



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



„Substanz und Kontinuität führen trotz einem schwierigeren Umfeld erneut zu einer positiven Geschäftsentwicklung“

Kursziel: 15,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

AGROB Immobilien AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 15,00

aktueller Kurs / ST: 13,00
19.06.2014 / MCH / 17:39 Uhr

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: 47,72
EnterpriseValue³: 108,68
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 20,1 %
Freefloat/VZ: 75,0 %

Transparenzlevel:
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Dominik Gerbing
gerbing@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

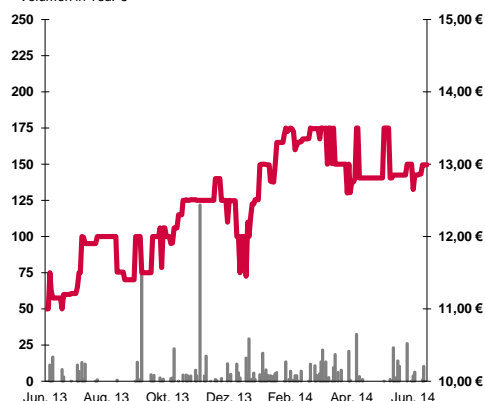
Mitarbeiter: 9 Stand: 31.03.2014

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs

Volumen in Tsd. €



Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB Immobilien AG ist nach dem Ausgliedern sämtlicher operativer Beteiligungsgesellschaften im Jahre 1992 in den Geschäftsfeldern Bestandsbewirtschaftung, Immobiliendienstleistungen und Projektentwicklung für den eigenen Bedarf tätig. Mit dem Betrieb eines Medien- und Gewerbeparks im Münchner 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 Mediawirtschaft über einige stark spezialisierte Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes. Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie zum Beispiel Antenne Bayern, SPORT 1, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, Constantin Medien AG, HSE 24 und aus dem Printbereich den Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: WAZ Zeitschriftenverlag).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	11,22	10,92	10,98	11,27
EBITDA	8,03	7,94	7,73	8,02
EBIT	4,71	4,58	4,45	4,68
Jahresüberschuss	1,57	1,61	1,52	1,73

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (gemäß GBC-Berechnung)	0,40	0,41	0,39	0,44
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	9,69	9,95	9,90	9,64
EV/EBITDA	13,53	13,69	14,06	13,55
EV/EBIT	23,07	23,73	24,42	23,22
KGV	30,40	29,64	31,40	27,58
KBV		2,25		

Finanztermine

02.07.2014: Hauptversammlung
29.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
14.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
2.12.2013: RS / 15,00 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 14,55 / KAUFEN
28.6.2013: RS / 14,55 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die AGROB Immobilien AG konnte trotz eines schwierigeren Marktumfeldes mit 10,92 Mio. € den geplanten Umsatzkorridor von 10,70 Mio. € bis 10,80 Mio. € übertreffen und lag damit wie erwartet unter dem Vorjahreswert von 11,22 Mio. €. Dabei sind die leicht rückläufigen Mieterlöse auf Zugeständnisse bei der Neuvermietung mit wichtigen Ankermietunternehmen zurückzuführen. Da jedoch eine Prolongation der entsprechenden Verträge realisiert wurde, ergibt sich eine sichere Planungsgrundlage bis in das Jahr 2016.
- Wie bereits in den Vorjahren bestand zum 31.12.2013, bezogen auf die Hauptnutzflächen, eine weiterhin hohe Vermietungsquote von 95,0 % und konnte zum Beginn des Geschäftsjahres 2014 auf über 97,8 % gesteigert werden.
- Erwartungsgemäß hat die fortschreitende Tilgung von Bankverbindlichkeiten eine deutliche Reduktion des Zinsaufwandes nach sich gezogen. Diese Entwicklung wird sich auch in den kommenden beiden Jahren fortsetzen und das operative Ergebnis entsprechend positiv beeinflussen.
- Durch die zusätzlich entfallenen BilMoG-Anpassungen lag der Jahresüberschuss im Geschäftsjahr 2013 mit 1,61 Mio. € um 2,4 % über dem Vorjahreswert von 1,57 Mio. €.
- Für das Geschäftsjahr 2014 werden die Mieterlöse der AGROB Immobilien AG unserer Einschätzung nach, aufgrund der zu Beginn des Jahres auf über 97,8 % gestiegenen Vermietungsquote der Hauptnutzflächen, leicht auf 10,98 Mio. € ansteigen und damit innerhalb des prognostizierten Umsatzkorridors von 10,80 Mio. € bis 11,00 Mio. € liegen. Für 2015 rechnen wir mit einer Steigerung der Umsatzerlöse auf 11,27 Mio. €, die im Wesentlichen aus der weiteren Rückführung der Leerstandsflächen und einer weiteren Prolongation der auslaufenden Mietverträge resultieren wird.
- Aufgrund der zu Beginn 2014 vollständig aufgebrauchten Verlustvträge der AGROB Immobilien AG wird sich der Jahresüberschuss in 2014 unter dem Niveau des Vorjahres bewegen und gemäß unseren Erwartungen 1,52 Mio. € betragen. Bereits im Geschäftsjahr 2015 sollten steigende Mieterlöse sowie die weitere Verbesserung des Finanzergebnisses für einen auf 1,73 Mio. € ansteigenden Jahresüberschuss sorgen.
- **Die AGROB Immobilien AG behält auch in einem schwierigeren Marktumfeld ihre bisherige Kontinuität bei. Aufgrund leicht steigender Umsatzerlöse für die kommenden beiden Geschäftsjahre und eines erwarteten verbesserten Jahresergebnisses in 2015, bestätigen wir unser bisheriges Rating KAUFEN und das Kursziel von 15,00 €. Auch auf Basis der NAV-Bewertung (NAV je Aktie: 16,48 €) ergibt sich weiterhin ein attraktives Kurspotenzial für die Aktien der AGROB Immobilien AG.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur.....	4
Stammaktien – WKN 501900	4
Vorzugsaktien – WKN 501903	4
Wichtige Kunden der AGROB Immobilien AG	4
Markt und Marktumfeld	5
Gewerbeimmobilienmarkt und Investmentmarkt.....	5
Teilbereich Büroimmobilien	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick.....	7
Geschäftsentwicklung 2013.....	8
Differenzanalyse.....	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	12
SWOT-Analyse.....	14
Geschäftsentwicklung in Q1 2014	15
Prognose und Modellannahmen.....	16
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	17
NAV-Bewertung.....	18
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten.....	19
Bewertungsergebnis.....	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

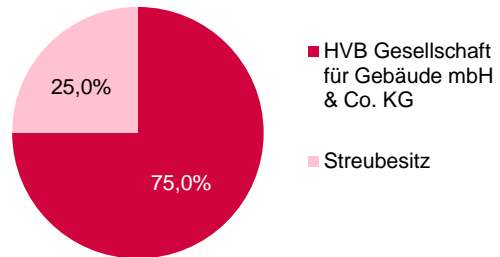
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Stammaktien – WKN 501900

HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %
Summe	100,0 %

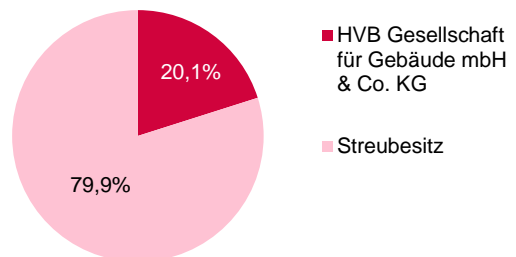
Quelle: AGROB AG Immobilien AG, GBC AG



Vorzugsaktien – WKN 501903

HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %
Summe	100,0 %

Quelle: AGROB AG Immobilien AG, GBC AG



Wichtige Kunden der AGROB Immobilien AG

Der Medien- und Gewerbepark der AGROB Immobilien AG zeichnet sich durch eine moderne Gestaltung und großzügig angelegte Parkflächen aus. Die Nutzfläche beträgt dabei rund 130.000 m² und beinhaltet Lagerflächen, Technikräume, Fernsehstudios und Büroräume. Dabei sorgen eine groß dimensionierte Satellitenanlage sowie die weitgehende Vernetzung des Areals durch Glasfaserkabel für eine den Bedürfnissen der Mieter entsprechende technische Anbindung. Zu den zahlreichen Mietern zählen dabei unter anderem die folgenden Unternehmen:



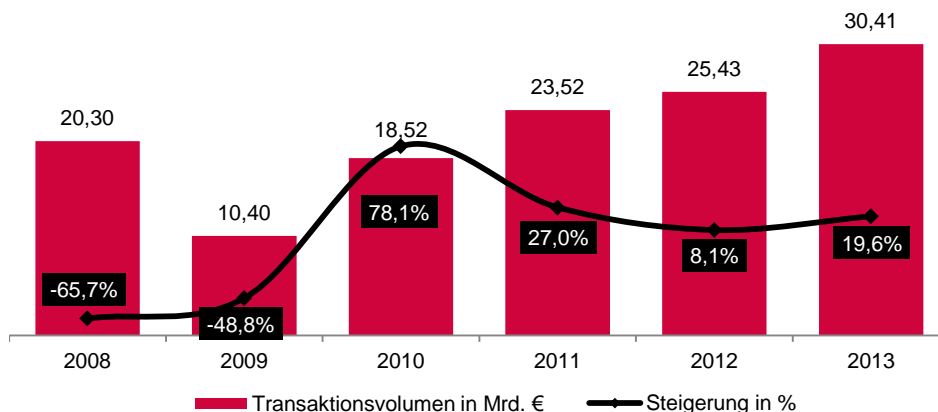
MARKT UND MARKTUMFELD

Gewerbeimmobilienmarkt und Investmentmarkt

Trotz des wirtschaftlich schwierigen Umfelds konnte die deutsche Wirtschaft auch im vergangenen Jahr 2013 ein positives Wachstum erzielen. Mit +0,4 % fiel die Steigerung des Bruttoinlandsproduktes (BIP) zwar leicht geringer als im Vorjahr aus (+0,7 %), war aber letztendlich noch positiv. Auch der Markt für Gewerbeimmobilien in Deutschland entwickelte sich im vergangenen Jahr laut der DG HYP positiv. Vor allem in den sechs Top-Standorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln und München war die Entwicklung im Vergleich zum europäischen Gesamtmarkt überdurchschnittlich gut. Dabei stützten den Gewerbeimmobilienmarkt vor allem die steigende Zahl der Beschäftigten, steigende Lohnniveaus sowie eine daraus resultierende positive Entwicklung der Binnenwirtschaft.

Für den Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien verlief das Jahr 2013 in Deutschland sehr erfolgreich. Das Transaktionsvolumen erreichte laut Savills Research Germany den höchsten Stand seit 2007. Das weiterhin zinsgünstige Finanzierungsumfeld sowie fehlende Anlagealternativen führten in 2013 zu einer Fortsetzung des Investmentbooms. Dabei wurden im vergangenen Jahr mehr als 30,40 Mrd. € umgesetzt, was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung in Höhe von 19,6 % entspricht.

Transaktionsvolumen im deutschen Gewerbeinvestmentmarkt in Mrd. €



Quelle: Savills Research Germany, GBC AG

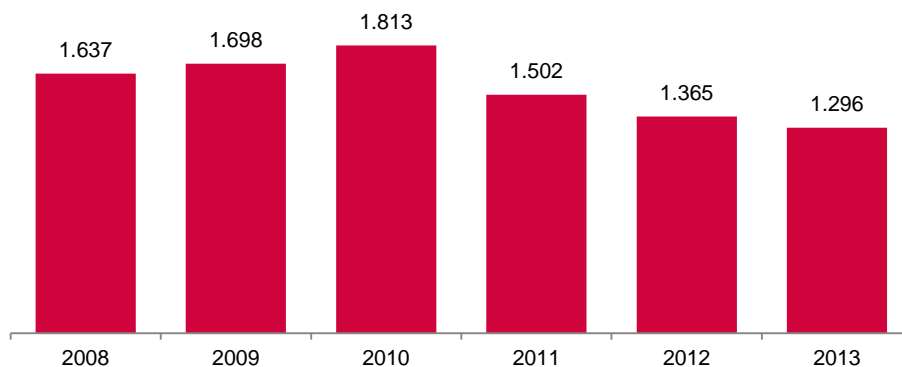
Erneut überdurchschnittlich stark stieg das Investitionsvolumen in den Top-Standorten Deutschlands. Dabei belief sich die Steigerung in München auf 15,0 % und lag damit im Vergleich zu den anderen Top-Standorten auf dem höchsten Niveau. Der Standort München stellt daraus ableitend einen der attraktivsten Immobilienstandorte in Deutschland dar.

Auch für das aktuelle Geschäftsjahr 2014 geht Savills Research Germany von einer Fortsetzung des Investitionsbooms aus. Die weiterhin günstigen Rahmenbedingungen, wie das voraussichtlich steigende Wirtschaftswachstum sowie das erwartet unverändert niedrige Zinsumfeld, sollten die bestehende Dynamik aufrechterhalten und zu weiteren Preissteigerungen führen. Von dieser Entwicklung geht auch BNP Paribas Real Estate aus. Steigende Preise für Gewerbeimmobilien dürften in Zukunft auch zu einer Erhöhung der Mietpreise führen. Denn um eine konstante, beziehungsweise steigende Mietrendite erzielen zu können, müssten entsprechend die Mietpreise ebenfalls angehoben werden.

Teilbereich Büroimmobilien

Im Teilbereich Büroimmobilien sank laut BNP Paribas Real Estate zwar der Flächenumsatz in den acht Top-Büromärkten (Top 6 erweitert um Leipzig und Essen) um -4,6 % auf 2,88 Mio. m² (VJ: 3,02 Mio. m²), die Leerstandsquoten entwickelten sich jedoch rückläufig. In München verbesserte sich die Leerstandsquote im vierten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 5,1 %. Mit Leerstandsflächen in der Größenordnung von 1,30 Mio. m² betrug die Quote der leerstehenden Flächen nur noch 5,1 %. Die AGROB Immobilien AG lag mit einer Vermietungsquote von 97,8 % zu Beginn 2014 deutlich über den Marktwerten und weist damit annähernd eine Vollvermietung der vorhandenen Hauptnutzflächen auf.

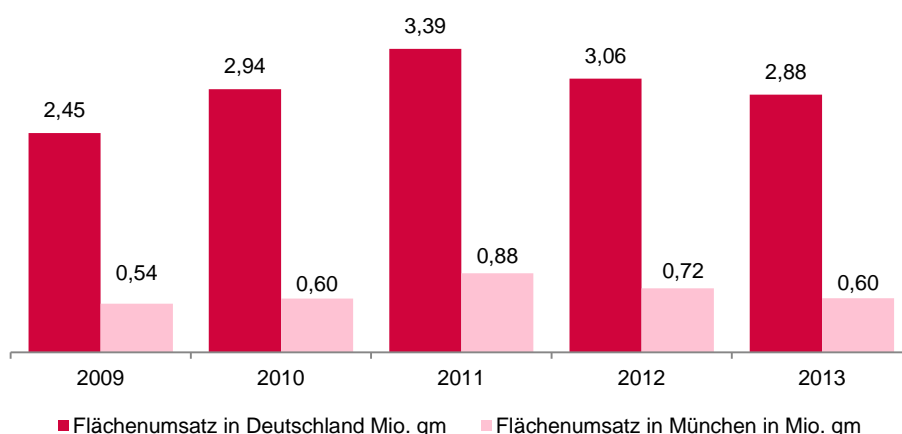
Entwicklung der Leerstandsflächen in München in Tm²



Quelle: BNP Paribas Real Estate, GBC AG

Im Vergleich zu den acht Top-Standorten in Deutschland gingen in München im Jahr 2013 die Flächenumsätze deutlich stärker um -15,5 % auf 0,60 Mio. m² zurück. (VJ: 0,71 Mio. m²). Mit dem erzielten Flächenumsatz liegt der Standort München jedoch weiterhin auf Platz 1 innerhalb der Top-Standorte.

Entwicklung des Flächenumsatzes in Deutschland und München in Mio. m²



Quelle: BNP Paribas Real Estate, GBC AG

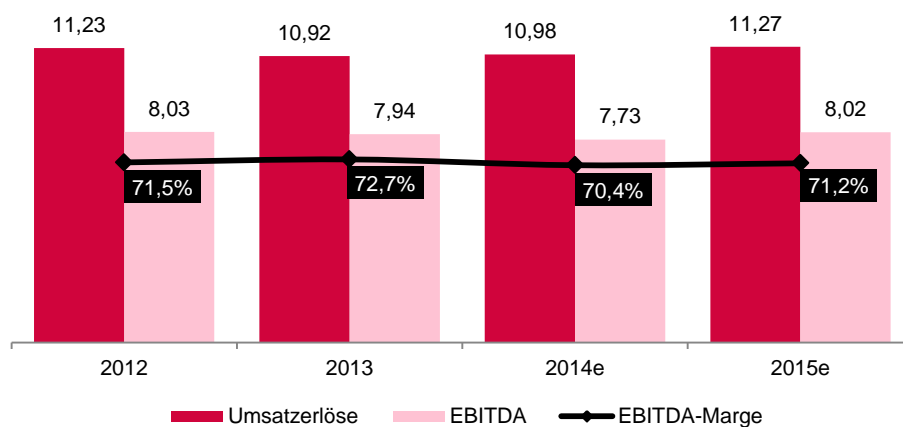
Im ersten Quartal 2014 stiegen die Flächenumsätze laut BNP Paribas bereits spürbar. Daher wird für das Jahr 2014 eine weiterhin positive Entwicklung der Leerstandsquoten und eine Reduktion der Leerstände erwartet. Von einem weiteren Rückgang der Leerstände, vor allem am Top-Standort München sowie einer damit einhergehenden Verteuerung der Mietpreise, würde auch die AGROB Immobilien AG profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	11,32	11,22	10,92	10,98	11,27
Sonstige betriebliche Erträge	0,14	0,27	0,33	0,25	0,25
Personalaufwand	-0,77	-0,76	-1,02	-1,20	-1,20
Abschreibungen	-3,32	-3,31	-3,36	-3,28	-3,34
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,06	-2,17	-2,11	-2,15	-2,15
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-3,25	-3,09	-2,93	-2,68	-2,60
Ergebnis der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	2,07	2,16	1,83	1,93	2,24
Bilmog-Anpassung Pensionen	-0,27	-0,38	-	-	-
Steuern	-0,05	-0,05	-0,03	-0,25	-0,35
Sonstige Steuern	-0,15	-0,15	-0,18	-0,15	-0,15
Jahresüberschuss	1,60	1,57	1,61	1,52	1,73
EBITDA	8,21	8,03	7,94	7,73	8,02
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>72,5 %</i>	<i>71,5 %</i>	<i>72,7 %</i>	<i>70,4 %</i>	<i>71,2 %</i>
EBIT	4,89	4,71	4,58	4,45	4,68
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>43,2 %</i>	<i>42,0 %</i>	<i>41,9 %</i>	<i>40,6 %</i>	<i>41,5 %</i>
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Dividende je Stammaktie in €	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Aktienzahl Vorzugsaktien in Mio. Stück	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58
Aktienzahl Stammaktien in Mio. Stück	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Ergebnis je Aktie in € (gemäß GBC-Berechnung)	0,41	0,40	0,41	0,39	0,44

Entwicklung von Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Geschäftsentwicklung 2013

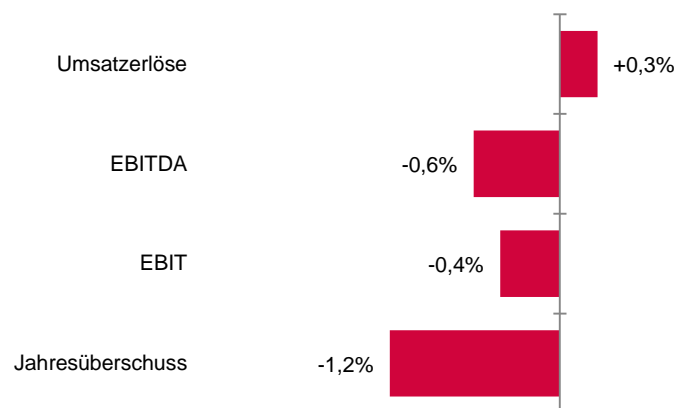
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	Prognosen GBC
Umsatzerlöse	11,22	-2,7 %	10,92	10,95
Gesamtleistung	11,50	-2,2 %	11,25	-
EBITDA	8,03	-1,1 %	7,94	7,89
EBITDA-Marge	71,5 %	+1,2 Pp.	72,7 %	72,1 %
EBIT	4,71	-2,8 %	4,58	4,56
EBIT-Marge	42,0 %	-0,1 Pp.	41,9 %	41,6 %
Jahresüberschuss	1,57	+2,5 %	1,61	1,59
Ergebnis je Aktie in €	0,40	+0,01	0,41	0,42

Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Differenzanalyse

Mit den vorgelegten Zahlen führte die AGROB Immobilien AG die solide und rentable Geschäftsentwicklung der vergangenen Jahre fort und bewies, dass auch unter schwierigeren Marktbedingungen eine konstante Geschäftsentwicklung möglich ist. Wie aus der unten aufgeführten Abweichungsanalyse erkennbar ist, weichen unsere Schätzungen nur geringfügig von den tatsächlichen Zahlen für das Geschäftsjahr 2013 ab.

Abweichung der Schätzungen GBC AG zum Jahresabschluss in %



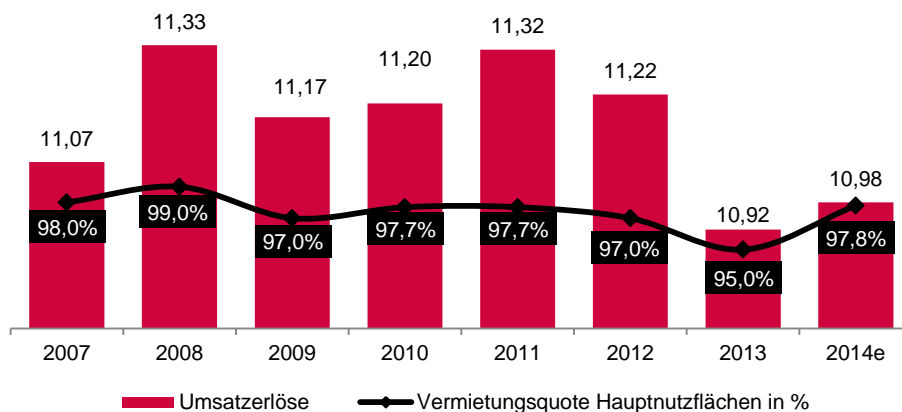
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 erwirtschaftete die AGROB Immobilien AG Umsatzerlöse in Höhe von 10,92 Mio. € und lag damit leicht unter dem Vorjahreswert von 11,22 Mio. €. Der Rückgang in Höhe von 2,7 % ist dabei primär auf eine leichte Minderung der Vermietungsquote zurückzuführen. Bezogen auf die Hauptnutzflächen wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2.953 m² fristgerecht zurückgegeben und rund 1.496 m² im Anschluss nachvermietet, wodurch die Vermietungsquote von 97,0 % (GJ 2012) auf 95,0 % (GJ 2013) zurückging. Zusätzlich zur leicht rückläufigen Vermietungsquote hielt, wie bereits im Vorjahr, in 2013 der Trend zur Forderung nach Mietpreisanpassungen der verschiedenen Mietunternehmen bei Vertragsverlängerungen an. Dabei ging der monatliche Mieterlös bei den Hauptnutzflächen von 8,23 €/m² (GJ 2012) auf 8,04 €/m² (GJ 2013) zurück.

Durch entsprechende Vertragsgestaltungen war die AGROB Immobilien AG jedoch in der Lage, mehrere Vertragsverlängerungen erfolgreich abzuschließen und wichtige Ankermieter bis 2016 zu binden. Des Weiteren war die Gesellschaft trotz der leichten Umsatzrückgänge in der Lage, den zum zweiten Halbjahr 2013 prognostizierten Umsatzkorridor von 10,80 Mio. € bis 10,90 Mio. € zu erreichen.

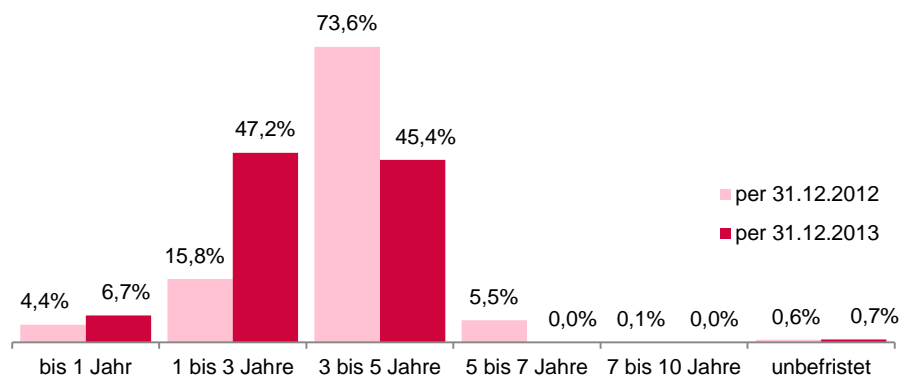
Entwicklung der Vermietungsquote der Hauptnutzflächen in %



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Zeitlich bedingt ergaben sich im Vergleich im Geschäftsjahr 2013 im Vorjahresvergleich leichte Verschiebungen bei den Restlaufzeiten der einzelnen Mietverträge. Dabei werden rund 53,9 % (VJ: 20,2 %) der derzeit bestehenden Verträge innerhalb der nächsten drei Jahre auslaufen, wobei die AGROB Immobilien AG bereits zum Jahreswechsel gezeigt hat, dass eine Prolongation der Verträge zu erwarten ist. Mit der Verlängerung der Verträge mehrerer wichtiger Ankermieter bis mindestens zum Jahr 2016 (HSE24, Plazamedia, Antenne Bayern) sowie der Planung neuer Bauprojekte und Räumlichkeiten, ist auch in Zukunft mit einer Bindung der wichtigsten Mietunternehmen sowie einer konstanten operativen Entwicklung zu rechnen.

Restlaufzeiten der Mietverträge im Vergleich zum Vorjahr

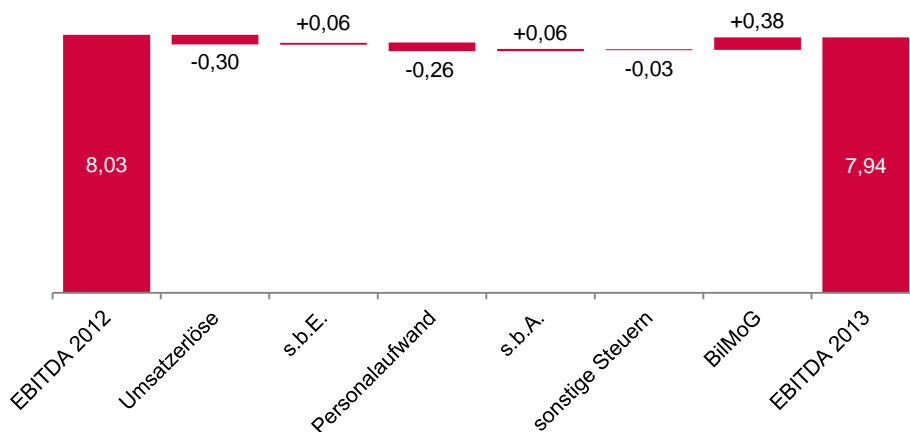


Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Ergebnisentwicklung

Das EBITDA lag mit 7,94 Mio. € um 1,1 % unterhalb des Vorjahreswertes (GJ 2012: 8,03 Mio. €) und reduzierte sich damit gegenüber der Umsatzentwicklung nur unterproportional. Grund für den im Verhältnis zum Umsatz geringeren Rückgang war der Wegfall der Aufwendungen im Zuge der Anpassung der Pensionsrückstellungen gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG). Während diese in 2012 noch mit 0,38 Mio. € das Ergebnis belastet hatten, entfielen diese im Geschäftsjahr 2013 vollständig. Zukünftig sind hieraus keine weiteren Belastungen mehr zu erwarten.

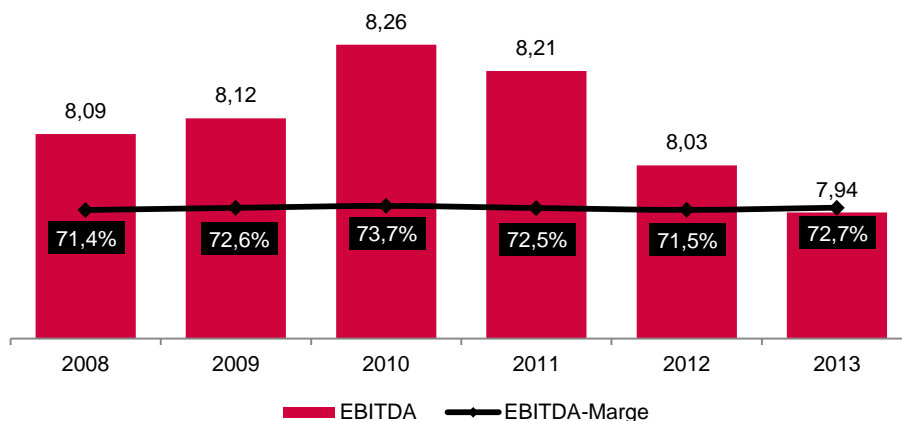
Analyse EBITDA-Veränderung ggü. VJ (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Negativ hingegen beeinflussten die um 33,4 % gestiegenen Personalaufwendungen das Ergebnis. Für den deutlichen Anstieg waren vor allem die gestiegenen Belastungen im Zuge der Aufwendungen für Altersvorsorge verantwortlich, die aus einem geringeren Auflösungspotenzial bei den Pensionsrückstellungen resultierten.

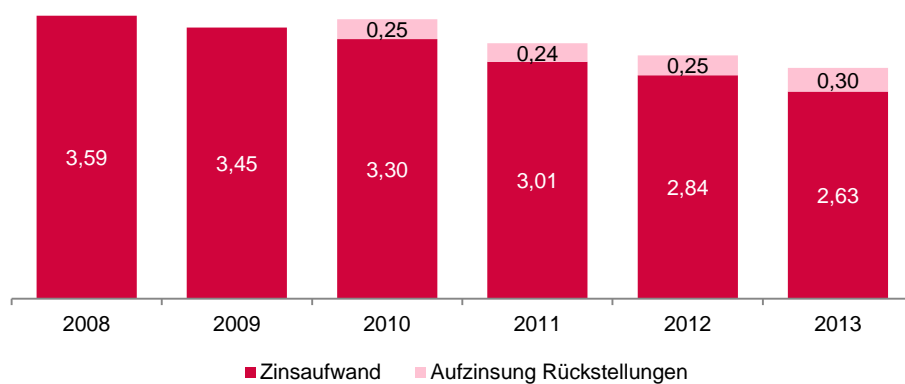
Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Des Weiteren ist positiv hervorzuheben, dass die Planung der Finanzverbindlichkeiten und der kontinuierliche Einsatz von Forward-Darlehen zur frühzeitigen Sicherung günstiger Finanzierungsbedingungen in den vergangenen Jahren zu einer kontinuierlichen Reduzierung des Zinsaufwandes geführt hatten.

Entwicklung der Finanzaufwendungen



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Im Vergleich zum Vorjahr ging der Zinsaufwand um -5,2 % auf 2,93 Mio. € zurück (VJ: 3,09 Mio. €) und konnte somit den Anstieg der Personalaufwendungen annähernd kompensieren. Der gewichtete Durchschnittszinssatz aller Darlehen lag zum 31.12.2013 bei 4,5 % und somit unter dem bereits niedrigen Niveau des Vorjahres (VJ: 4,7 %). Die Tendenz sinkender Zinsniveaus wird auch in Zukunft zu einer Reduktion des Zinsaufwandes führen.

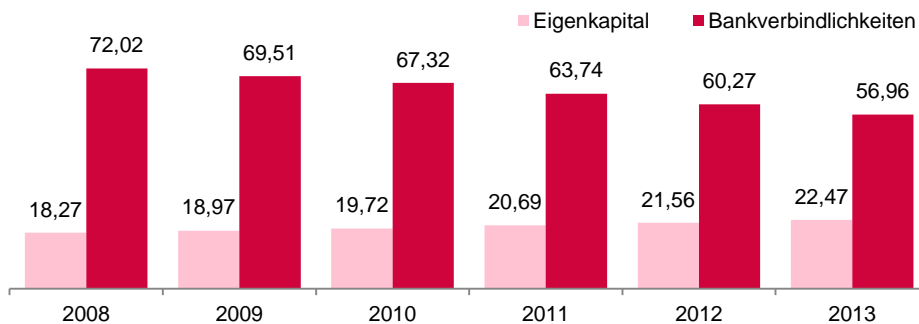
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	20,69	21,56	22,47
EK-Quote (in %)	23,0 %	24,7 %	26,6 %
Verkehrswert Eigenkapital	58,67	61,05	61,47
Verkehrswert EK-Quote (in %)	45,9 %	48,5 %	48,9 %
Bankverbindlichkeiten	63,74	60,27	56,96
Immobilienvermögen nach Abschlägen	89,61	86,95	84,41
Verkehrswert Immobilienvermögen	127,59	126,43	121,60
Loan-to-Value (LTV)	71,1 %	69,3 %	67,5 %
Verkehrswert LTV	49,9 %	47,7 %	46,8 %

Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Typischerweise ist die bilanzielle Situation der AGROB Immobilien AG von einer hohen Solidität geprägt. Das Eigenkapital konnte erneut gesteigert werden und mit einem Wert von 22,47 Mio. € (31.12.12: 21,56 Mio. €) erreichte die Gesellschaft zum 31.12.2013 eine Eigenkapitalquote von 26,6 % (31.12.12: 24,7 %).

Entwicklung von Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Nachdem ein neuer Gebäudekomplex mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von ca. 5,0 Mio. € geplant ist, dürfte sich die Bilanzsumme in den kommenden Jahren leicht erhöhen. Die entstehenden Flächen werden von einem bestehenden Mietunternehmen zusätzlich benötigt und nach Fertigstellung vollständig angemietet. Gemäß bisheriger Finanzierungsstruktur dürften ca. 3,0 Mio. € über Fremdkapital finanziert werden. Auf Basis der jährlich planmäßig durchgeführten Tilgungen in Höhe von 2,7 Mio. € sollten sich jedoch die Bankverbindlichkeiten nicht wesentlich verändern. Somit kann auch in Zukunft mit einer weiteren Verbesserung der Bilanzrelationen gerechnet werden.

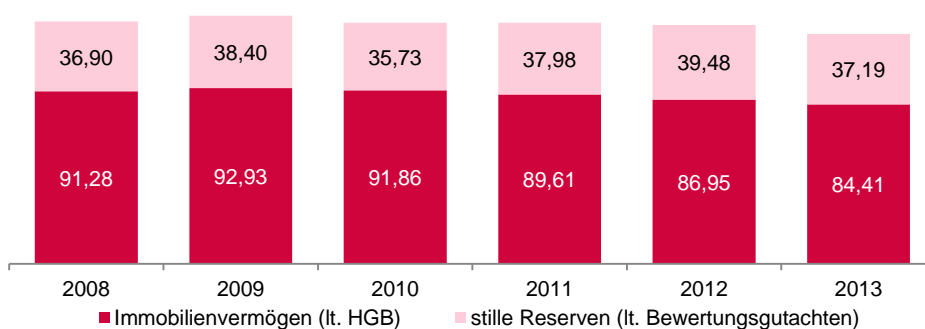
Zum 31.10.2013 hat die AGROB Immobilien AG eine erneute Aktualisierung der gutachterlichen Einschätzung der Markt- bzw. Verkehrswerte sämtlicher Liegenschaften veranlasst. Inklusive der vorhandenen und rechtsbeständigen Baurechte betrug die Summe der Verkehrswerte 121,6 Mio. € (VJ: 126,43 Mio. €).

Marktwerte / Verkehrswerte (in Mio. €)	31.10.2013	31.10.2012
Gesamt vor Abschlägen	121,60	126,43
Pauschalisierte Abschläge	-2,00	-3,50
Gesamt nach Abschlägen	119,60	122,93
Baurechte Süderweiterung	3,81	3,81
Gesamt inkl. Süderweiterung	123,41	126,74

Quelle AGROB Immobilien AG; GBC AG

Aufgrund der Bilanzierung nach HGB stellt der Unterschiedsbetrag zwischen dem Ansatz der Liegenschaften in der Bilanz und den kumulierten Verkehrswerten eine stille Reserve für die AGROB Immobilien AG dar. Auf Basis der aktuellen Bewertung der Liegenschaften haben sich die stillen Reserven im Vergleich zum Vorjahr (39,48 Mio. €) leicht auf 37,19 Mio. € reduziert. Die Minderung der Verkehrswerte resultiert aus den neu getroffenen Mietvereinbarungen und den darin enthaltenen Mietpreissenkungen. Durch diese Anpassung der Mietkonditionen konnte jedoch eine langfristige Mieterbindung erreicht werden, was unter langfristigen Gesichtspunkten als positiv zu werten ist.

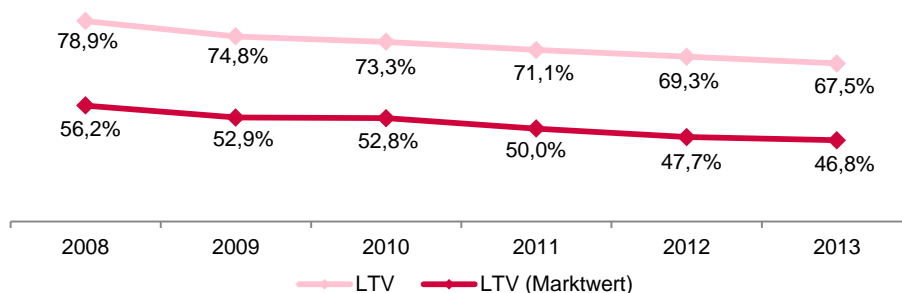
Entwicklung des Immobilienvermögens und der stillen Reserven (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Neben der positiven Entwicklung der Eigenkapitalquote und der rückläufigen Finanzverbindlichkeiten hat sich auch der Loan-to-Value (LTV) erneut reduziert und ging in 2013 wie bereits in den fünf vorangegangenen Jahren weiter zurück. Betrag der LTV zum 31.12.2012 noch 69,3 %, ging dieser zum 31.12.2013 auf 67,5 % zurück. Der LTV zu Marktwerten minderte sich gleichermaßen von 47,7 % (31.12.2012) auf 46,8 % (31.12.2013). Daraus ist abzuleiten, dass die Immobilienwerte rund doppelt so hoch sind, wie die momentane Verschuldung. Die positive Entwicklung des LTV dürfte sich durch die weitere Reduktion der Finanzverbindlichkeiten in Zukunft weiter verbessern.

Entwicklung des LTV (Loan-to-Value)



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Neben dem Immobilienvermögen und den Bankverbindlichkeiten stellen die Pensionsrückstellungen einen wesentlichen Bestandteil der AGROB-Bilanz dar. Diese stehen im Zusammenhang mit der Rückübertragung von Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter im Rahmen des Haftungseintritts in die bestehende Subsidiärhaftung nach Veräußerung des operativen Geschäfts an die Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (DSCB). Zum 31.12.2013 belaufen sich diese auf insgesamt 4,17 Mio. €, nach 4,18 Mio. € (31.12.2012). Langfristig ist hier mit einer rückläufigen Entwicklung zu rechnen, da einerseits keine neuen Rückstellungen mehr gebildet werden und sich andererseits der Bestand an Pensionsrückstellungen mit der Zeit weiter reduzieren dürfte.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Äußerst niedrige Leerstandsquote, die unter dem durchschnittlichen Branchenwert liegt und Stabilität in Bezug auf die Mieteinnahmen gewährleistet. • Vorausschauende Finanzplanung und vorzeitige Zinssicherung resultiert in weiter sinkenden Zinsaufwendungen. • Dividendenkontinuität bietet den Aktionären Sicherheit. • Starke und kontinuierliche Kundenbasis bietet eine hohe Planungs- und Umsatzsicherheit. • Eine kontinuierlich verbesserte Eigenkapitalquote sowie die Rückführung der Bankverbindlichkeiten schaffen solide Bilanzrelationen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von bestimmten Ankermietern führt zu geringem Verhandlungsspielraum bei der Prolongation von Mietverträgen. • Spezialisierung auf den Mieterkreis von Medienunternehmen und nahestehenden Unternehmen schafft Abhängigkeiten von der Medienbranche. • Schaffung neuer Flächen und damit zusätzliches Angebot innerhalb Münchens könnte zu einer weiteren Verschärfung innerhalb der Mietpreisverhandlungen führen.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Reduktion der Zinsaufwendungen ermöglicht erneute Ergebnisverbesserung. • Erweiterung der Bestandsflächen dürfte zu weiteren Umsatz- sowie Ergebnissteigerungen führen. • Weitere Verknappung des Flächenangebots aufgrund erneuter Rückführung der Leerstände in 2014 sollte die Mietpreise auf einem hohen Niveau halten. • Schaffung neuer multifunktionaler und gut ausgestatteter Flächen könnte weitere Unternehmen an den Standort binden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eintrübung des Marktumfeldes könnte zu weiteren Eingeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen. • Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilien-parks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen. • Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge.

Geschäftsentwicklung in Q1 2014

GuV (in Mio. €)	Q1 2013	Δ 2013/2014	Q1 2014
Gesamtleistung	2,73	-0,6 %	2,72
EBITDA*	1,98	+0,5 %	1,99
EBIT*	1,15	-0,1 %	1,15
Nettoaufwand DSCB	0,12	-7,0 %	0,11
Periodenüberschuss nach DSCB	0,34	+5,0 %	0,36

* Ohne DSCB

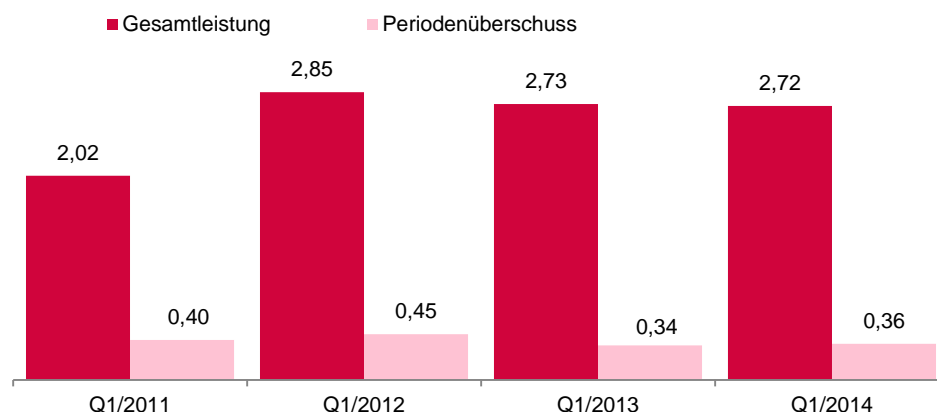
Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Die AGROB Immobilien AG lag im ersten Quartal 2014 auf Basis der Gesamtleistung nur knapp unter dem Vorjahreswert. Durch weitere Kostenminderungen verbesserte sich jedoch das Quartalsergebnis und sorgte für einen guten Start in das aktuelle Geschäftsjahr 2014.

Bei einer weiterhin stabilen Auslastungsquote von 95 % der bestehenden Vermietungsflächen in Höhe von 93.900 m² erzielte die Gesellschaft mit 2,69 Mio. € Umsatzerlöse in exakt der Höhe des Vorjahresquartals. Da gemäß Unternehmensangaben im weiteren Jahresverlauf keine Mietverträge zur Verlängerung anstehen, die Auslastungsquote ab 04/2014 auf über 97 % ansteigt und derzeit keine außerplanmäßigen Vertragsauflösungen zu erwarten sind, ist eine konstante Umsatzentwicklung auf Gesamtjahresbasis 2014 zu erwarten.

Erwartungsgemäß konnte der Trend rückläufiger Finanzaufwendungen, welche sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 8,7 % auf -0,62 Mio. € (VJ: -0,68 Mio. €) minderten, fortgesetzt werden. Die AGROB Immobilien AG hat die aktuell günstige Finanzierungslage genutzt, um zukünftig auslaufende Darlehen per Forward-Kontrakte absichern und somit ein Zinsänderungsrisiko größtenteils ausschließen zu können.

Gesamtleistungs- und Ergebnisentwicklung im ersten Quartal



Quelle: AGROB Immobilien AG, GBC AG

Durch die erwähnten Kostenminderungen wurde die rückläufige Gesamtleistung vollständig aufgefangen, was sich in einem Anstieg des operativen Ergebnisses auf 0,47 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) niederschlug. Wird der Nettoaufwand für die DSCB-Aufwendungen in Höhe von -0,11 Mio. € berücksichtigt, ergibt sich ein Periodenüberschuss für das erste Quartal 2014 von 0,36 Mio. € (VJ: 0,34 Mio. €).

Prognose und Modellannahmen

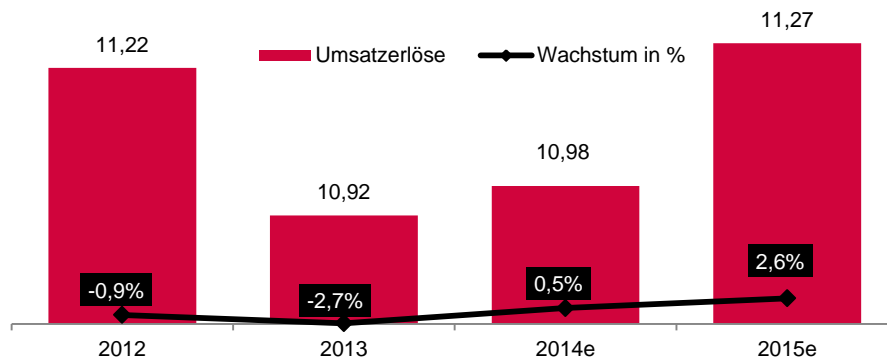
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	10,92	10,98	11,27
EBITDA	7,94	7,73	8,02
EBITDA-Marge	72,7 %	70,4 %	71,2 %
EBIT	4,58	4,45	4,68
EBIT-Marge	41,9 %	40,5 %	41,5 %
Konzernjahresüberschuss	1,61	1,52	1,73
EPS in € (gemäß GBC-Berechnung)	0,41	0,39	0,44

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Nachdem die AGROB Immobilien AG mit den wichtigsten Mieterunternehmen die Verträge bis mindestens 2016 erfolgreich verlängert und darüber hinaus zum April 2014 das Ankermietunternehmen HSE 24 zusätzliche Flächen in Höhe von 2.600 m² angemietet hat, erhöhte sich die Vermietungsquote der Hauptnutzflächen auf über 97,8 %. Die Prolongation der Mietverträge sowie die erhöhte Vermietungsquote sollten im Geschäftsjahr 2014 für leicht steigende Mieterlöse sorgen. Nach unseren Einschätzungen werden die Mieterlöse in 2014 um rund 0,5 % auf 10,98 Mio. € steigen und damit am oberen Ende des prognostizierten Umsatzkorridors von 10,90 Mio. € bis 11,00 Mio. € liegen.

Entwicklung Umsatzerlöse und Umsatzwachstum in %



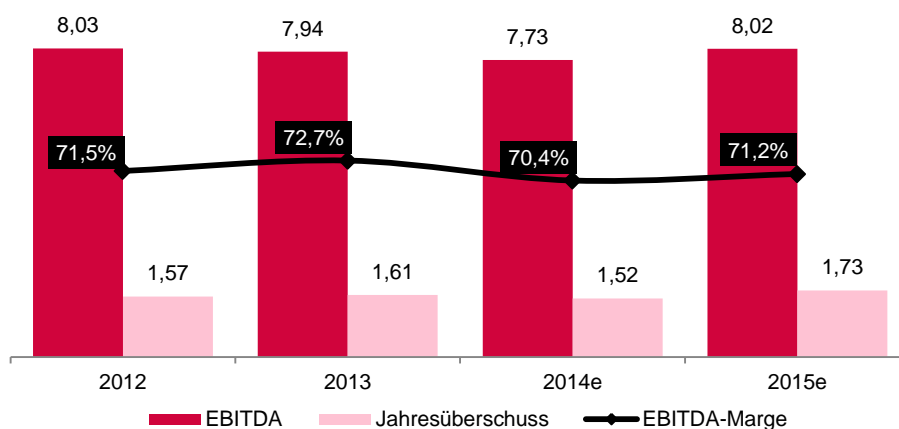
Quelle: GBC AG

Die Errichtung eines neuen multifunktionalen Gebäudekomplexes, welcher von einem bestehenden Mietunternehmen zusätzlich angemietet wird, dürfte ab dem Jahr 2016 für zusätzliche Umsatzerlöse in der Größenordnung von 0,30 bis 0,35 Mio. € sorgen. Da im Zuge dieser Anmietung keine bisherigen Flächen zurückgegeben werden, ist davon auszugehen, dass die Vermietungsquote in 2014 weiterhin auf dem hohen Niveau von 97,8 % bestehen bleibt. Darüber hinaus gab die AGROB Immobilien AG in ihrem Bericht zum ersten Quartal 2014 bekannt, dass zusammen mit einem wichtigen Ankermietunternehmen Gespräche über ein Projekt mit einer Fläche von ca. 6.000 m² stattfinden. Zwar gibt es noch keine genauen Planungen, die Zusammenarbeit mit wichtigen Mietunternehmen und das regelmäßige Ausloten neuer gemeinsamer Projekte stärkt jedoch die Attraktivität des Standortes und erhöht die Bindung der bestehenden Mietunternehmen.

Ergebnisprognosen

Auf Basis der Ergebnisentwicklung sind mehrere Faktoren bei der AGROB Immobilien AG zu berücksichtigen. Wie bereits im Geschäftsjahr 2013 werden auch in den kommenden Jahren keine weiteren Belastungen im Zuge der BilMoG-Anpassungen anfallen. Im Vergleich zum GJ 2013 rechnen wir jedoch für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 mit einem niedrigeren Auflösungspotenzial der Pensionsrückstellungen, wodurch die Personalaufwendungen weiter ansteigen dürften. Folglich sollte sich das EBITDA im laufenden Geschäftsjahr 2014 leicht auf 7,73 Mio. € (GJ 2013: 7,94 Mio. €) mindern. Für das Geschäftsjahr 2015 rechnen wir bei steigenden Umsatzerlösen, welche von einer soliden Kostenentwicklung flankiert werden dürften, mit einem EBITDA-Anstieg auf dann 8,02 Mio. €.

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



Quelle: GBC AG

Im Gegensatz zu den Personalaufwendungen dürfte sich jedoch die Tendenz rückläufiger Zinsaufwendungen weiter fortsetzen. Die laufenden Tilgungszahlungen sowie die weitere Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes (erwarteter Zinssatz Ende 2014: 4,2 %) werden erwartungsgemäß im Geschäftsjahr 2014 zu einer erneuten Minderung der Finanzaufwendungen auf -2,68 Mio. € (GJ 2013: -2,93 Mio. €) führen.

Bei der Berechnung des Jahresüberschusses der AGROB Immobilien AG stellen die Verlustvorträge einen wesentlichen Faktor dar. Diese werden bereits im frühen Jahresverlauf 2014 aufgebraucht sein, wodurch der Steueraufwand ab dem Geschäftsjahr 2014 deutlich höher ausfallen wird und die Körperschaftssteuer sowie der Solidaritätsbeitrag voll anzuwenden sind. Unter Berücksichtigung der erhöhten Steueraufwendungen gehen wir für das Geschäftsjahr 2014 von einem Jahresüberschuss von 1,52 Mio. € sowie für 2015 von 1,73 Mio. € aus. Auf Basis der Ergebnisentwicklung rechnen wir für die kommenden beiden Geschäftsjahre mit einer stabilen Dividendenentwicklung von jeweils 0,16 € je Stammaktie sowie 0,21 € je Vorzugsaktie.

NAV-Bewertung

Der **Net Asset Value** (Substanzwert) spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er errechnet sich aus der Summe der Marktwerte der einzelnen Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Dabei bilden bei einer Immobiliengesellschaft im Wesentlichen die Grundstücke und Gebäude die entsprechenden Vermögenswerte.

Der Net Asset Value (NAV) der AGROB Immobilien AG wird auf Basis der gutachterlichen Bewertung der Verkehrswerte zum 31.10.2013 berechnet. Der Immobilienbestand ohne pauschalisierte Abschläge und inklusive der Baurechte Süderweiterung belief sich demnach auf insgesamt 125,41 Mio. und beinhaltete aufgrund der Bilanzierung nach HGB stille Reserven in Höhe von 41,75 Mio. € (VJ: 44,34 Mio. €). Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 22,47 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value von 64,22 Mio. €, was einem NAV je Aktie von 16,48 € entspricht. Dieser liegt nur leicht unter dem Vorjahreswert von 65,90 Mio. €, bzw. 16,91 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 19.06.2014	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	9,57 €	10,63 €	+11,1 %
Deutsche Euroshop AG	36,66 €	30,59 €	-16,6 %
Deutsche Wohnen AG	15,83 €	13,99 €	-11,6 %
Fair Value REIT-AG	5,40 €	8,86 €	+64,1 %
Hamborner REIT-AG	7,80 €	8,25 €	+5,8 %
KWG Kommunale Wohnen AG	7,05 €	11,38 €	+61,4 %
LEG Immobilien	50,73 €	48,56 €	-4,3 %
Prime Office REIT-AG	3,31 €	5,64 €	+70,4 %
TAG Immobilien AG	8,88 €	9,45 €	+6,4 %
VIB Vermögen AG	13,55 €	13,38 €	-1,3 %
Mittelwert			+18,5 %
AGROB Immobilien AG (VZ)	11,15 €	16,48 €	+47,8 %
AGROB Immobilien AG (ST)	13,00 €	16,48 €	+26,8 %

Quelle: GBC AG

Zum 19.06.2014 haben wir eine NAV-Peer-Group-Bewertung durchgeführt und die jeweiligen Abschläge der einzelnen Immobilienbestandshalter bewertet. Daraus ergab sich ein durchschnittliches Kurspotenzial von derzeit 18,5 %.

Trotz der positiven Kursentwicklung, sowohl bei den Vorzügen, als auch bei den Stämmen, besteht bei der AGROB Immobilien AG weiterhin ein deutlicher Abschlag gegenüber dem NAV je Aktie. Des Weiteren liegt der Abschlag mit 47,8 %, beziehungsweise 26,8 % deutlich über dem durchschnittlichen NAV-Abschlag der anderen Marktteilnehmer. Demnach bestehen bei der AGROB Immobilien AG auch auf Basis der NAV-Bewertung in Zukunft ein gewisses Aufholpotenzial sowie eine im Branchenvergleich derzeit günstige Bewertung.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir aufgrund der Schaffung neuer Vermietungsflächen und Projekte eine deutliche Erhöhung der Mieterlöse in den Jahren 2015 und 2016 und anschließend eine Steigerung beim Umsatz von 0,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 72,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 18,8 % 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 1,0 %.

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 0,80.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,42 % (bisher: 6,70 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,83 % (bisher: 4,60 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,83 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel wie bisher 15,00 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 15,00 € beibehalten.

DCF-MODELL

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	72,4%	ewige EBITA - Marge	50,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-9,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	10,98	11,27	11,59	11,65	11,71	11,76	11,82	11,88	
US Veränderung	0,6%	2,6%	2,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	
EBITDA	7,73	8,02	8,39	8,43	8,47	8,51	8,55	8,60	
EBITDA-Marge	70,4%	71,2%	72,4%	72,4%	72,4%	72,4%	72,4%	72,4%	
EBITA	4,45	4,68	5,05	5,19	5,33	5,46	5,58	5,71	50,3%
EBITA-Marge	40,6%	41,5%	43,6%	44,6%	45,5%	46,4%	47,2%	48,0%	
Steuern auf EBITA	-0,63	-0,79	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,90	
zu EBITA	14,2%	17,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
EBI (NOPLAT)	3,82	3,89	4,25	4,37	4,48	4,59	4,70	4,81	
Kapitalrendite	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%	5,7%	6,0%	6,3%	6,7%	7,2%
Working Capital (WC)	-1,05	-1,02	-1,07	-1,08	-1,08	-1,09	-1,09	-1,10	
WC zu Umsatz	-9,6%	-9,0%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	-9,3%	
Investitionen in WC	0,07	-0,04	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	82,09	84,35	81,91	79,58	77,34	75,18	73,11	71,12	
AFA auf OAV	-3,28	-3,34	-3,33	-3,24	-3,14	-3,05	-2,97	-2,89	
AFA zu OAV	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-0,95	-5,60	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	
Investiertes Kapital	81,04	83,33	80,84	78,50	76,25	74,09	72,02	70,02	
EBITDA	7,73	8,02	8,39	8,43	8,47	8,51	8,55	8,60	
Steuern auf EBITA	-0,63	-0,79	-0,80	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,90	
Investitionen gesamt	-0,88	-5,64	-0,84	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	
Investitionen in OAV	-0,95	-5,60	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	-0,90	
Investitionen in WC	0,07	-0,04	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,22	1,59	6,74	6,71	6,73	6,75	6,78	6,80	114,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	116,58	120,61
Barwert expliziter FCFs	34,38	34,45
Barwert des Continuing Value	82,19	86,16
Nettoschulden (Net debt)	58,12	59,83
Wert des Eigenkapitals	58,45	60,78
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	58,45	60,78
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,00	15,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
WACC	4,8%

Kapitalrendite	WACC				
	4,2%	4,5%	4,8%	5,1%	5,4%
6,7%	17,87	15,39	13,32	11,55	10,03
7,0%	18,91	16,33	14,16	12,32	10,73
7,2%	19,95	17,26	15,00	13,08	11,43
7,5%	20,99	18,20	15,85	13,85	12,13
7,7%	22,03	19,13	16,69	14,62	12,83

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte 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 GBC AG
Dominik Gerbing, B.A., Trainee Investment Research GBC AG

§ 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