



Researchstudie (Update)



**„ Solider Bestandshalter mit
homogenem Portfolio und attraktivem Kurspotenzial“**

Kursziel: 15,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12ff

Fertigstellung: 03.12.2013

Erstveröffentlichung: 04.12.2013

AGROB Immobilien AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 15,00

aktueller Kurs/ST: 12,50

aktueller Kurs/VZ: 10,40

02.12.2013 / 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: 40,91

EnterpriseValue³: 105,78

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 25,0 %

Freefloat/VZ: 79,9 %

Transparenzlevel:

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

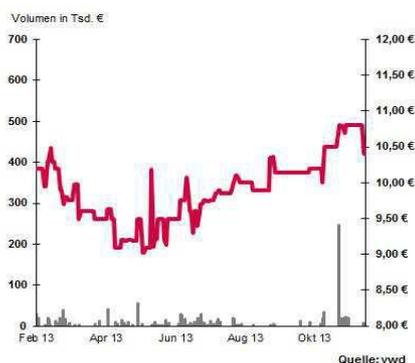
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 30.6.2013

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 Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: 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	10,95	11,20
EBITDA	8,21	8,03	7,89	8,17
EBIT	4,89	4,71	4,56	4,82
Jahresüberschuss	1,60	1,57	1,59	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	9,34	9,43	9,66	9,44
EV/EBITDA	12,88	13,17	13,41	12,95
EV/EBIT	21,63	22,46	23,20	21,95
KGV	25,57	26,06	25,73	22,60
KBV		1,90		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

31.10.2013: RG / 14,55 / KAUFEN

17.7.2013: RG / 14,55 / KAUFEN

28.6.2013: RS / 14,55 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 14,55 / KAUFEN

22.1.2013: RS / 14,55 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

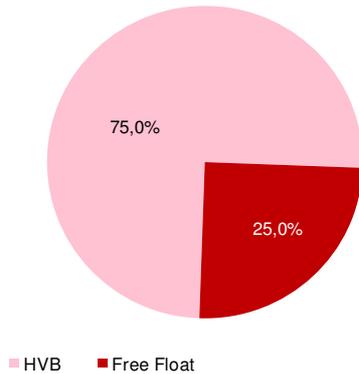
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

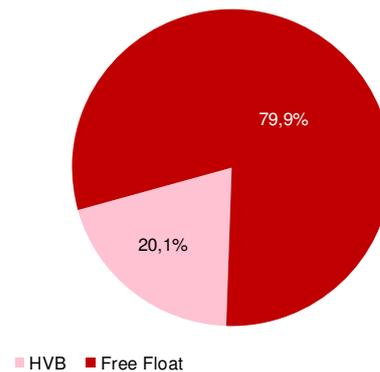
Aktionärsstruktur der AGROB Immobilien AG

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 2013 - Erwartet leicht rückläufige Entwicklung

In Mio. €	1.HJ 2012	Δ 2012/2013	1. HJ 2013
Umsatzerlöse	5,60	-4,6 %	5,34
EBITDA (Marge)	4,11 (73,4 %)	-3,2 %	3,98 (74,4 %)
EBIT (Marge)	2,45 (43,8 %)	-5,4 %	2,32 (43,4 %)
Periodenüberschuss	0,89	-8,6 %	0,81
EPS	0,23		0,18

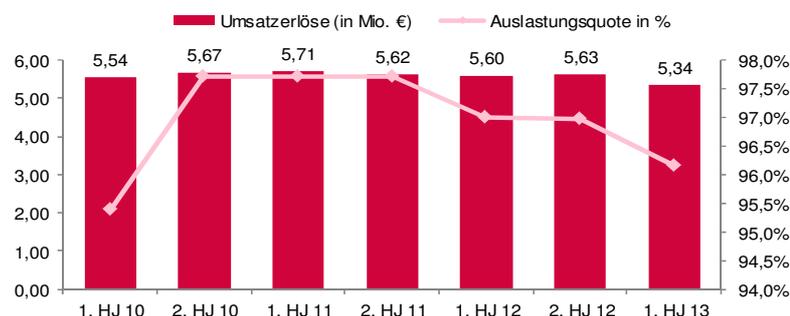
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1. HJ 2013 - Umsatzminderung als Folge von Preisanpassungen

Umsatzseitig verzeichnete die AGROB in den ersten sechs Monaten 2013 zwar einen Rückgang in Höhe von -4,6 % auf 5,34 Mio. € (VJ: 5,60 Mio. €), dieser Rückgang ist jedoch im Rahmen der Erwartungen ausgefallen. Für diese Entwicklung sind zwei maßgebliche, bereits im Vorfeld von der Gesellschaft kommunizierte, Faktoren verantwortlich.

Einerseits wurden im Rahmen einer Mietvertragsverlängerung mit einem Ankermieter Mietpreisanpassungen vorgenommen (Incentive Maßnahme). Andererseits wurden zum Jahresende 2012 vermietete Flächen vertragskonform zurückgegeben, so dass sich die Auslastungsquote geringfügig reduziert hat. Gemessen an den Hauptnutzflächen liegt diese jedoch mit 96,2 % (VJ: 97,0 %) unverändert auf einem hohen Niveau.

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

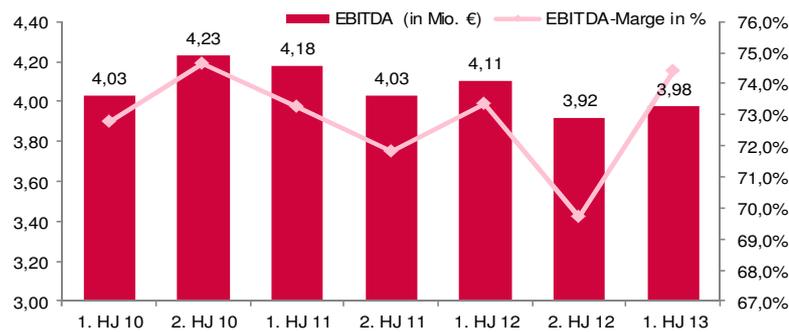
Die vorstehende Grafik verdeutlicht die unverändert hohe Stabilität der Geschäftsentwicklung der AGROB. Über die letzten Halbjahre hinweg weist die Gesellschaft dabei nur geringe Umsatzabweichungen auf.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2013 - Betriebskosten reduziert; Finanzergebnis verbessert

Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode hat die AGROB mit einem Rückgang der Betriebskosten (inkl. Finanzaufwand) in Höhe von -7,2 % auf 1,44 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) eine hohe Kostendisziplin bewiesen. Ursächlich für diese Entwicklung ist in erster Linie der Wegfall des BilMoG-Anpassungsbetrages der Pensionsrückstellungen, welche das Ergebnis des Vorjahreszeitraumes um 0,14 Mio. € belastet hatten. Die AGROB hatte den aus der Änderung der Bilanzrichtlinien notwendig gewordenen Anpassungsbetrag in Gesamthöhe von 0,82 Mio. € bereits im Geschäftsjahr 2012 vollständig und frühzeitig vorgenommen. Weitere Anpassungsbelastungen werden daher nicht mehr erfolgen.

Folglich minderte sich das EBITDA im Vergleich zum Umsatzrückgang mit -3,2 % auf 3,98 Mio. € (VJ: 4,11 Mio. €) nur unterproportional. Die geminderte Kostenbasis wird zudem anhand der Entwicklung der EBITDA-Marge ersichtlich. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum erhöhte sich die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge von 73,4 % (1.HJ/12) auf 74,4 %.

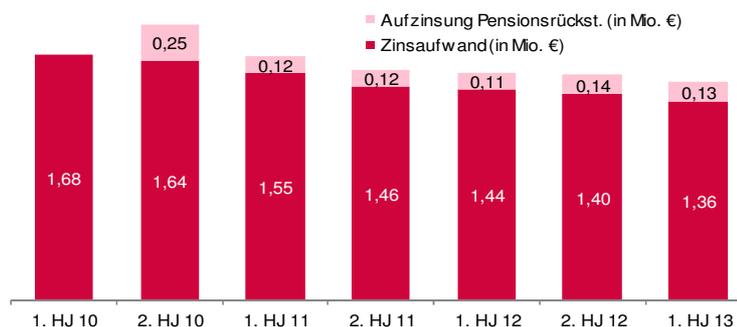
EBITDA-Entwicklung



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Gemäß der bisherigen rückläufigen Tendenz der Finanzierungsaufwendungen minderten sich diese im abgelaufenen ersten Halbjahr 2012 abermals von 1,55 Mio. € (1.HJ/12) um -3,9 % auf 1,49 Mio. €. Einerseits profitiert die AGROB vom aktuell niedrigen Zinsumfeld, wodurch der gewichtete Zinssatz der Bankverbindlichkeiten weiter auf 4,62 % p.a. (31.12.12: 4,66 %) verbessert wurde. Darüber hinaus wurden in den letzten Berichtsperioden Investitionen in einem nur geringen Umfang getätigt, wodurch die fortschreitenden Tilgungen der Bankkredite ebenfalls den Trend rückläufiger Zinsaufwendungen unterstützt haben. Erwähnenswert ist zudem die in den Zinsaufwendungen enthaltene Aufzinsung von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €). Ohne diesen Bestandteil hätte sich das Zinsergebnis sogar um -5,7 % auf 1,36 Mio. € (VJ: 1,44 Mio. €) reduziert.

Zinsaufwand (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unter Berücksichtigung eines Steueraufwands gemäß Mindestbesteuerung in Höhe von 0,11 Mio. € (VJ: 0,09 Mio. €) beläuft sich das Nachsteuerergebnis auf 0,81 Mio. € und damit lediglich um 0,08 Mio. € unter dem Vorjahreswert von 0,89 Mio. €. Angesichts der deutlich höheren absoluten Umsatzreduktion ist dies auf die geminderte Kostenbasis zurückzuführen. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnung ergibt sich somit folgende Differenzanalyse:

Differenzanalyse 1.HJ/13 zu 1.HJ/12 (in Mio. €)



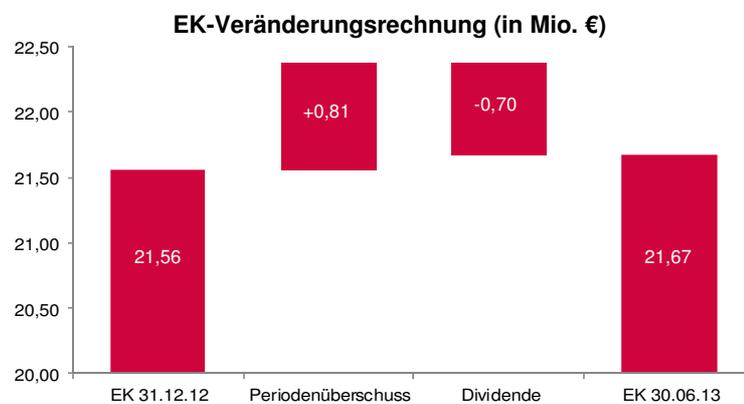
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bilanzielle Situation zum 30.06.13 - Weiterhin solide Vermögensstruktur

In Mio. €	31.12.2012	30.06.2013
Eigenkapital / EK-Quote	21,56 / 24,7 %	21,67 / 25,3 %
Eigenkapital (Verkehrswert) / EK-Quote	61,36 / 48,3 %	62,80 / 49,5 %
Bankverbindlichkeiten	60,27	58,41
Immobilienvermögen	86,95	85,61
Immobilienvermögen (Verkehrswert)	126,74	126,74
LTV	69,3 %	68,2 %
LTV (Verkehrswert)	47,6 %	46,1 %

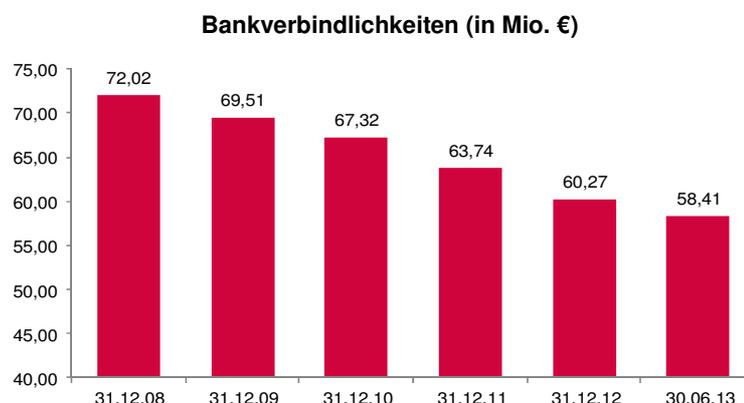
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die Vermögens- und Finanzlage der AGROB präsentiert sich unverändert solide mit leicht positiven Tendenzen. So konnten beispielsweise das Eigenkapital abermals leicht auf 21,67 Mio. € (31.12.12: 21,56 Mio. €) sowie die dazugehörige EK-Quote auf 25,3 % (31.12.12: 24,7 %) gesteigert werden. Dabei enthält die Halbjahresbilanz bereits die erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 0,70 Mio. €, wodurch der Anstieg des Eigenkapitals nicht vollständig das positive Nachsteuerergebnis wiedergibt:



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auf der Passivseite wird die Bilanzsummenreduktion in erster Linie durch den Rückgang der Bankverbindlichkeiten auf 58,41 Mio. € (31.12.12: 60,27 Mio. €) dargestellt. Angesichts der derzeit niedrigen Investitionsaktivität finden sich hier die erhöhten Tilgungsleistungen der AGROB wieder, wodurch über die letzten Perioden hinweg ein sukzessiver Rückgang des Fremdkapitals unterstützt wurde:

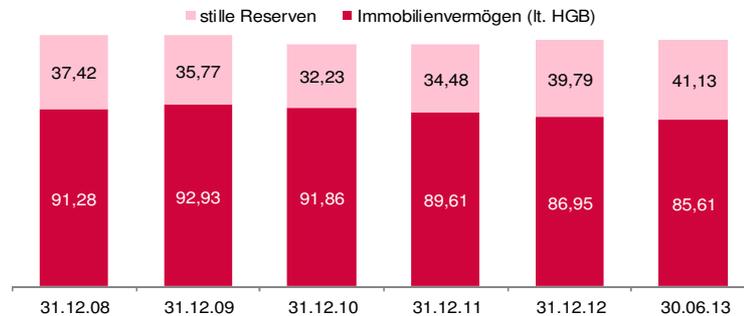


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die rückläufige Entwicklung des langfristigen Immobilienvermögens stellt die aktivseitige Komponente der Bilanzverkürzung dar. Hier macht sich die über mehrere Jahre hinweg geringe Investitionsaktivität, der jedoch Abschreibungen entgegenstehen, in der Minderung des HGB-Immobilienvermögens auf 85,61 Mio. € (31.12.12: 86,95 Mio. €) bemerkbar. Dieser Wert ist gemäß HGB-Regularien ermittelt worden und damit als konservativ zu werten.

Gleichzeitig hat die AGROB im abgelaufenen Geschäftsjahr eine gutachterliche Wertermittlung nach Marktwerten vornehmen lassen und einen Wert des Immobilienbestandes in Höhe von 126,74 Mio. € (inkl. Abschläge sowie weitere Baurechte) präsentieren können. Folglich verfügt die Gesellschaft über stille Reserven (Differenzbetrag zum HGB-Immobilienvermögen) in Höhe von 41,13 Mio. € (31.12.12: 39,79 Mio. €).

Immobilienvermögen (in Mio. €)

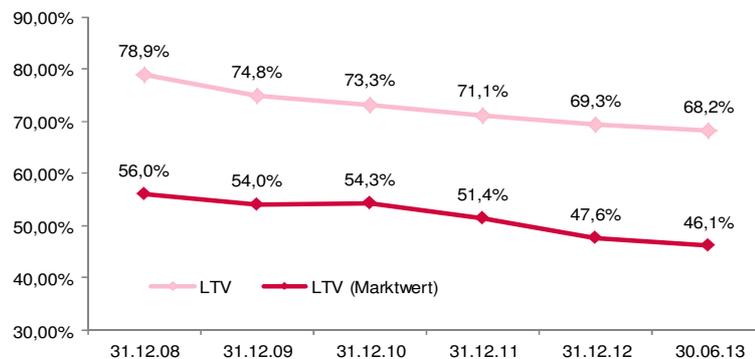


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Werden die stillen Reserven zum Eigenkapital (nach HGB-Kriterien) hinzugerechnet, ergibt sich analog zum Immobilienvermögen ein Marktwert (Verkehrswert) des Eigenkapitals in Höhe von 62,80 Mio. € (31.12.12: 61,36 Mio. €). Die dazu korrespondierende EK-Quote beläuft sich auf 49,5 % (31.12.12: 48,3 %) und ist im Marktvergleich als überdurchschnittlich hoch zu werten.

Ebenfalls vergleichsweise attraktiv einzustufen ist die niedrige LTV (Loan-to-Value) nach Marktwerten. Dieser beläuft sich auf 46,1 % (31.12.12: 47,6 %), was bedeutet, dass die Immobilienmarktwerte mehr als doppelt so hoch sind wie die Bankverschuldung.

LTV (Loan-to-Value)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 9 Monate 2013 - Rückläufige Effekte beinahe ausgeglichen

In Mio. €	30.09.2012	Δ 2012/2013	30.09.2013
Umsatzerlöse	8,37	-1,8 %	8,22
EBITDA (Marge)	6,00 (71,6 %)	-1,7 %	5,90 (71,8 %)
EBIT (Marge)	3,51 (42,0 %)	-3,6 %	3,39 (41,2 %)
Periodenüberschuss	1,35	+0,3 %	1,35

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Erwartungsgemäß präsentierte die AGROB auch nach den ersten neun Monaten 2013 eine rückläufige Umsatzentwicklung in Höhe von -1,8 % auf 8,22 Mio. € (9M/12: 8,37 Mio. €). Im Vergleich zu den Halbjahreszahlen 2013 wird jedoch eine Minderung des Umsatzrückgangs sichtbar, was in erster Linie auf ein starkes drittes Quartal zurückzuführen ist. Isoliert betrachtet, steigerte die AGROB die Umsätze im dritten Quartal deutlich um +10,4 % auf 2,88 Mio. € (Q3/12: 2,77 Mio. €). Die belastenden Effekte im Zusammenhang mit Preisadjustierungen bei der Neuvermietung hatten sich demnach nur auf die ersten beiden Jahresquartale erstreckt.

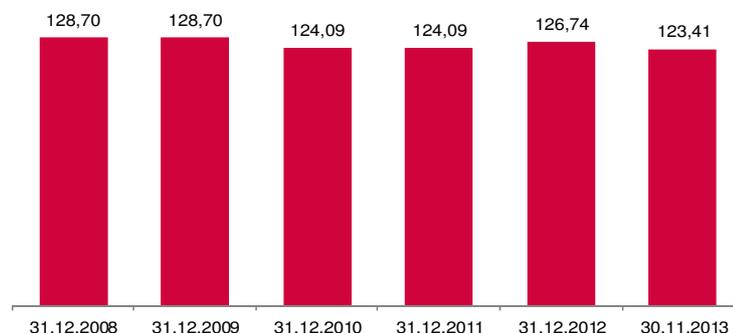
Die leichte Umsatzreduktion konnte auf Ebene des Periodenüberschusses ausgeglichen werden. Dieser lag mit 1,35 Mio. € auf Vorjahresniveau (9M/12: 1,35 Mio. €). Maßgeblich hierfür ist nach Unternehmensangaben eine weitere Reduktion des Finanzaufwandes. Moderate Investitionsausgaben, reduzierte Bankverbindlichkeiten sowie günstige Refinanzierungsbedingungen sind die ausschlaggebenden Faktoren des verbesserten Zinsergebnisses. Der durchschnittliche Zinssatz aller Darlehen beläuft sich zum 30.09.13 auf 4,6 %.

Neubewertung Immobilienportfolio

Die AGROB hat außerhalb ihres gewöhnlichen zweijährigen Bewertungsturnus des Objektbestandes, zum Oktober 2013 eine Neubewertung vorgenommen.

Angesichts der gewährten Mietpreisminderungen an einen Ankermieter, ist die Minderung der gutachterlich ermittelten Immobilienwerte auf 125,41 Mio. € (10/2012: 130,24 Mio. €) nachvollziehbar. Gemäß Vorsichtsprinzip können Abschläge für Altlasten, Nutzungseinschränkungen sowie für noch notwendige Erschließungsaufwendungen in Höhe von 2,00 Mio. € berücksichtigt werden, so dass sich der um Abschläge bereinigte Marktwert des Immobilienportfolios auf 123,41 Mio. € (10/2012: 126,74 Mio. €) beläuft. Auf Basis des HGB-Bilanzwertes zum 30.06.2013 in Höhe von 85,61 Mio. € ergeben sich somit stille Reserven in Höhe von 37,80 Mio. € (10/2012: 39,25 Mio. €). Der NAV (Net Asset Value) je Aktie liegt damit bei 15,26 €.

Marktwert des Immobilienportfolios gem. Bewertungsgutachten (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die Entwicklung der Marktwerte des AGROB-Immobilienportfolios ist insgesamt als solide zu bezeichnen. Die dabei im Rahmen neuer Bewertungsgutachten sich ergebenden Veränderungen sind über die letzten Jahre hinweg als marginal zu bezeichnen.

Prognose und Modellannahmen - Prognosen leicht nach oben angepasst

in Mio. €	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)	GJ 2014e
Umsatzerlöse	10,82	10,95	11,20
EBITDA	7,86	7,89	8,17
EBIT	4,53	4,56	4,82
Jahresüberschuss	1,56	1,59	1,81

Quelle: GBC AG

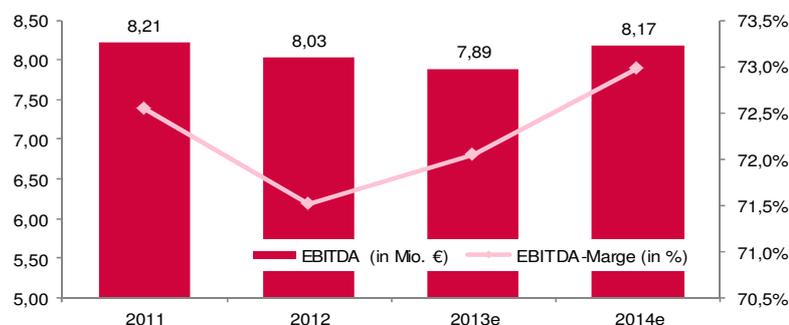
Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2013 hat die AGROB ihre bisherigen Ergebnisprognosen (Jahresüberschuss in einer Bandbreite von 1,4 - 1,5 Mio. €) bestätigt. Aufgrund der über den Planungen verlaufenen Umsatzentwicklung wurden die Umsatzprognosen marginal angehoben. Nunmehr geht die Gesellschaft von Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 10,8 - 10,9 Mio. € (bisher: 10,7 - 10,8 Mio. €) aus.

Maßgeblich für die marginale Anhebung der Umsatzprognosen ist die positive Entwicklung im dritten Quartal 2013, wodurch die belastenden Effekte (Rückgang vermietete Flächen, Mietpreisanpassung für einen Ankermieter) der ersten beiden Jahresquartale 2013 nahezu ausgeglichen wurden. Folglich haben wir auch unsere 2013er Umsatzprognosen leicht auf 10,95 Mio. € (bisher: 10,82 Mio. €) angehoben. Zwar werden noch im laufenden Geschäftsjahr (11/2013) zum Ablauf eines Mietvertrages Flächen durch das Mieterunternehmen „Disney“ zurückgegeben, diese sind jedoch mit ca. 630 qm vergleichsweise gering.

Für das kommende Geschäftsjahr 2014, dessen Prognosen wir unverändert gelassen haben, rechnen wir mit einer Reduktion des Leerstandes. Gemäß Unternehmensangaben werden derzeit aussichtsreiche Verhandlungen für die Flächenanmietung von insgesamt 2.200 qm geführt. Die AGROB ist angesichts des bisherigen Verhandlungsstandes zuversichtlich, dass die Nachvermietung dieser Flächen im ersten Quartal 2014 gelingt. Bei einer erfolgreichen Vermietung würde sich der Leerstand auf 2,5 % (9M/13: 4,1 %) deutlich reduzieren.

Die Ergebnisentwicklung dürfte weiterhin von einer hohen Kostendisziplin geprägt sein, welche darüber hinaus von fehlenden Bewertungsanpassungen der Pensionsrückstellungen sowie von einem günstigen Zinsniveau flankiert ist. Einerseits dürfte sich der Pensionsaufwand ehemaliger AGROB-Mitarbeiter weiter reduzieren. Andererseits hat die Gesellschaft mittels Forward-Kontrahierungen die günstigen Marktbedingungen genutzt, 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. Dementsprechend rechnen wir unverändert mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf 72,1 % (GJ 2013e) sowie 73,0 % (GJ 2014e). Im Geschäftsjahr 2012 lag die EBITDA-Marge bei 71,5 %:

EBITDA-Prognose



Quelle: GBC AG

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 15,8 % 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 2014 entspricht als Kursziel 15,00 €. Somit haben wir das bisherige Kursziel von 14,55 € leicht angehoben.** Diese Kurszielanpassung ist, bei sonst fast unveränderten Parametern, nahezu ausschließlich auf einen Prolongationseffekt zurückzuführen. Während sich der Zeithorizont des bisherigen Kursziels bis zum 31.12.2013 erstreckte, ist der aktuelle faire Wert je Aktie zum Geschäftsjahresende 2014 berechnet.

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 Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	10,95	11,20	11,55	11,72	11,90	12,08	12,26	12,44	
US Veränderung	-2,4%	2,3%	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	7,89	8,17	8,37	8,50	8,63	8,76	8,89	9,02	
EBITDA-Marge	72,0%	73,0%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	
EBITA	4,56	4,82	4,86	4,99	5,12	5,25	5,38	5,51	
EBITA-Marge	41,7%	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	3,6%	7,7%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,40	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%	6,3%
Working Capital (WC)	-0,30	-0,15	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
WC zu Umsatz	-2,7%	-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	84,62	82,61	80,60	78,59	76,58	74,57	
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	-1,43	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	84,20	86,55	84,57	82,56	80,55	78,54	76,53	74,52	
EBITDA	7,89	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	-1,53	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in OAV	-0,88	-5,55	-1,43	-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	6,64	2,10	6,07	6,21	6,32	6,43	6,54	6,65	116,69

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	118,44	121,78
Barwert expliziter FCFs	33,25	32,67
Barwert des Continuing Value	85,20	89,11
Nettoschulden (Net debt)	61,86	63,32
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	56,58	58,46
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	56,58	58,46
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,52	15,00

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%	
5,7%	13,80	12,96	12,17	11,43	10,74	
6,0%	15,33	14,43	13,59	12,80	12,06	
6,3%	16,87	15,90	15,00	14,16	13,37	
6,6%	18,40	17,37	16,42	15,52	14,68	
6,9%	19,93	18,84	17,83	16,89	16,00	

Fazit

Solider Bestandshalter mit homogenem Portfolio und attraktivem Kurspotenzial

Die AGROB Immobilien AG hat auch im laufenden Geschäftsjahr 2013 die hohe Stabilität der Umsatz- und Ergebnisentwicklung unter Beweis gestellt. Dabei konnten die noch in den ersten sechs Monaten 2013 präsentierten leichten Umsatzrückgänge in Höhe -4,6 % auf 5,34 Mio. € (1.HJ/12: 5,60 Mio. €) zum 30.09.2013 nahezu ausgeglichen werden. Auf 9-Monatsbasis erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 8,22 Mio. € (9M/12: 8,37 Mio. €) und damit nur noch eine marginale Umsatzminderung in Höhe von -1,8 %.

Die rückläufige Umsatzentwicklung ist maßgeblich auf eine Mietvertragsverlängerung mit einem Ankermieter, im Rahmen dessen Preisanpassungen vorgenommen wurden (Incentive Maßnahme), zurückzuführen. Andererseits wurden zum Jahresende 2012 vermietete Flächen vertragskonform zurückgegeben, so dass sich die Auslastungsquote geringfügig reduziert hat. Zum 30.09.2013 liegt die Auslastungsquote bei 95,9 % und ist damit unverändert als überdurchschnittlich hoch zu werten.

Positiv herauszustellen ist die weiterhin rückläufige Kostenentwicklung, wodurch die leicht negative Umsatzentwicklung ausgeglichen werden konnte. Neben einer hohen Kostendisziplin zeichnen sich hauptsächlich fehlende Belastungen im Zusammenhang mit einer Anpassung von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter verantwortlich. Dieser aus den Änderungen der Bilanzrichtlinien notwendig gewordene Anpassungsbetrag wurde im Geschäftsjahr 2012 vollständig und frühzeitig vorgenommen. Zusätzlich zu den somit fehlenden Sondereffekten profitierte die AGROB Immobilien AG von einem verbesserten Zinsergebnis, welches infolge von Tilgungsleistungen sowie infolge des niedrigen Zinsumfelds weiter reduziert wurde. In Summe war die Gesellschaft in den ersten neun Monaten in der Lage, mit 1,35 Mio. € (9M/12: 1,35 Mio. €) ein Nachsteuerergebnis auf Vorjahresniveau zu erzielen.

Wir gehen davon aus, dass die AGROB Immobilien AG auch künftig von kostensparenden Effekten profitieren sollte. Einerseits dürfte sich der Pensionsaufwand ehemaliger AGROB-Mitarbeiter weiter reduzieren. Andererseits hat die Gesellschaft mittels Forward-Kontrahierungen die günstigen Marktbedingungen genutzt, 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.

Zusammen mit der erwarteten Verbesserung der Umsatzerlöse (Nachvermietung von 2.200 qm soll im Q1 2014 erfolgen) rechnen wir mit einer überdurchschnittlichen Verbesserung des EBITDA auf 7,89 Mio. € (2013e) respektive 8,17 Mio. € (2014e). Die dazugehörige erwartete EBITDA-Marge beläuft sich auf 72,1 % (GJ 2013e) sowie 73,0 % (GJ 2014e). Im Geschäftsjahr 2012 lag die EBITDA-Marge bei 71,5 %.

Weiterhin verfügt die AGROB über einen werthaltigen Objektbestand. Gemäß aktuellem Bewertungsgutachten beläuft sich der Marktwert des Immobilienportfolios auf 123,41 Mio. € (abzüglich Abschläge). Auf des HGB-Bilanzwertes zum 30.06.2013 ergeben sich hieraus stille Reserven in Höhe von 37,80 Mio. €.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2014 einen fairen Wert von 15,00 € je Aktie ermittelt. Somit haben wir das bisherige Kursziel von 14,55 € leicht angehoben. Diese Kurszielanpassung ist, bei sonst fast unveränderten Parametern, nahezu ausschließlich auf einen Prolongationseffekt zurückzuführen. Bestätigt wird unsere Bewertungseinschätzung auch durch das NAV, welches auf Basis eines aktuellen Marktwertgutachtens (10/2013) auf 15,26 € errechnet wurde. Derzeitige Kursniveaus von 12,50 € je Stammaktie und 10,40 € je Vorzugsaktie (München, Schlusskurse vom 02.12.2013) 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

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