



Researchstudie (Anno)

AGROB Immobilien AG



**„Anhebung des stabilen Umsatzniveaus in Sicht; Verbesserung
der Finanzierungsbedingungen schreitet voran;
Hoher Bestand stiller Reserven“**

Kursziel: 17,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20**

AGROB Immobilien AG ^{*5a,7,11}

Kaufen

Kursziel: 17,30

aktueller Kurs / ST: 14,60
aktueller Kurs / VZ: 14,10
27.6.2016 / MCH / 11:45 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: 56,09
EnterpriseValue³: 111,00
³ in Mio. / in Mio. EUR

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

Transparenzlevel:
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

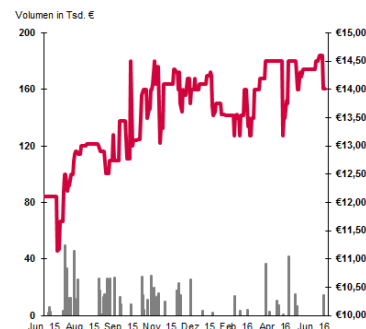
Branche: Immobilien
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2015

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs



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 Medienwirtschaft 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 der Funke Zeitschriftenverlag (ehemals: WAZ Zeitschriftenverlag).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	10,93	10,99	11,24	11,32
EBITDA	8,03	7,29	8,10	8,17
EBIT	4,66	3,92	4,60	4,82
Jahresüberschuss	1,72	1,27	1,90	2,25

Kennzahlen in EUR

Dividende je Stamm-Aktie	0,18	0,18	0,20	0,22
Dividende je Vorzugs-Aktie	0,23	0,23	0,25	0,27

Kennzahlen

EV/Umsatz	10,15	10,10	9,88	9,81
EV/EBITDA	13,82	15,22	13,70	13,59
EV/EBIT	23,84	28,35	24,13	23,03
KGV	32,55	44,13	29,47	24,94
KBV		2,34		

Finanztermine

07.07.2016: Hauptversammlung
29.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.12.2015: RG / 16,15 / KAUFEN
9.7.2015: RG / 16,30 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 hat die AGROB Immobilien AG mit der Vermietung des weitestgehend homogenen Medien- und Gewerbeparkes in Ismaning Erlöse in Höhe von 10,99 Mio. € (VJ: 10,93 Mio. €) erzielt und weist damit eine erneut solide Umsatzentwicklung auf. Die Grundlage dafür ist einerseits ein unveränderter Bestand an vermietbaren Flächen sowie andererseits die weiterhin sehr hohe Auslastungsquote bei den Hauptnutzflächen in Höhe von 97,7 % (VJ: 97,6 %).
- Ausgehend von der stabilen Umsatzbasis verzeichnete die Gesellschaft einen deutlichen Rückgang des EBITDA auf 7,29 Mio. € (VJ: 8,03 Mio. €). Hier gilt es jedoch, einmalige Sondereffekte zu berücksichtigen, welche in Summe das EBITDA um 0,65 Mio. € belastet hatten. Ohne diese Effekte hätte die AGROB Immobilien AG ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 7,94 Mio. € erzielt, welches damit in etwa auf dem Niveau des Vorjahres gelegen hätte. Bei den Sondereffekten handelt es sich um die Verbuchung eines ergebniserhöhenden Entschädigungsanspruches (0,45 Mio. €) sowie um die Bildung von Rückstellungen für die eingegangene Revitalisierungsverpflichtung gegenüber dem Ankermieter Antenne Bayern (-1,10 Mio. €). Zudem konnten die Finanzaufwendungen aufgrund der weiteren Konditionenverbesserung sowie der fortschreitenden Tilgungsleistungen erneut auf 2,44 Mio. € (VJ: 2,65 Mio. €) verbessert werden, wobei sich der gewichtete Zinssatz auf 3,6 % (31.12.2014: 4,2 %) reduziert hat.
- Der tendenzielle Rückgang bei den Finanzaufwendungen ist ein wesentlicher Faktor der künftigen Ergebnisentwicklung. Ein weiterer Faktor ist die Erwartung eines allgemein höheren Umsatzniveaus, vor dem Hintergrund des im Frühjahr 2016 plangemäß fertiggestellten und übergebenen Neubauvorhabens für den Mieter „ARRI Rental GmbH“. Hieraus ergeben sich jährliche Mieterlöse in Höhe von über 320 T€. Folglich rechnen wir, nach einer Phase konstanter Umsatzerlöse, mit einem Anstieg der Umsätze auf 11,24 Mio. € (GJ 2016e) sowie auf 11,32 Mio. € (GJ 2017e).
- Der Jahresüberschuss sollte gegenüber dem erwarteten Umsatzanstieg überproportional zulegen. Gemäß Unternehmensangaben werden die bereits erfolgten Konditionenanpassungen zu einer Reduktion des gewichteten Zinssatzes von 3,64 % (31.12.15) auf 3,26 % (31.12.16) sowie auf 2,80 % (31.12.17) führen und folglich zu einer weiteren Minderung der Finanzaufwendungen. Wir planen kurzfristig mit einem niedrigen Niveau bei den Investitionen. Nachdem das „ARRI“-Gebäude fertiggestellt ist, werden die vorbereitenden Maßnahmen für den nun rechtskräftig gewordenen Bebauungsplan 29c mit einem Investitionsbedarf von etwa 1,0 Mio. € einhergehen. Aufgrund derzeit fehlender konkreter Mietanfragen haben wir den Baubeginn nicht in unseren Prognosen berücksichtigt.
- Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 17,30 € (bisher: 16,15 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielanhebung erfolgt primär vor dem Hintergrund eines Prolongationseffektes, da das neue Kursziel zum Ende des Geschäftsjahres 2017 (bisher: 2016) ermittelt wurde. Im Marktvergleich ist dabei die AGROB-Aktie als unterbewertet einzustufen. Wird der gutachterlich ermittelte Verkehrswert der AGROB-Liegenschaften herangezogen, ergibt sich ein Net Asset Value (NAV) in Höhe von 69,21 Mio. € oder 17,76 € je Aktie. Die aktuelle AGROB-Marktkapitalisierung weist einen Abstand zum NAV in Höhe von über 20 % auf, während die Bewertung vergleichbarer Immobiliengesellschaften um 11,3 % über dem NAV liegt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

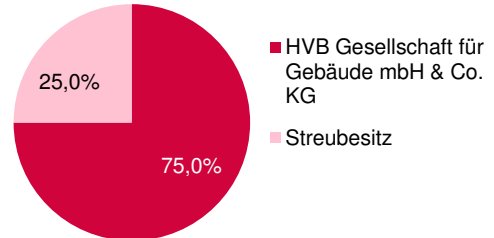
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Stammaktien - WKN 501900	4
Vorzugsaktien - WKN 501903	4
Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG.....	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2015	8
Umsatzentwicklung 2015	8
Ergebnisentwicklung 2015	9
Operative Entwicklung vs. GBC-Prognosen.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015	11
Geschäftsentwicklung Q1 2016	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
NAV-Vergleich zur weiteren Information	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

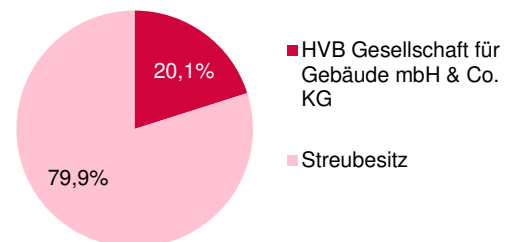
Stammaktien - WKN 501900

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



Vorzugsaktien - WKN 501903

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



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsmodell der AGROB Immobilien AG

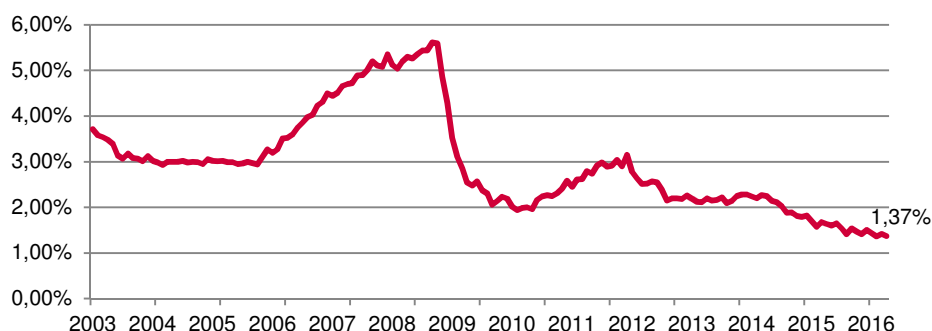
Der Hauptfokus der AGROB Immobilien AG (kurz: AGROB) liegt auf dem Betrieb und der Entwicklung eines Gewerbe- und Medienparks im Nordosten Münchens. Auf einer nahezu voll vermieteten Gesamtnutzfläche in Höhe von ca. 133.000 qm haben sich namhafte und überregional bekannte Firmen aus den Mediensegmenten Rundfunk und Fernsehen, Film- und TV-Produktion sowie aus dem Printbereich, wie etwa Antenne Bayern, ARRI Rental GmbH, Constantin Medien AG, FUNKE Zeitschriften Service, Homeshopping Europe, PLAZAMEDIA etc. angesiedelt. Die Mieterunternehmen können dabei auf eine leistungsfähige Satelliten-Anlage sowie auf ein umfassendes Glasfasernetz zurückgreifen. Die starke sektorale Ausrichtung auf Medienunternehmen hat eine dementsprechend hohe Homogenität bei den Mieterunternehmen zur Folge.



MARKT UND MARKTUMFELD

Das AGROB-Marktumfeld ist weiterhin von sehr attraktiven Vorgaben geprägt. Allen voran steht das aktuell sehr niedrige Zinsniveau, womit insbesondere neue Bauvorhaben zu günstigen Konditionen finanziert werden können. Nachdem der Bebauungsplan Nr. 29c im Dezember 2015 von der Gemeinde Ismaning rechtskräftig verabschiedet wurde und die AGROB damit im Rahmen der „Süderweiterung“ weitere Bruttogeschossflächen in Höhe von 18.200 qm errichten darf, sind die günstigen Finanzierungskonditionen von hoher Relevanz für die Gesellschaft. Zugleich können auch bestehende Darlehen günstiger prolongiert werden, was sich positiv auf den Finanzaufwand auswirkt. Laut Bundesbankstatistiken liegen die Finanzierungszinsen derzeit bei 1,4 % (Kredite > 1,0 Mio. € mit Zinsbindung bis 1 Jahr) und damit erwartungsgemäß auf einem historischen Tief:

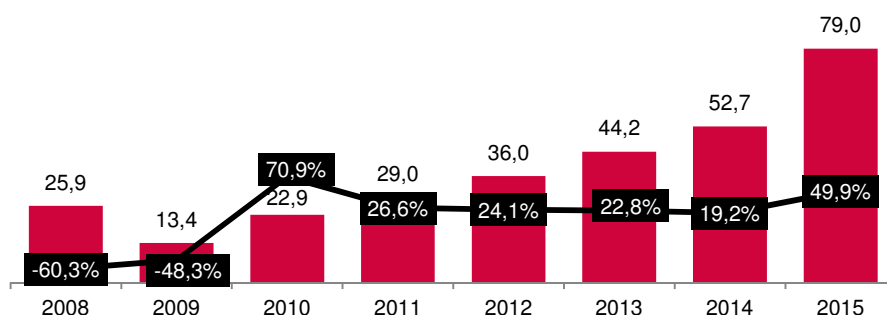
Deutscher MFI-Zinssatz für Kredite > 1,0 Mio. € mit 1-jähriger Zinsbindung



Quelle: Deutsche Bundesbank; GBC AG

Ein Ende der EZB-Niedrigzinspolitik ist derzeit nicht in Sicht und damit dürfte sich der zuletzt vorherrschende Trend rückläufiger oder zumindest seitwärtslaufender Finanzierungskosten auf niedrigem Niveau fortsetzen. Gleichzeitig sollte die AGROB damit in der Lage sein, eine weitere und langfristige sukzessive Verbesserung der Finanzierungskonditionen zu erreichen.

Transaktionsvolumen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in Mrd. €

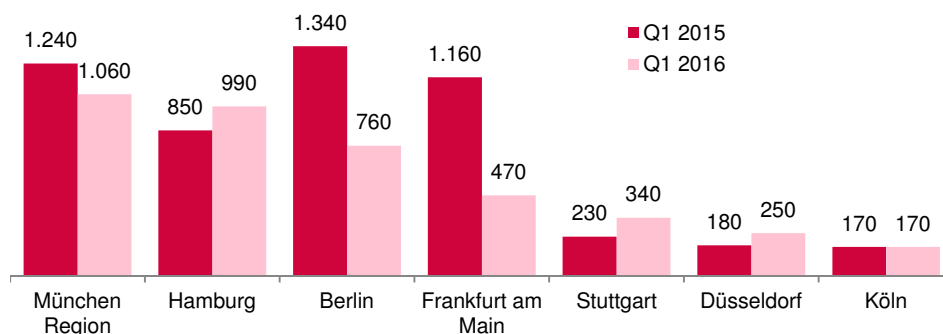


Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Die Immobiliennachfrage ist vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsniveaus sowie angesichts fehlender Anlagealternativen in Deutschland zuletzt stark angestiegen. Gemessen am Transaktionsvolumen wurde in 2015 mit 79,00 Mrd. € ein weiteres Rekordniveau erreicht und konnte um nahezu 50 % gegenüber dem Vorjahr wachsen. Das gesamte Transaktionsvolumen lag erstmals über dem Niveau des Jahres 2007 und wurde zum Teil durch größere Übernahmen im Wohnsegment getragen. Auch künftig wird ein sehr hohes Transaktionsniveau im anhaltenden Niedrigzinsumfeld erwartet.

Die höchsten Transaktionsvolumina wurden nach wie vor an den deutschen Top-Standorten in Deutschland umgesetzt. Besonders die Region München wies im ersten Quartal 2016 mit 1,06 Mrd. € das höchste Transaktionsvolumen für Gewerbeimmobilien auf. Somit ist München gegenwärtig als attraktivster Immobilienstandort anzusehen. Der leichte Rückgang gegenüber dem Vorjahr lässt sich durch die Verknappung der handelbaren Immobilien erklären, da München schon seit Jahren eine der gefragtesten Städte ist.

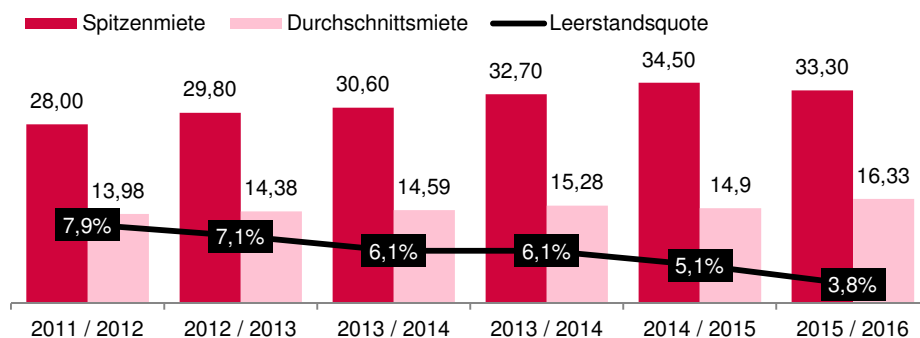
Gewerbeimmobilienmarkt - Transaktionsvolumen in deutschen Städten 2015/2016



Quelle: Statista, GBC AG

Laut der Savills Marktforschung sind die sechs größten Gewerbeimmobilienmärkte in Deutschland von einem positiven Aufwärtstrend geprägt. Wichtige Faktoren sind hier der steigende Eigengebrauch, ansteigende Mieten im mittleren und oberen Segment sowie ein schwindender Leerstand. Der dynamischen Nachfrageentwicklung der Gewerbeimmobilien steht dabei eine nur schwache Angebotsentwicklung entgegen. Als Resultat der geringen Fertigstellungsquoten von neuen Gewerbeimmobilien, in Verbindung mit den geringen Leerstandsquoten, wird es zunehmend schwieriger für Unternehmen geeignete Gewerbeflächen zu finden. Verschärft wird diese Situation durch eine Vorvermietungsquote von über 66 % bei den noch fertigzustellenden Gewerbeflächen für 2016. Bedingt durch fehlende Alternativen führt diese bereits länger vorherrschende Knappheit von geeigneten Immobilien zu einer Verlängerung bestehender Mietverträge.

Bürovermietung in München



Quelle: Colliers International, GBC AG

Büroflächen in München bleiben begehrt. Der abnehmende Leerstand auf 3,8 % und die gute Vermietungsleistung sorgten dabei für einen merklichen Anstieg der Durchschnittsmiete auf ein Rekordniveau von 16,33 €/m². Damit ist die AGROB in einer von attraktiven Vorgaben geprägten Branche sowie, regional gesehen, in einem der attraktivsten Märkte in Deutschland tätig.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	10,92	10,93	10,99	11,24	11,32
Sonstige betriebliche Erträge	0,33	0,15	0,78	0,12	0,25
Personalaufwand	-1,02	-0,83	-0,97	-0,97	-1,10
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,36	-3,37	-3,38	-3,50	-3,35
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,11	-2,04	-3,34	-2,10	-2,12
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00	0,00	0,07	0,00	0,00
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,93	-2,65	-2,44	-2,33	-2,11
Ergebnis der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	1,83	2,18	1,72	2,46	2,89
Steuern	-0,03	-0,28	-0,27	-0,37	-0,46
Sonstige Steuern	-0,18	-0,17	-0,18	-0,19	-0,18
Jahresüberschuss	1,61	1,72	1,27	1,90	2,25
EBITDA	7,94	8,03	7,29	8,10	8,17
in % der Umsatzerlöse	72,7%	73,5%	66,3%	72,1%	72,2%
EBIT	4,58	4,66	3,91	4,60	4,82
in % der Umsatzerlöse	41,9%	42,6%	35,6%	41,9%	42,6%
Aktienzahl Stammaktien in Mio. Stück	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Aktienzahl Vorzugsaktien in Mio. Stück	1,58	1,58	1,58	1,58	1,58
Dividende je Stammaktie in €	0,16	0,18	0,18	0,20	0,22
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,21	0,23	0,23	0,25	0,27

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

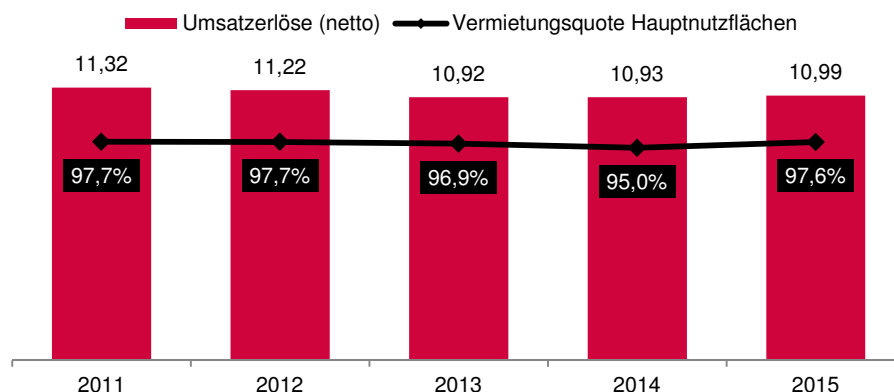
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	10,92	10,93	10,99
EBITDA	7,94	8,03	7,29
EBITDA-Marge	72,7%	73,5%	66,3%
EBIT	4,58	4,66	3,91
EBIT-Marge	41,9%	42,6%	35,6%
Jahresüberschuss	1,61	1,72	1,27

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Die gewohnt hohe Umsatzstabilität hat sich bei der AGROB auch im Geschäftsjahr 2015 fortgesetzt. Wie erwartet, erreichte die Gesellschaft eine konstante Entwicklung bei den Mieterlösen in Höhe von 10,99 Mio. € (VJ: 10,93 Mio. €). Die Basis für diese Entwicklung findet sich in der unverändert und im Branchenvergleich sehr hohen Auslastungsquote bei den Hauptnutzflächen in Höhe von 97,7 % (VJ: 97,6 %) wieder. Gegenüber dem Vorjahr hat es dabei nur marginale Veränderungen bei den vermieteten Flächen, bei einem insgesamt unveränderten Flächenbestand, ergeben. Einer Flächenrückgabe in Höhe von 287 qm steht dabei eine Neuvermietung von 414 qm entgegen.

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



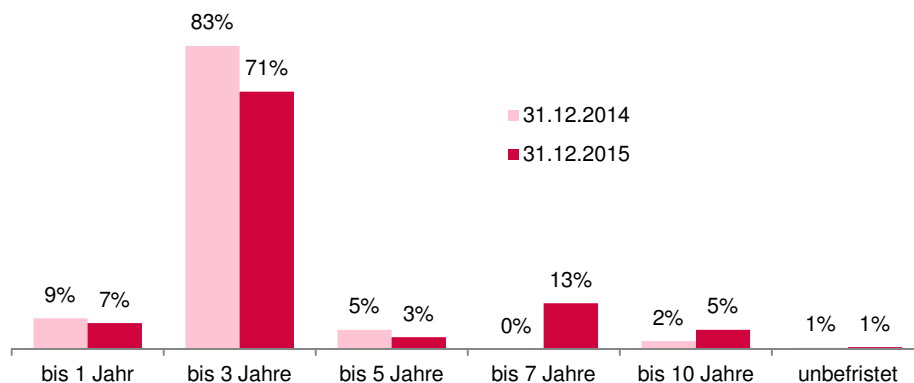
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Wie an der historischen Umsatzentwicklung zu erkennen ist, verfügt die AGROB über eine äußerst solide Umsatzbasis, mit nur geringfügigen auslastungsbedingten Schwankungen. Ein wichtiger Faktor ist dabei die solide und größtenteils bereits langanhaltende Vertragsbasis mit den Mieterunternehmen. Bei den Restlaufzeiten konnten im vergangenen Geschäftsjahr 2015 leichte Verbesserungen erreicht werden. Dabei weisen mittlerweile rund 22,1 % (VJ: 8,2 %) der Mieterlöse eine Restlaufzeit von mehr als drei Jahren auf. Kurzfristig stehen in 2016 lediglich 7,2 % (VJ: 8,5 %) der Mieterlöse zur Verlängerung an, so dass auch von dieser Seite eine hohe Planungsgrundlage vorliegt. Es ist davon auszugehen, dass bei den turnusmäßig auslaufenden Mietverträgen der kommenden Geschäftsjahre die Verlängerungsoption ausgeübt wird.

Ein typisches Beispiel dafür ist die im Dezember 2015 erfolgte vorzeitige Verlängerung des Mietvertrages mit dem Ankermieter Antenne Bayern bis 12/2028 (bisher: 12/2018). Gegenstand dieser Verlängerung sind zudem umfangreiche Revitalisierungsmaßnahmen, welche die AGROB an dem mittlerweile 18 Jahre alten Mietobjekt in den Geschäftsjahren 2016 bis 2018 umsetzen wird. Der Umfang dieser Maßnahmen wird auf

1,1 Mio. € beziffert, wofür bereits in 2015 (siehe Ergebnisentwicklung 2015) entsprechende Rückstellungen gebildet wurden.

Laufzeitstruktur der Mietverträge

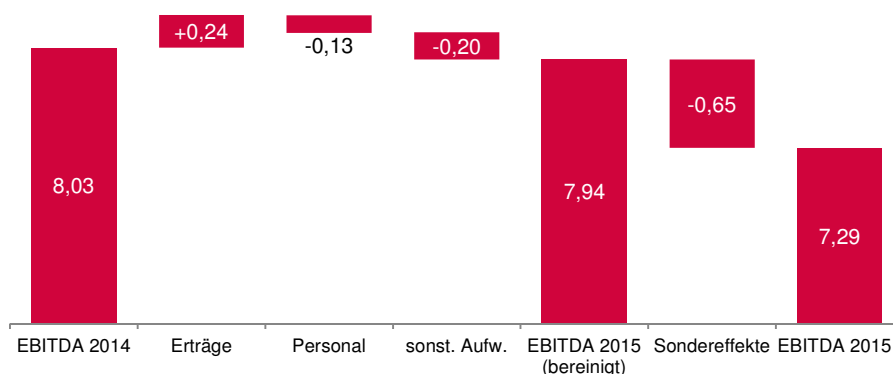


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2015

Im Gegensatz zur soliden Umsatzentwicklung verzeichnete die AGROB beim operativen Ergebnis (EBITDA) einen deutlichen Rückgang auf 7,29 Mio. € (VJ: 8,03 Mio. €). Einen maßgeblichen Einfluss darauf hatten zwei Sondereffekte. Einerseits ergab sich ein positiver Sondereffekt in Höhe von 0,45 Mio. € aus einem verbuchten Entschädigungsanspruch im Zusammenhang mit der nicht zustande gekommenen Großinvestition für einen Ankermieter. Dieser positive Ergebniseffekt wird jedoch durch die ergebniswirksame Bildung einer Rückstellung für die Revitalisierungsverpflichtungen gegenüber dem Ankermieter Antenne Bayern in Höhe von rund 1,1 Mio. € vollständig aufgebraucht. Diese beiden außerordentlichen Effekte haben in Summe zu einer Ergebnisbelastung in Höhe von -0,65 Mio. € geführt. Die AGROB hat damit ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 7,94 Mio. € erzielt, welches damit, analog zu den Umsatzerlösen, in etwa auf dem Niveau des Vorjahres lag.

EBITDA-Brücke (in Mio. €)



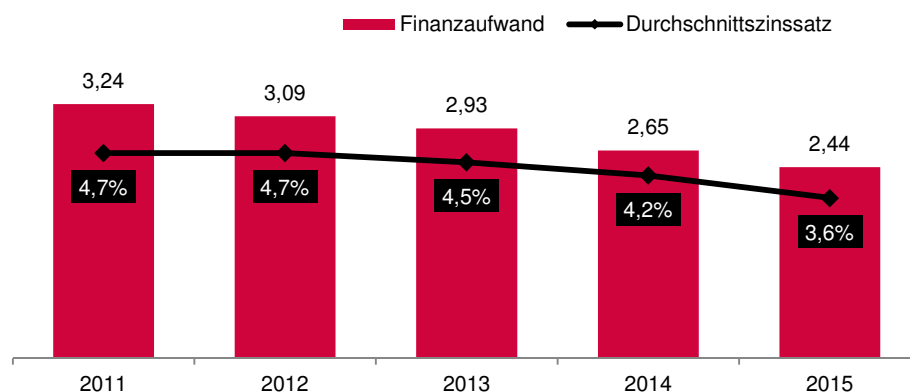
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die leicht rückläufige Entwicklung des bereinigten EBITDA ist auf einen leichten Anstieg sowohl bei den Personalaufwendungen als auch bei den sonstigen Aufwendungen zurückzuführen, womit der Anstieg bei den Gesamterträgen (Umsatzerlöse + sonstige Erträge) aufgebraucht wurde. Wie gewohnt, verfügt die AGROB über eine weitestgehend solide und schlanke Kostenstruktur, welche in der Regel von nur geringen

Schwankungen geprägt ist. Steigende Umsätze sollten sich künftig damit direkt in steigenden Ergebnisniveaus wiederfinden.

Zwei maßgebliche Kostenpositionen werden darüber hinaus die Ergebnisentwicklung der kommenden Geschäftsjahre prägen. Einerseits handelt es sich hierbei um die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen auf Immobilienvermögen, welche sich mit 3,34 Mio. € (VJ: 3,37 Mio. €) konstant entwickelt haben. Darüber hinaus war die AGROB in der Lage, abermals die Finanzaufwendungen auf 2,44 Mio. € (VJ: 2,65 Mio. €) zu mindern. Die rückläufige Tendenz der Finanzaufwendungen wird dabei besonders im langfristigen Vergleich ersichtlich. In den vergangenen fünf Geschäftsjahren reduzierten sich diese von 3,56 Mio. € (GJ 2010) auf 2,44 Mio. € (GJ 2015). Wichtige Faktoren sind hierfür die fortschreitenden Tilgungsleistungen sowie die sukzessive Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes auf zuletzt 3,6 % (VJ: 4,2 %).

Finanzaufwand (in Mio. €) und Durchschnittzinssatz zum Jahresende (in %)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Nach dem vollständigen Verbrauch der Verlustvträge fällt bei der AGROB nun der volle Körperschaftsteuersatz an, wodurch im langjährigen Vergleich höhere Steueraufwendungen anfallen. Abzüglich des Steueraufwands in Höhe von 0,28 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €) weist die AGROB einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,27 Mio. € (VJ: 1,72 Mio. €) aus. Auch hier sind die Sondereffekte in Höhe von insgesamt -0,65 für den Ergebnisrückgang verantwortlich.

Operative Entwicklung vs. GBC-Prognosen

in Mio. €	GJ 2015 (as reported)	GBC-Prognosen	Abweichung
Umsatzerlöse	10,99	11,00	-1,0 %
EBITDA	7,29	7,40	-11,0 %
Jahresüberschuss	1,27	1,34	-7,0 %

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Das gut planbare Geschäftsmodell der AGROB erlaubt eine hohe Prognosegenauigkeit. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 weichen unsere Prognosen (siehe Researchstudie vom 16.12.2015) nur geringfügig von den tatsächlichen Werten ab. Die AGROB hatte dabei im Dezember 2015 eine Prognoseanpassung auf Grundlage der Vertragsverlängerung mit Antenne Bayern vorgenommen. Diese hatten wir zum Anlass genommen, um unsere Schätzungen ebenfalls zu reduzieren.

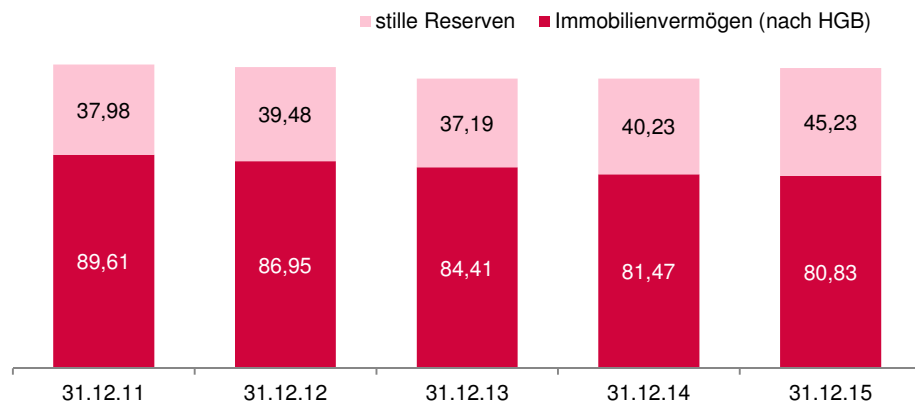
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	22,47	23,50	23,99
EK-Quote (in %)	26,6 %	28,5%	28,5%
Verkehrswert Eigenkapital	59,66	63,73	69,22
Verkehrswert EK-Quote (in %)	49,0 %	51,9%	53,5%
Bankverbindlichkeiten	56,96	53,97	54,36
Bilanzansatz Immobilienvermögen	84,41	81,47	80,83
Verkehrswert Immobilienvermögen	121,60	121,70	126,06
Loan-to-Value (LTV)	67,5 %	66,2%	67,3%
Verkehrswert LTV	46,8 %	44,4%	43,1%

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei der Analyse der Bilanzkennzahlen spielt die konservative HGB-Bilanzierung eine wichtige Rolle. Diese geht mit einem Wertansatz des Immobilienvermögens nach dem Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip einher, was im Vergleich zu einem Marktwertansatz deutlich niedriger ist und damit mit stillen Reserven einhergeht. Nahezu alle börsennotierten Immobilienbestandshalter in Deutschland bilanzieren nach dem höheren Marktwertprinzip. Die nicht in der Bilanz erfassten stillen Reserven der AGROB-Immobilien lassen sich aus dem gutachterlich ermittelten Marktwert des Immobilienvermögens ableiten. Gemäß der im Oktober 2015 durchgeführten Neubewertung verfügt die Gesellschaft über ein Immobilienvermögen (vor pauschalisierten Abschlägen) in Höhe von 126,06 Mio. €. Gegenüber dem bilanziell erfassten Immobilienvermögen in Höhe von 80,83 Mio. € ergeben sich folglich stille Reserven in Höhe von 45,23 Mio. €.

Immobilienvermögen und stille Reserven (in Mio. €)

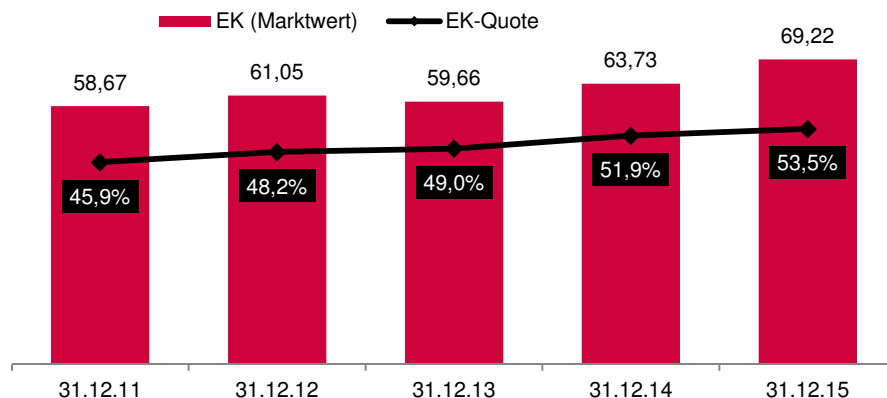


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Gegenüber dem Bilanzstichtag des Vorjahres sind die stillen Reserven auf 45,23 Mio. € (31.12.14: 40,23 Mio. €) angestiegen. Dies liegt vor allem an den neuen Baurechten der mittlerweile rechtskräftig beschlossenen Süderweiterung (29c), welche zu einem Marktwertanstieg des Gesamtimmobilienvermögens in Höhe von 5,00 Mio. € geführt haben.

Bei einem Eigenkapital in Höhe von 23,99 Mio. € (31.12.14: 23,50 Mio. €) weist die Gesellschaft eine im Branchendurchschnitt leicht überdurchschnittliche Eigenkapitalquote in Höhe von 28,5 % (31.12.2014: 28,5 %) auf. Unter Einbezug der stillen Reserven von 45,23 Mio. € beläuft sich der Verkehrswert des Eigenkapitals auf 69,22 Mio. € und die entsprechende Eigenkapitalquote auf 53,5 % (31.12.2014: 51,9 %). Damit weist die AGROB eine im Marktvergleich deutlich höhere Eigenkapitalausstattung auf, was die insgesamt soliden Bilanzrelationen unterstreicht.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %) nach Marktwerten



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

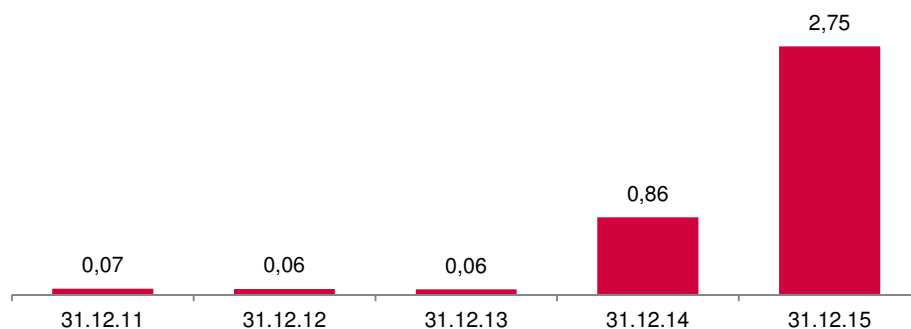
in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Cashflow (operativ)	7,49	7,29	7,09
Cashflow (Investition)	-0,82	-0,43	-2,71
Cashflow (Finanzierung)	-6,31	-5,86	-2,49
Summe	0,36	1,00	1,89

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Typischerweise generiert die AGROB aus der Vermietung des Immobilienbestandes einen hohen und stetigen Liquiditätszufluss. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 lag der operative Cashflow mit 7,09 Mio. € nur etwas unterhalb der Vorjahresperiode. Hier spielten die Sondereffekte, welche die Ergebnisentwicklung noch erheblich beeinflusst hatten, keine Rolle. Sowohl die Rückstellungen für die Revitalisierungsverpflichtungen in Höhe von 1,1 Mio. € als auch der Sonderertrag in Höhe von 0,45 Mio. € hatten noch keinen Liquiditätsabfluss bzw. -zufluss ausgelöst.

Im Zusammenhang mit dem Neubauvorhaben „ARRI Rental“ (Gebäude 39) sind in 2015 erstmalig seit Jahren wieder nennenswerte Investitionen in Höhe von 2,71 Mio. € (VJ: 0,43 Mio. €) erfolgt. Gemäß Finanzierungsstrategie sollen rund 70 % und damit der überwiegende Teil der Gesamtherstellungskosten dieses Neubauvorhabens in Höhe von 5,0 Mio. € (ohne Grundstück) über Bankkredite finanziert werden. Diesbezüglich wurden bereits in 2015 neue zinsgünstige Darlehen in Höhe von 3,25 Mio. € aufgenommen, was zu einem Anstieg beim Finanzierungscashflow geführt hat. In Summe ist der Liquiditätsbestand zum 31.12.2015, trotz der höheren Investitionen, um 1,89 Mio. € auf 2,75 Mio. € angestiegen.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Der Anstieg bei den liquiden Mitteln geht gegenüber den niedrigen Beständen der Vorjahre mit einer höheren Flexibilität einher. Die Summe des neuen Darlehens beläuft sich auf insgesamt 6,25 Mio. € (abgerufen zum 31.12.15: 3,25 Mio. €), so dass die Finanzierung der Fertigstellung des ARRI-Neubauvorhabens sowie der Maßnahmen zur Erschließung der Süderweiterung (29c) sichergestellt ist.

Geschäftsentwicklung Q1 2016

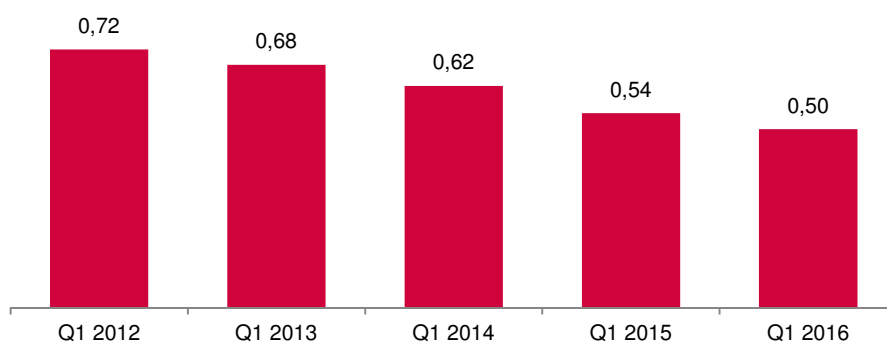
GuV (in Mio. €)	Q1 2014	Q1 2015	Q1 2016
Gesamtleistung	2,72	2,77	2,86
EBITDA (ohne DSCB*)	1,99	2,10	2,04
EBIT (ohne DSCB)	1,15	1,26	1,20
Nettoaufwand DSCB	0,11	0,13	0,08
Periodenüberschuss nach DSCB	0,36	0,50	0,53

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG, *DSCB: Pensionseffekte der Deutsche Steinzeug

Die solide Geschäftsentwicklung wurde auch im ersten Quartal 2016, in dem die AGROB einen leichten Anstieg der Gesamtleistung auf 2,86 Mio. € (Q1/15: 2,77 Mio. €) erreicht hat, fortgesetzt. Nach einer Flächenrückgabe in Höhe von 780 qm war zwar die Auslastungsquote mit 97,2 % marginal niedriger als zum Geschäftsjahresende 2015 (97,7 %), man kann jedoch unverändert von einer Vollvermietung sprechen. Zumal die zurückgegebenen Flächen mit Wirkung 05/2016 bereits nachvermietet wurden. In den Gesamterträgen der ersten drei Monate 2016 sind die neu hinzugekommenen Flächen des ARRI-Neubauvorhabens noch nicht enthalten.

Auch beim wesentlichen Ergebnistreiber der kommenden Geschäftsjahre, dem Finanzergebnis, hat sich die positive Tendenz der vergangenen Perioden fortgesetzt. Trotz einer gestiegenen Inanspruchnahme von Bankkrediten profitierte die AGROB von den bereits umgesetzten Konditionenanpassungen, was sich in einem entsprechenden weiteren Rückgang bei den Finanzaufwendungen wiederfindet:

Finanzaufwendungen auf Q1-Basis (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Insgesamt erzielte die AGROB einen Periodenüberschuss nach Steuern in Höhe von 0,53 Mio. € (Q1/15: 0,50 Mio. €), was auf Basis eines ersten Quartals einem neuen Rekordwert entspricht. Dies sehen wir als eine gute Grundlage für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2016.

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. • Erwartete Verknappung des Flächenangebots aufgrund erneuter Rückführung der Leerstände in 2015 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 Zugeständnissen bei den Mietpreisverhandlungen führen. • Verzögerungen beim Bau der Süderweiterung des AGROB-Immobilienparks könnten eine deutlich positive Geschäftsentwicklung hemmen. • Eine Verschlechterung der Marktlage hätte eine geringere Auslastung der Bestandsflächen sowie eine Minderung der Mieteinnahmen zur Folge.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	10,99	11,24	11,32
EBITDA	7,29	8,10	8,17
EBITDA-Marge	66,3%	72,1%	72,2%
EBIT	3,91	4,60	4,82
EBIT-Marge	35,6%	40,9%	42,6%
Jahresüberschuss	1,27	1,90	2,25

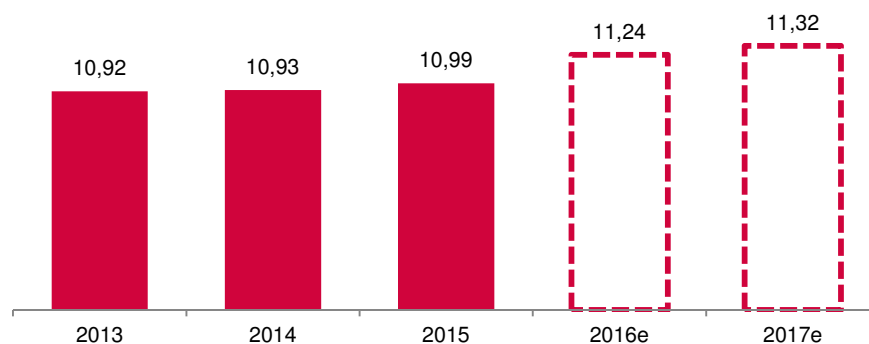
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die solide Umsatzentwicklung der vergangenen Geschäftsjahre basiert auf einer konstant hohen Auslastungsquote (nahezu Vollvermietung) sowie auf einem nahezu unveränderten Immobilienbestand. Aufgrund der typischerweise langen Laufzeiten bei den Mietverträgen ergeben sich zudem nur marginale Veränderungen bei den Flächenrückgaben. Zudem finden nur selten Konditionenanpassungen statt. Bezeichnend dafür ist die Umsatzentwicklung der vergangenen drei Geschäftsjahre, welche mit 10,92 Mio. € (GJ 2013), 10,93 Mio. € (GJ 2014) sowie 10,99 Mio. € (GJ 2015) nahezu keine Veränderungen aufweist.

Für das laufende Geschäftsjahr 2016 rechnen wir, analog zur Unternehmensprognose (Umsatzerlöse in Höhe von 11,1 Mio. € - 11,3 Mio. €), erstmalig wieder mit einem spürbaren Umsatzanstieg auf 11,24 Mio. € und damit einer allgemeinen Anhebung der Umsatzbasis. Hier soll insbesondere der im Frühjahr 2016 plangemäß fertiggestellte Neubau für den Mieter „ARRI Rental GmbH“ beitragen, wodurch zusätzliche Flächen in Höhe von insgesamt 2.500 qm geschaffen wurden. Gemäß Unternehmensangaben wurden der überwiegende Teil der Flächen zum 01.04.2016 an den Mieter „ARRI“ übergeben. Zusätzliche Flächen des neu geschaffenen „Gebäude 39“ konnten im Anschluss daran langfristig vermietet werden (ab dem 01.06.2016). Insgesamt dürften die neu geschaffenen Flächen jährliche Mieterlöse in Höhe von über 320 T€ generieren, wobei diese sich erstmalig ganzjährig erst im kommenden Geschäftsjahr 2017 auswirken werden. Dementsprechend rechnen wir für 2017 mit einem weiteren Umsatzwachstum auf 11,32 Mio. € (Unternehmensprognose: 11,3 Mio. € - 11,4 Mio. €).

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

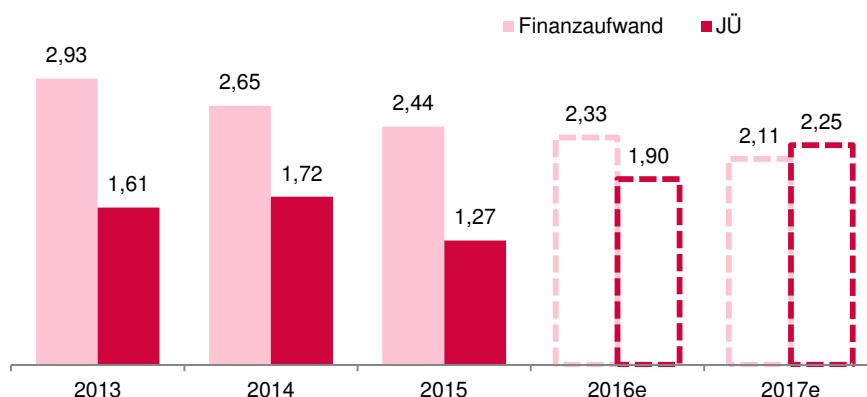
Zwar ist der Bebauungsplan 29c (Süderweiterung) Ende 2015 rechtskräftig geworden, wodurch die AGROB neue Bruttogeschossflächen in Höhe von 18.200 qm schaffen darf, aufgrund derzeit noch fehlender konkreter Mietanfragen ist nicht mit einem zeitnahen

Baubeginn zu rechnen. Erst bei Vorliegen einer konkreten Bauplanung werden wir die zusätzlichen Potenziale des Bebauungsplans 29c in unseren Prognosen mit einbeziehen. Diesbezüglich werden jedoch bereits im laufenden sowie im kommenden Geschäftsjahr erste Erschließungsmaßnahmen (Straßenbau, Strom-, Gas-, Wasseranbindung; Bau des Kreisverkehrs) erfolgen.

Ergebnisprognosen

Erwartungsgemäß sollte das operative Ergebnis, auf Basis einer soliden Kostenentwicklung, von den höheren Umsatzniveaus profitieren. Ein besonderes Augenmerk liegt dabei auf der Entwicklung des Jahresüberschusses, welcher insbesondere von der Tendenz weiter rückläufiger Finanzaufwendungen profitieren dürfte. Hier spielen die zunehmend attraktiveren Konditionen eine wichtige Rolle, wodurch weitere Einsparungen bei den Finanzaufwendungen möglich sind. Gemäß Unternehmensangaben werden die bereits erfolgten Konditionenanpassungen zu einer Reduktion des gewichteten Zinssatzes von 3,64 % (31.12.15) auf 3,26 % (31.12.16) sowie auf 2,80 % (31.12.17) führen. Ende 2018 soll dann eine weitere Reduktion auf 2,55 % erfolgen, wodurch der Zinsaufwand der kommenden Geschäftsjahre (2016 – 2018) um kumuliert 0,76 Mio. € reduziert werden könnte.

Prognose Finanzaufwand und Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Hier liegt die Annahme zugrunde, dass die Investitionen der kommenden Geschäftsjahre auf niedrigem Niveau liegen werden. Nachdem das Neubauvorhaben für den Mieter „ARRI“ bereits im ersten Quartal 2016 abgeschlossen wurde (Gesamtinvestitionsvolumen: 5,0 Mio. €), gehen die vorbereitenden Maßnahmen des Bebauungsplans 29c mit einem Investitionsbedarf von insgesamt etwa 1,0 Mio. € einher und sind damit vergleichsweise gering.

Auf Ebene des Jahresüberschusses, als maßgebliche Größenordnung für die Dividendenzahlungen, sollte die AGROB daher überproportional von der positiven Umsatzentwicklung profitieren. Bereits für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem neuen Rekordwert in Höhe von 1,90 Mio. € und im kommenden Geschäftsjahr sollte mit 2,25 Mio. € erstmalig die 2,0 Mio. €-Marke überschritten werden. Dementsprechend erwarten wir eine sukzessive Erhöhung der Dividende je Stammaktie (Vorzugsaktie) für das Geschäftsjahr 2016 auf 0,20 € (0,25 €) bzw. für das Geschäftsjahr 2017 auf 0,22 € (0,27 €) je Aktie.

Bewertung

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir aufgrund der Schaffung neuer Vermietungsflächen und Projekte eine Erhöhung der Mieterlöse im Jahr 2016 und 2017 und anschließend eine Steigerung beim Umsatz von 0,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 71,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der Befreiung der Gewerbesteuerpflicht mit 17,1 % 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (bisher: 1,50 %).**

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 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,4 % (bisher: 5,9 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50,0 % (bisher: 40,0 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,3 % (bisher: 4,3 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 17,30 € (bisher: 16,15 €) Die Kurszielanhebung erfolgt primär vor dem Hintergrund eines Prolongationseffektes, da das neue Kursziel zum Ende des Geschäftsjahres 2017 (bisher: 2016) ermittelt wurde.

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	71,4%	ewige EBITA - Marge	46,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	17,1%
Working Capital zu Umsatz	11,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	11,24	11,32	11,40	11,46	11,51	11,57	11,63	11,69	
US Veränderung	2,3%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	
EBITDA	8,10	8,17	8,14	8,18	8,22	8,26	8,30	8,34	
EBITDA-Marge	72,1%	72,2%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%	
EBITA	4,60	4,82	4,91	5,03	5,14	5,24	5,33	5,41	
EBITA-Marge	40,9%	42,6%	43,1%	43,9%	44,6%	45,3%	45,8%	46,3%	46,3%
Steuern auf EBITA	-0,75	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,89	-0,91	-0,92	
zu EBITA	16,3%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
EBI (NOPLAT)	3,85	4,00	4,08	4,17	4,26	4,35	4,42	4,49	
Kapitalrendite	4,9%	5,1%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,1%	6,3%	6,5%
Working Capital (WC)	-1,75	1,15	1,25	1,26	1,27	1,27	1,28	1,29	
WC zu Umsatz	-15,6%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in WC	-0,19	-2,90	-0,10	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	80,11	76,76	75,04	73,39	71,80	70,79	69,82	68,88	
AFA auf OAV	-3,50	-3,35	-3,22	-3,15	-3,08	-3,02	-2,97	-2,93	
AFA zu OAV	4,4%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-2,78	0,00	-1,50	-1,50	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	78,36	77,91	76,29	74,65	73,07	72,06	71,09	70,17	
EBITDA	8,10	8,17	8,14	8,18	8,22	8,26	8,30	8,34	
Steuern auf EBITA	-0,75	-0,82	-0,84	-0,86	-0,88	-0,89	-0,91	-0,92	
Investitionen gesamt	-2,97	-2,90	-1,60	-1,51	-1,51	-2,01	-2,01	-2,01	
Investitionen in OAV	-2,78	0,00	-1,50	-1,50	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-0,19	-2,90	-0,10	-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	4,38	4,45	5,70	5,81	5,84	5,36	5,39	5,41	116,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	118,83	119,48
Barwert expliziter FCFs	32,13	29,06
Barwert des Continuing Value	86,71	90,43
Nettoschulden (Net debt)	53,63	52,07
Wert des Eigenkapitals	65,20	67,41
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	65,20	67,41
Ausstehende Aktien in Mio.	3,90	3,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,73	17,30

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	5,4%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	4,2%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	23,8%
WACC	4,3%

Kapitalrendite	WACC				
	3,7%	4,0%	4,3%	4,6%	4,9%
6,0%	20,78	17,70	15,18	13,09	11,32
6,2%	22,13	18,89	16,24	14,04	12,19
6,5%	23,48	20,08	17,30	15,00	13,06
6,7%	24,82	21,27	18,37	15,96	13,93
7,0%	26,17	22,46	19,43	16,92	14,80

NAV-Vergleich zur weiteren Information

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 31.10.2015 berechnet. Gemäß Bewertungsgutachten weisen die Liegenschaften der AGROB einen Verkehrswert von 126,06 Mio. € auf. Auf Basis der HGB-Bilanzierung des Immobilienbestandes zum 31.12.2015 ergeben sich damit stille Reserven in Höhe von 45,23 Mio. €. Werden die stillen Reserven zu der bestehenden Eigenkapitalposition in Höhe von 23,99 Mio. € addiert, ergibt sich für die AGROB Immobilien AG ein Net Asset Value (NAV) von 69,21 Mio. € oder 17,76 € je Aktie.

Unternehmen	Aktienkurs zum 27.06.16	NAV je Aktie	Kurspotenzial auf NAV in %
alstria office REIT-AG	11,88 €	10,74 €	-9,6%
Deutsche Euroshop AG	40,37 €	39,12 €	-3,1%
Deutsche Wohnen AG	29,79 €	23,39 €	-21,5%
Hamborner REIT-AG	9,48 €	9,22 €	-2,8%
KWG Kommunale Wohnen AG	10,55 €	10,81 €	2,5%
LEG Immobilien	82,06 €	60,11 €	-26,7%
DO Deutsche Office AG	4,70 €	3,93 €	-16,4%
TAG Immobilien AG	11,57 €	10,76 €	-7,0%
VIB Vermögen AG	19,30 €	16,02 €	-17,0%
Mittelwert			-11,3%
AGROB Immobilien AG (VZ)	14,10 €	17,76 €	26,6%
AGROB Immobilien AG (ST)	14,60 €	17,76 €	21,6%

Zum 27.6.2016 haben wir eine NAV-Peer-Group-Bewertung durchgeführt und die jeweiligen Differenzen zwischen dem Börsenwert der einzelnen Immobilienunternehmen zum Substanzwert betrachtet. Aufgrund der zuletzt sehr guten Kursperformance vieler Immobilienwerte ergibt sich daraus eine durchschnittliche Überbewertung von derzeit 11,3%.

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 in Höhe von 26,6 % (Vorzugsaktien) sowie in Höhe von 21,6 % (Stammaktien) und weist damit ein im Marktvergleich hohes Aufholpotenzial auf.

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,7,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc. M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Felix Gode CFA, 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