8,76	8,89	9,02	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,37	-0,77	-0,79	-0,81	-0,83	-0,85	-0,87	
Investitionen gesamt	-1,08	-5,70	-1,41	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in OAV	-0,88	-5,55	-1,31	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,21	-0,15	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,61	2,10	6,19	6,21	6,32	6,43	6,54	6,65	116,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	118,59	121,94
Barwert expliziter FCFs	33,35	32,78
Barwert des Continuing Value	85,24	89,16
Nettoschulden (Net debt)	61,89	63,36
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	56,70	58,59
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	56,70	58,59
Ausstehende Aktien in Tsd.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,55	15,04

### 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%
<b>WACC</b>	<b>4,6%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
5,4%	13,45	12,62	11,85	11,13	10,45
5,7%	14,92	14,03	13,20	12,43	11,70
6,0%	16,38	15,43	14,55	13,73	12,95
6,3%	17,84	16,84	15,90	15,03	14,20
6,6%	19,31	18,25	17,25	16,33	15,46

## NAV-Bewertung - AGROB weist höheres Potenzial als Vergleichsunternehmen auf

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 Immobilien AG 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 126,74 Mio. € zugrunde, errechnen sich auf Basis des HGB-Bilanzwertes stille Reserven in Höhe von 39,79 Mio. €. Damit verfügt die AGROB über ein Net Asset Value in Höhe von 61,36 Mio. €, was einem NAV je Aktie in Höhe von 15,75 € 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 Immobilien AG vergleichbare Strategie, wenn auch in anderen Bereichen, verfolgen.

Unternehmen	Aktienkurs zum 04.06.2013	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	9,72 €	10,98 €	13,6%
Deutsche Euroshop AG	34,25 €	28,53 €	-15,9%
Deutsche Wohnen AG	15,26 €	12,48 €	-43,0%
Fair Value REIT-AG	4,20 €	9,25 €	51,9%
Hamborner REIT-AG	7,33 €	8,17 €	11,3%
KWG Kommunale Wohnen AG	7,00 €	10,32 €	29,9%
LEG Immobilien	45,30 €	44,72 €	4,1%
Prime Office REIT-AG	3,83 €	9,02 €	56,5%
TAG Immobilien AG	9,31 €	9,96 €	11,4%
VIB Vermögen AG	9,92 €	13,07 €	24,6%
<b>Mittelwert</b>			<b>14,4 %</b>
<b>AGROB Immobilien AG (VZ)</b>	<b>9,02 €</b>	<b>15,75 €</b>	<b>39,7 %</b>
<b>AGROB Immobilien AG (ST)</b>	<b>11,00 €</b>	<b>15,75 €</b>	<b>30,1 %</b>

Quelle: GBC AG

Auf Basis der Börsenkurse vom 04.06.2013 errechnet sich bei der AGROB Immobilien AG ein Bewertungsabschlag zum NAV von +39,7 % (Vorzugsaktien) respektive auf +30,1 % (Stammaktien). Die zehn als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen im Mittelwert Bewertungsabschläge in Höhe von +14,4 % auf. Gemessen am derzeitigen durchschnittlichen Bewertungsabschlag zum Net Asset Value in der Branche bieten beide Aktiegattungen der AGROB Immobilien AG deutliches Aufholpotenzial zum NAV. Im Branchenvergleich sind die Aktien der AGROB Immobilien AG demzufolge als günstig bewertet einzuordnen.

## Fazit

### Solidität des Geschäfts und günstiges Bewertungsniveau eröffnen Kurspotenzial

Im Rahmen der Veröffentlichung der Zahlen des Geschäftsjahres 2012 konnte die AGROB Immobilien AG erneut eine solide Entwicklung vorweisen. Durch die leichte Ausweitung des Flächenbestandes sowie eine leicht unterproportionale Erhöhung der vermieteten Flächen reduzierte sich die Auslastungsquote der Hauptmietflächen auf 96,9 % (VJ: 97,7 %). In Folge der zeitlich begrenzten Überlassung von Mietflächen an einen Ankermieter (zum Zwecke von Umbaumaßnahmen), die den Wegfall von Mieterträgen in Höhe von 0,40 Mio. € zur Folge hatte, reduzierten sich die Umsatzerlöse leicht um -0,1 % auf 11,22 Mio. € (VJ: 11,32 Mio. €).

Parallel zur ordentlichen Umsatzentwicklung weist die AGROB Immobilien AG eine sehr hohe Kostendisziplin auf. Zwar erhöhte sich der Block der operativen Kosten auf 3,52 Mio. € (VJ: 3,25 Mio. €), dies ist jedoch zu einem Großteil auf die Bewertungsanpassung der Pensionsrückstellungen gemäß BilMoG zurückzuführen. Das EBITDA reduzierte sich analog dazu auf 8,02 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €).

Als einen wesentlichen Treiber der nachhaltigen Verbesserung der Nachsteuerergebnisse der AGROB Immobilien AG sehen wir die positive Entwicklung der Finanzaufwendungen. Diese reduzierten sich in den vergangenen Geschäftsjahren kontinuierlich. Dies ist einerseits auf die konsequente Tilgung der Finanzverbindlichkeiten aus dem konstant positiven Free Cash Flow sowie andererseits auf die Verbesserung des durchschnittlichen Darlehenszinssatzes zurückzuführen. Über Forward-Kontrahierungen konnten die günstigen Marktbedingungen ausgenutzt werden, wodurch sich der Durchschnittszinssatz von 4,66 % (per 12/2012) auf 4,45 % (per 12/2013) und 4,15 % (per 12/2014) sukzessive reduzieren wird.

Hinsichtlich der Unternehmensbesteuerung profitiert die AGROB Immobilien AG als Immobilienbestandshalter von der Gewerbesteuerbefreiung sowie von vorhandenen Verlustvorträgen, die sich zum Ende des Geschäftsjahres 2012 auf 1,70 Mio. € beliefen. Die Gesellschaft wurde somit nur im Rahmen der Mindestbesteuerung veranlagt, was die Steuerquote auf einem geringen Niveau hielt (2012: 3,0 %). Wir gehen davon aus, dass diese bis Mitte des Jahres 2014 durch die zu erwartenden positiven Ergebnisse aufgebraucht werden, wodurch sich die effektive Steuerquote der AGROB Immobilien AG anschließend auf 15,83 % erhöhen wird.

Wir erwarten, dass in den Jahren 2013 und 2014 hinsichtlich zurückgegebener Mietflächen Vermietungserfolge erzielt werden und die Vermietungsquote gesteigert werden kann. Auf Seiten des Umsatzes prognostizieren wir nach 10,82 Mio. € in 2013 mit 11,20 Mio. € in 2014 einen Umsatz auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2012. Auf EBITDA-Basis erwarten wir mit 7,86 Mio. € (2013) und 8,17 Mio. € (2014) auch eine Steigerung der Ergebnisse. Der Nachsteuergewinn sollte sich unseren Prognosen zufolge auf 1,56 Mio. € (EPS: 0,42 €) in 2013 und im Geschäftsjahr 2014 auf 1,81 Mio. € (EPS: 0,46 Mio. €) belaufen.

Zusätzlich zu den guten Ergebnisaussichten erachten wir die bilanzielle Situation der AGROB Immobilien AG als eine der Stärken der Gesellschaft. Auf Basis von gutachterlich ermittelten Marktwerten ergeben sich mit einem LTV von 37,6 % sowie einer Eigenkapitalquote von 48,3 % hervorragende Werte.

**Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2013 einen fairen Wert von 14,55 € je Aktie ermittelt. Bestätigt wird unsere Bewertungseinschätzung auch durch das NAV, welches auf Basis eines Marktwertgutachtens auf 15,75 € errechnet wurde. Derzeitige Kursniveaus von 11,00 € je Stammaktie (9,50 € je Vorzugsaktie) weisen somit sowohl zum fairen Wert als auch zum NAV noch hohe Abschläge auf. Daher stufen wir die AGROB Immobilien AG wie bisher 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. 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/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**

**Tobias Brickel, Finanzanalyst (junior)**

**§ 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)