



## Researchstudie (Anno)



**„Substanzperle mit solidem Wachstum“**

**Kursziel: 15,50 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**AGROB Immobilien AG <sup>\*5</sup>**
**KAUFEN**
**Kursziel: 15,50**

aktueller Kurs / ST: 9,60

9.6.2011 / MCH

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN/ST: DE0005019004

ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900

WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR

Börsenkürzel/VZ: AGR3

 Aktienanzahl<sup>3</sup>/ST: 2,314

 Aktienanzahl<sup>3</sup>/VZ: 1,582

 Marketcap<sup>3</sup>: 37,40

 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 109,06

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 25,0 %

Freefloat/VZ: 79,9 %

Transparenzlevel:

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

**Analysten:**

Cosmin Filker

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

Felix Gode

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**Unternehmensprofil**

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1867

Firmensitz: Ismaning

Vorstand: Stephan Fuchs



Die 1867 als Ziegelfabrik gegründete AGROB AG ist nach dem Ausgliedern sämtlicher operativer Beteiligungsgesellschaften im Jahre 1992 in den Geschäftsfeldern Bestandsbewirtschaftung, Immobiliendienstleistungen und Projektentwicklung tätig. Mit dem Betrieb eines Medien- und Gewerbeparks im Münchener Vorort Ismaning liegt die strategische Ausrichtung auf der Bewirtschaftung und Entwicklung von Gewerbeimmobilien, mit dem Schwerpunkt auf Medienunternehmen. Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes. Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie zum Beispiel Antenne Bayern, sport1, ARRI Rental Deutschland, PLAZAMEDIA, Janus TV, Constantin Medien AG, HSE 24 und aus dem Printbereich die GONG Verlagsgruppe.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	11,17	11,20	11,28	11,39
EBITDA	8,12	8,26	8,49	8,57
EBIT	4,81	4,93	5,15	5,22
Jahresüberschuss	1,33	1,37	1,56	1,69

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	0,31	0,31	0,40	0,43
Dividende je ST Aktie	0,14	0,14	0,14	0,14
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,19	0,19	0,19

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	9,76	9,74	9,67	9,58
EV/EBITDA	13,43	13,20	12,85	12,73
EV/EBIT	22,67	22,12	21,18	20,89
KGV	28,12	27,30	23,98	22,13
KBV		1,98		

**Finanztermine:**
**Datum: Ereignis**

30.06.2011: Hauptversammlung

August 2011: Veröffentlichung HJ-Bericht

Mai 2012: Veröffentlichung GJ-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

7.12.2010: RG / 15,38 / KAUFEN

6.9.2010: RG / 14,86 / KAUFEN

14.6.2010: RS / 14,86 / KAUFEN

26.1.2010: RS / 14,75 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Kundenkreis.....	1

## Markt und Marktumfeld

Büroimmobilienmarkt Deutschland.....	2
Büroimmobilienmarkt München.....	2

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Kosten-/Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
Geschäftsentwicklung Q1 2011.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	11
Modellannahmen.....	11
Bestimmung der Kapitalkosten.....	11
Bewertungsergebnis.....	11
NAV-Bewertung.....	13
Fazit .....	14

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

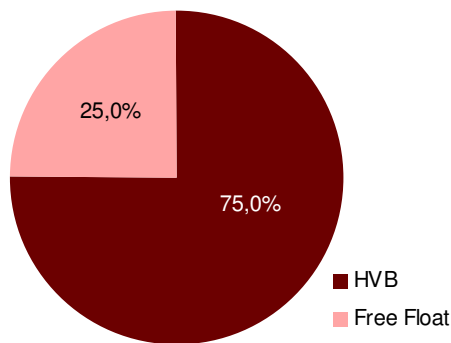
## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

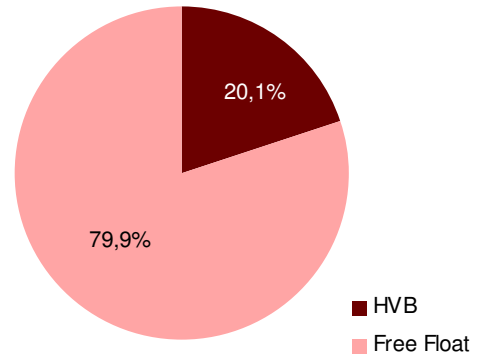
Anteilseigner (Stammaktien)	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbh & Co. KG	75,0 %
Streubesitz	25,0 %

Anteilseigner (Vorzugsaktien)	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbh & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	79,9 %

**Aktionärsstruktur Stammaktien**



**Aktionärsstruktur Vorzugsaktien**



Quelle: AGROB Immobilien AG

### Kundenkreis

Der AGROB Medien- und Gewerbepark verfügt aufgrund seines Schwerpunktes auf Mieter aus dem Bereich der Medienwirtschaft über einige stark spezialisierte Vermögensgegenstände. Dazu gehören zum Beispiel moderne Antennen- und Fernmeldeanlagen, Produktionsstudios, Sendeeinrichtungen sowie eine vollständige Glasfaserverkabelung des Geländes.

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie:



## Markt und Marktumfeld

### Büroimmobilienmarkt Deutschland

Infolge der überdurchschnittlich guten Konjunktorentwicklung und der zunehmenden Attraktivität des Investitionsstandortes Deutschland waren die Immobilienmärkte in Deutschland von deutlichen Erholungstendenzen geprägt. Als Maßstab hierfür kann das Transaktionsvolumen deutscher Immobilien herangezogen werden, welches in 2010 mit 19,4 Mrd. € signifikant um knapp +85,0 % (2009: 10,6 Mrd. €) zulegen konnte. Gemäß Erkenntnissen von Colliers Deutschland belegte die Asset-Klasse „Büroimmobilien“ mit einem Anteil von 41 % (Transaktionsvolumen: 8,0 Mrd. €) am gesamten Transaktionsvolumen den Spitzenplatz. Die dominanten Akteure waren mit knapp zwei Drittel des Investitionsvolumens nach wie vor offene und geschlossene Immobilienfonds, Versicherungen und Privatinvestoren.

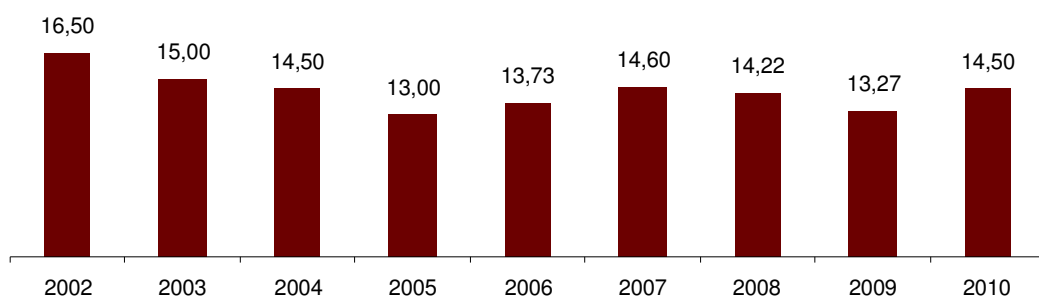
Insgesamt wurden in den wichtigsten Bürostandorten Deutschlands rund 3,1 Mio. qm Büroflächen umgesetzt, was damit gegenüber dem Vorjahr ein Wachstum um knapp +19 % bedeutet (Quelle: BNP Paribas Real Estate; Property Report). Dies ist ebenfalls als Folge des sehr dynamischen Aufschwungs und einer damit einhergehenden positiven Entwicklung des Arbeitsmarktes sowie einer nachhaltig guten Stimmung der Unternehmen zu verstehen.

### Büroimmobilienmarkt München

Der Münchener Bürovermietungsmarkt konnte im Zuge dessen insbesondere von einer positiven Entwicklung im 2. Halbjahr 2010 profitieren und erreichte mit einem Flächenumsatz von 586.800 qm einen um ca. +13 % höheren Wert als im Vorjahr (Quelle: Savills Research Germany). Aufgrund der gestiegenen Flächennachfrage blieb der Leerstand, welcher noch bis zur Mitte des Jahres 2010 eine steigende Tendenz aufwies, auf dem Niveau des Jahres 2009. Mit rund 1,7 Mio. qm Leerflächen wies die Leerstandsquote mit 7,9 % eine immer noch relativ hohe Größenordnung auf.

Diese Situation belastete insbesondere die Spitzenmieten, welche sich nun im zweiten Jahr in Folge reduzierten und zum Jahresende 2010 bei 29,00 €/qm und damit um mehr als 3,0 % unter dem Vorjahresniveau lagen. Demgegenüber steht jedoch ein Anstieg der flächengewichteten Durchschnittsmiete auf 14,50 €/qm (VJ: 13,27 €/qm). Aufgrund der starken Fokussierung der Nachfrage auf die Innenstadtlagen Münchens ergibt sich bei der Betrachtung der Durchschnittsmieten ein heterogenes Bild. So reicht die Spanne der im Jahr 2010 erreichten durchschnittlichen Mietniveaus von 20,70 €/qm (Zentrum) bis 11,10 €/qm (Stadtrand Süd).

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



Quelle: Savills Research Germany

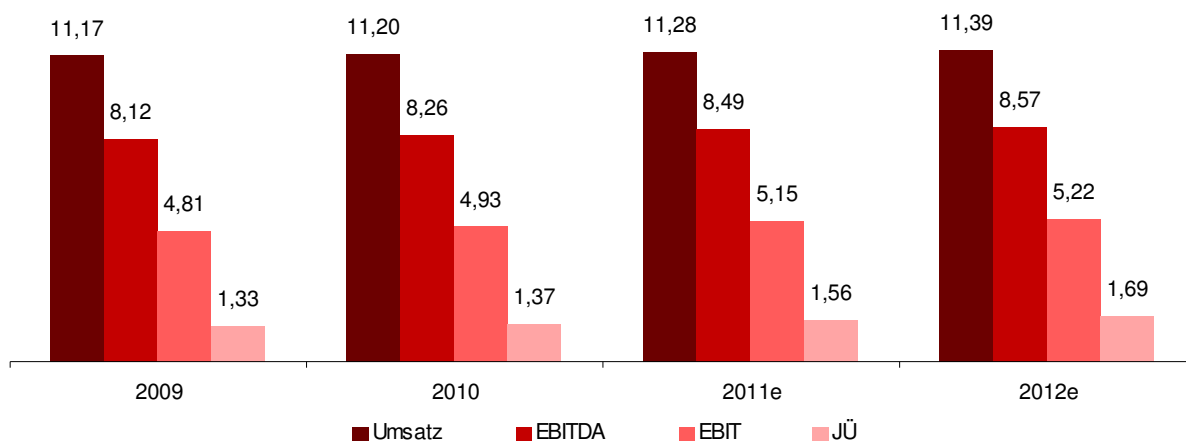
Die Perspektiven für den Münchener Büroimmobilienmarkt sind angesichts der dynamischen Nachfrageentwicklung im Q1/11 als gut zu werten. Innerhalb der ersten drei Monate 2011 konnte der Flächenumsatz gegenüber dem Vorjahr nochmals um 12 % gesteigert werden. In Verbindung mit rückläufigen Flächenfertigstellungszahlen und damit einer Reduktion des Leerstandes, ist von einer zumindest stabilen Entwicklung der Mietniveaus auszugehen. Eine weitere Anhebung der Nachfragebasis sollte, vor dem Hintergrund der guten regionalen Wirtschaftslage in München, den Münchener Büroimmobilienmarkt weiter stimulieren.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>11,172</b>	<b>0,3%</b>	<b>11,203</b>	<b>+0,7%</b>	<b>11,280</b>	<b>+1,0%</b>	<b>11,393</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,363	-42,7%	0,208	+0,7%	0,210	+9,7%	0,230
Personalaufwand	-1,033	-26,3%	-0,761	+0,7%	-0,767	+10,9%	-0,850
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,304	+0,8%	-3,330	+0,3%	-3,340	+0,3%	-3,350
Sonstige betriebliche Erträge	-2,237	-7,4%	-2,071	+0,3%	-2,078	-1,8%	-2,040
Finanzergebnis	-3,447	+3,3%	-3,560	-2,0%	-3,490	-2,0%	-3,420
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit</b>	<b>1,517</b>	<b>+11,3%</b>	<b>1,689</b>	<b>+7,4%</b>	<b>1,815</b>	<b>+8,2%</b>	<b>1,963</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,000		-0,121	k.A.	0,000		0,000
Steuern	-0,036	+24,0%	-0,045	+122,8%	-0,100	+10,0%	-0,110
Sonstige Steuern	-0,150	+3,4%	-0,156	+0,7%	-0,157	+2,2%	-0,160
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,331</b>	<b>+2,8%</b>	<b>1,368</b>	<b>+13,9%</b>	<b>1,558</b>	<b>+8,6%</b>	<b>1,693</b>
EBITDA	8,115		8,259		8,488		8,573
in % vom Umsatz	72,6 %		73,7 %		75,3 %		75,3 %
EBIT	4,812		4,929		5,148		5,223
in % vom Umsatz	43,1 %		44,0 %		45,6 %		45,8 %
Aktienanzahl (Stammaktien) in Mio. Stück	2,314		2,314		2,314		2,314
Aktienanzahl (Vorzugsaktien) in Mio. Stück	1,582		1,582		1,582		1,582
Ergebnis je Aktie in €	0,31		0,31		0,40		0,43
Dividende je Stammaktie in €	0,14		0,14		0,14		0,14
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,19		0,19		0,19		0,19

### Zahlen im Überblick (in Mio. €)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

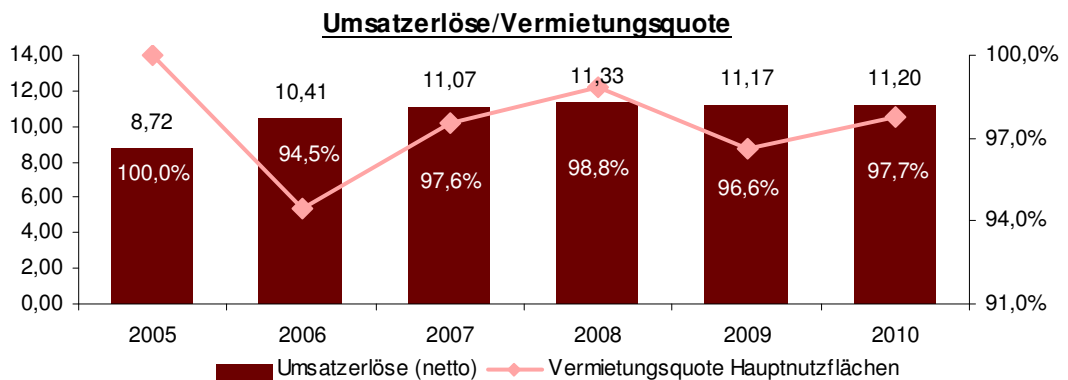
## Geschäftsentwicklung 2010 - Operative Werte klettern auf neue Rekordhöhen

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	11,17	+0,3 %	11,20
EBITDA (EBITDA-Marge)	8,12 (72,6 %)	+3,8 %	8,26 (73,7 %)
EBIT (EBIT-Marge)	4,81 (43,1 %)	+5,8 %	4,93 (44,0 %)
Jahresüberschuss	1,26	+8,2 %	1,37
EPS in €	0,31	+8,2 %	0,31

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

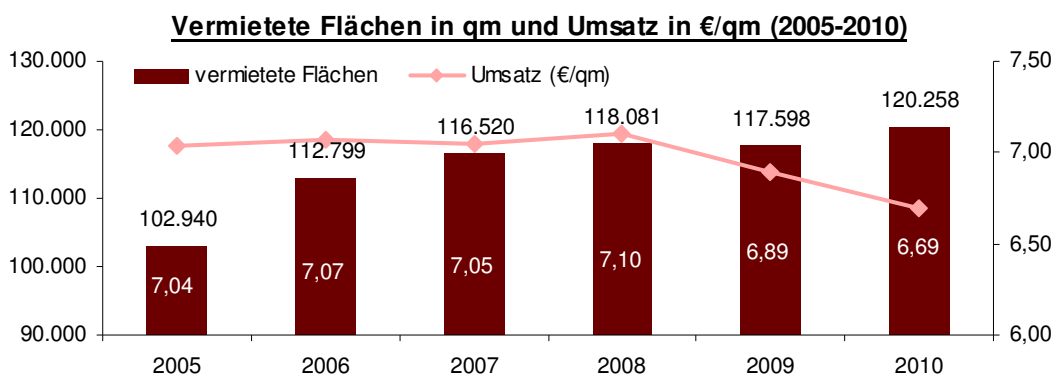
### Umsatzentwicklung - Umsatzanstieg durch Leerstandsabbau

Mit Vorlage der Geschäftsjahreszahlen 2010 hat die AGROB die Stabilität ihres Geschäftsmodells erneut unter Beweis gestellt. Insgesamt steigerten sich dabei die Nettoumsätze, welche die Mieten, Pachten und Mietnebenerlöse beinhalten, um +0,3 % auf 11,20 Mio. € (VJ: 11,17 Mio. €). Die Gesellschaft profitierte dabei von der hauptsächlich im zweiten Halbjahr erfolgten Nachvermietung vakanter Flächen. Es konnten Hauptnutzflächen von 6.346 qm nachvermietet werden, nachdem zuvor 5.186 qm fristgerecht und vertragskonform zurückgegeben wurden. Analog dazu erhöhte sich die Vermietungsquote der Hauptnutzflächen von 96,6 % (GJ 09) auf 97,7 % (GJ 10). Die ohnehin guten Auslastungsniveaus der AGROB-Immobilien konnten damit in der abgelaufenen Berichtsperiode nochmals leicht gesteigert werden.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unter Einbezug der Tiefgaragenflächen und sonstigen Flächen verfügte die AGROB zum 31.12.2010 über Nutzflächen von 129.599 qm (VJ: 127.886 qm). Auf Basis der vermieteten Flächen von 120.258 qm liegt die Vermietungsquote bei 92,8 % (VJ: 92,0 %). Dem Anstieg der vermieteten Nutzflächen stand dabei eine marktbedingte Minderung der durchschnittlichen monatlichen Mieterlöse von 6,89 €/qm (GJ 09) auf 6,69 €/qm (GJ 10) entgegen. Dieser Rückgang, welcher insbesondere auf die Neuvermietungen zurückzuführen ist, ist als Zugeständnis der AGROB an die derzeitigen Marktgegebenheiten zu verstehen.



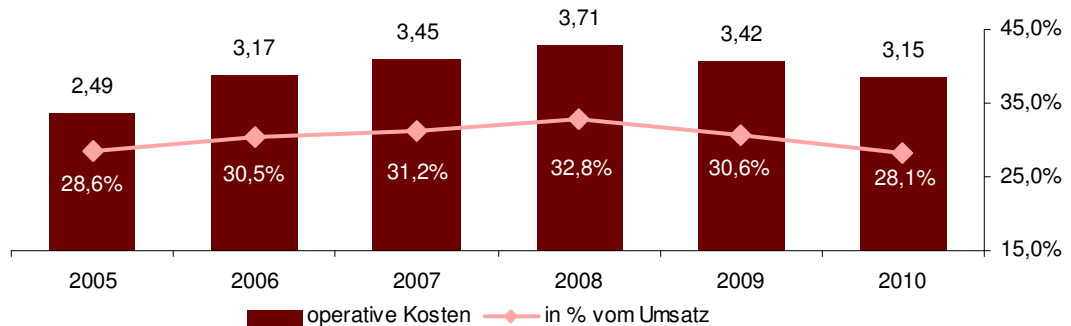
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Ein wichtiges Asset, welches der Gesellschaft eine gute Planungsgrundlage liefert, ist die Restlaufzeit der Mietverträge. In etwa rund 40,0 % (VJ: 38,5 %) der Mietverträge weisen dabei eine Restlaufzeit auf, welche über drei Jahre hinausgeht. Innerhalb eines Jahres stehen dabei 27,0 % (VJ: 26,1 %) der Mietverträge zur Disposition. Da die ersten Ausläufe erst für Dezember 2011 terminiert sind, verfügt die AGROB über einen ausreichenden zeitlichen Spielraum, um diese frühzeitig zu verlängern. Unseres Erachtens spielt hierbei die spezielle infrastrukturelle Ausstattung des AGROB Medienparks eine wichtige Rolle, die den Mietunternehmen, welche vornehmlich dem Medienbereich zugeordnet werden können, optimale Voraussetzungen bietet. Es lässt sich infolge dessen eine hohe Mieterbindung feststellen.

### Kosten- und Ergebnisentwicklung - steigende Ergebnisse durch Kostenreduktion

Die hohe Kostendisziplin der AGROB wird besonders gut an der Entwicklung der operativen Kosten sichtbar. Zum zweiten Jahr in Folge reduzierten sich diese auf den aktuellen Wert von 3,15 Mio. € (VJ: 3,42 Mio. €). Die entsprechende auf den Umsatz bezogene Kostenquote minderte sich ebenfalls deutlich von 30,6 % (GJ 09) auf 28,1 % (GJ 10) und weist damit im mehrjährigen Vergleich einen neuen Tiefstwert auf.

#### Entwicklung der operativen Kosten (in Mio. €)

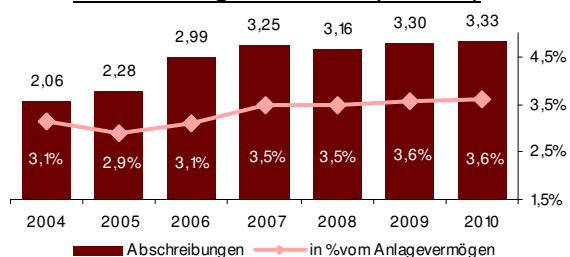


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

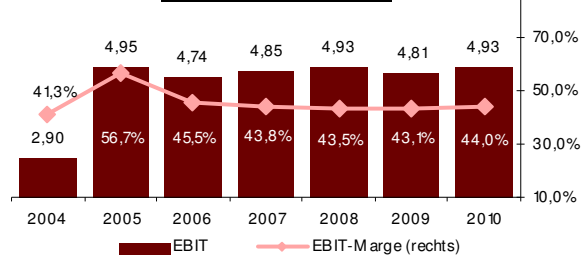
Diese Reduktion resultiert dabei hauptsächlich aus dem Rückgang der Personalaufwendungen, welche durch die erfolgswirksame Auflösung von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter geprägt waren. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg ist dabei der positive Auflösungsbetrag der Pensionsrückstellungen stetig gestiegen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr lag der Auflösungsbetrag bei insgesamt -0,47 Mio. € (VJ: -0,26 Mio. €).

Unter Hinzurechnung einer auf das Anlagevermögen bezogenen unveränderten Abschreibungsquote von 3,6 % (VJ: 3,6 %) erhöhten sich die Abschreibungen analog zum leichten Anstieg des Anlagevermögens auf 3,33 Mio. € (VJ: 3,30 Mio. €). Demnach bewirkte der Rückgang der operativen Kosten einen deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses (EBIT), welches mit 4,93 Mio. € (EBIT-Marge: 44,0 %) auf neue Rekordhöhen geklettert ist. Das Vorjahres-EBIT von 4,81 Mio. € (EBIT-Marge: 43,1 %) konnte damit um 2,4 % übertroffen werden.

#### Abschreibungen 2004-2010 (in Mio. €)



#### EBIT- und EBIT-Marge



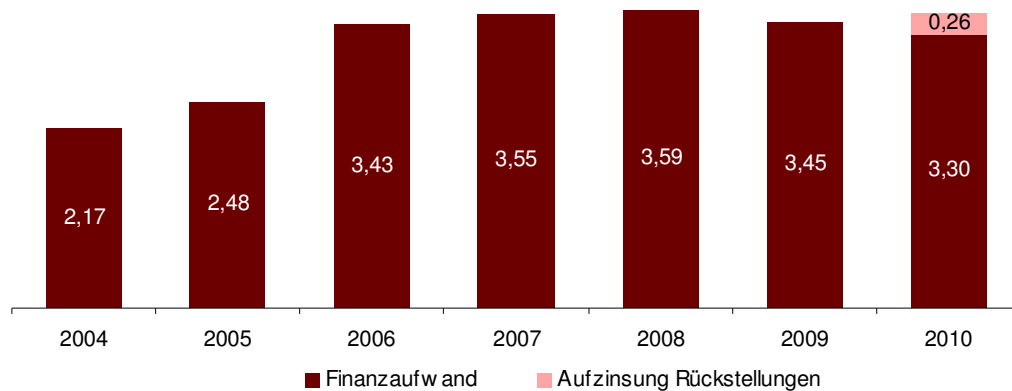
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die Finanzaufwendungen sind aufgrund der kapitalintensiven Geschäftstätigkeit der AGROB die zentrale Aufwandsposition und damit gleichzeitig eines der wichtigsten Erfolgsgrößen. Die Finanzaufwendungen der AGROB unterlagen dabei im abgelaufenen Ge-



schäftsjahr 2010 verschiedenen Faktoren. Da die Gesellschaft auch im letzten Geschäftsjahr keine nennenswerten investiven Maßnahmen ergriffen hatte, konnten die Bankverbindlichkeiten weiter zurückgeführt werden. Aufgrund von Tilgungsleistungen minderten sich diese von 69,51 Mio. € (31.12.09) auf 67,32 Mio. € (31.12.10). Parallel hierzu profitierte die Gesellschaft von den weiterhin günstigen Zinsniveaus, welche nochmals auf durchschnittlich 4,8 % (VJ: 5,0 %) reduziert werden konnten. Analog zu diesen beiden Effekten reduzierte sich der Zinsaufwand auf 3,30 Mio. € (VJ: 3,45 Mio. €). Gemäß den Vorschriften des BilMoG, welche von der AGROB im Geschäftsjahr 2010 erstmalig angewendet wurden, wurde jedoch das Zinsergebnis durch die erforderliche Aufzinsung der Pensionsrückstellungen und sonstigen Rückstellungen in Höhe von 0,26 Mio. € belastet. Unter Berücksichtigung dieses Effektes erhöhten sich demnach die Finanzaufwendungen von 3,45 Mio. € (GJ 09) auf 3,56 Mio. € (GJ 10). Ohne diesen Sondereffekt hätte die Gesellschaft den bereits seit Jahren zu beobachtenden Trend rückläufiger Finanzaufwendungen fortsetzen können:

**Entwicklung der Finanzaufwendungen (2004-2009)**



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unterm Strich lag der Jahresüberschuss bei 1,37 Mio. € und damit um 2,8 % oberhalb des Vorjahresniveaus von 1,33 Mio. €. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die AGROB sowohl von erhöhten Umsatzniveaus als auch einer reduzierten Kostenbasis profitieren konnte. Der leichte, auf buchhalterische Vorgaben zurückzuführende, Anstieg der Finanzaufwendungen konnte damit gut kompensiert werden.

Aller Voraussicht nach wird die Gesellschaft auch dieses Jahr die Aktionäre am Unternehmenserfolg beteiligen. Für die Stammaktionäre wird ein Dividendenbetrag von 0,14 € und für die Vorzugsaktionäre von 0,19 € je Aktie vorgeschlagen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - leichter Verbesserung des Bilanzbildes

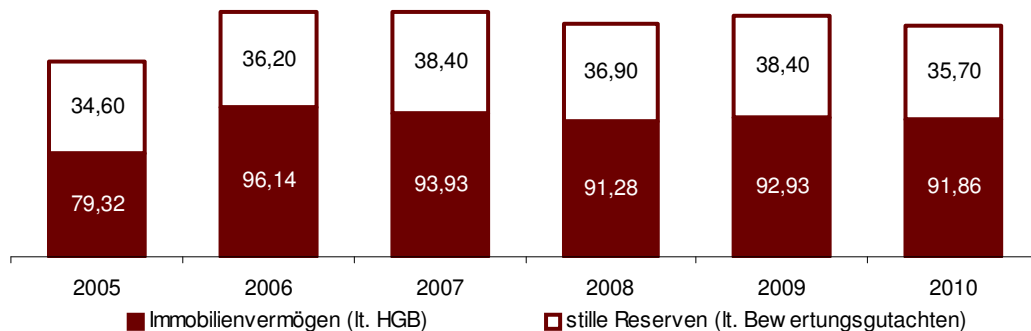
in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital / EK-Quote	18,27 (18,9 %)	18,97 (20,2 %)	19,72 (21,4 %)
Eigenkapital (Verkehrswert) / EK-Quote	55,17 (41,3 %)	57,37 (43,4 %)	55,42 (43,4 %)
Bankverbindlichkeiten	72,02	69,51	67,32
Immobilienvermögen	91,28	92,93	91,86
Immobilienvermögen (Verkehrswert)	128,18	131,33	127,60
LTV	78,9 %	74,8 %	73,3 %
LTV (Verkehrswert)	43,6 %	41,0 %	41,2 %

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Über die letzten Geschäftsjahre hinweg konnte die AGROB das bilanzielle Bild stetig verbessern. Nach wie vor ist hierbei die Passivseite der Bilanz von den Finanzverbindlichkeiten dominiert, diese konnten jedoch aufgrund der Tatsache, dass in den letzten Jahren keine nennenswerten investiven Maßnahmen ergriffen wurden, sukzessive zurückgeführt werden. Gegenüber dem Vorjahr reduzierten sich die Bankverbindlichkeiten aufgrund weiterer Tilgungsleistungen von 69,51 Mio. € (31.12.09) auf 67,32 Mio. € (31.12.10).

Analog hierzu weist die AGROB eine relativ stabile Entwicklung des nach HGB-Ansatzes bilanzierten Immobilienvermögens auf. Die wichtigste Determinante der letzten Geschäftsjahre waren dabei die planmäßigen Abschreibungen, welche eine sukzessive Reduktion der Immobilienwerte zur Folge hatte. Es ist erwähnenswert, dass der bilanzielle Immobilienausweis der AGROB unter den konservativen Gesichtspunkten des HGB vorgenommen wurde. Die zum 31.10.10 vorgenommene gutachterliche Ermittlung der Immobilienverkehrswerte erbrachte als Ergebnis Verkehrswerte in Höhe von 127,60 Mio. € (31.12.09: 131,33 Mio. €). Damit verfügt die Gesellschaft über nicht bilanzierte stille Reserven von 35,70 Mio. € (31.12.09: 38,40 Mio. €).

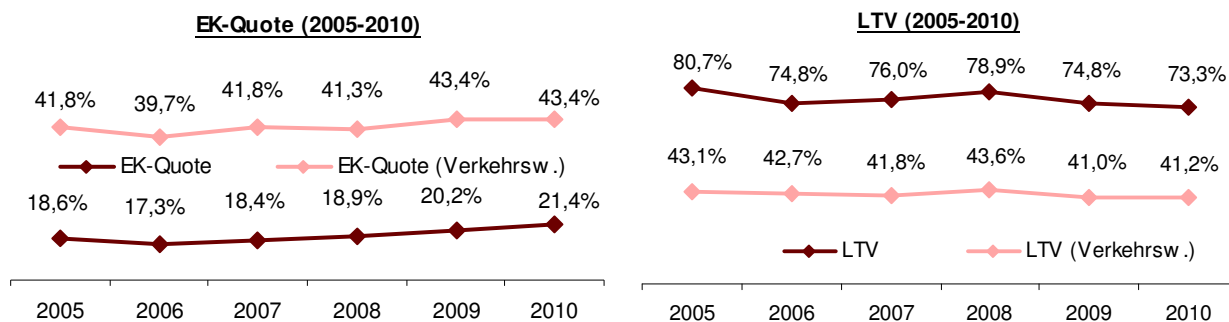
### Entwicklung des Immobilienbestandes (2005-2010)



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Nach der HGB-Betrachtung reduzierte sich somit der LTV (Loan-to-Value) von 74,8 % (31.12.09) auf 73,3 % (31.12.10). Unter Einbezug des gutachterlich ermittelten Verkehrswertes läge der LTV mit 41,2 % auf einem für Immobiliengesellschaften sehr guten Niveau.

Gleiches gilt für das Eigenkapital, welches aufgrund der positiven Jahresergebnisse in den letzten Jahren sukzessive gesteigert werden konnte. Zum Bilanzstichtag 31.12.10 verfügte die AGROB über ein Eigenkapital von 19,72 Mio. € (EK-Quote: 21,4 %) und konnte damit den Vorjahreswert von 18,97 Mio. € (EK-Quote: 20,2 %) leicht übertreffen. Würde die AGROB eine Bilanzierung nach IFRS, welche mit der Mehrzahl der börsennotierten Immobilienunternehmen vergleichbar wäre, vornehmen, so müsste die Gesellschaft die stillen Reserven im Eigenkapital berücksichtigen. Unter dieser Maßgabe läge die Eigenkapitalquote zum 31.12.10 bei 43,4 % (31.12.09: 43,4 %) und damit auf einem für Immobilienunternehmen vergleichsweise hohen Niveau.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Entwicklung des Cashflows

Die Cashflow-Entwicklung reiht sich in die gute operative Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2010 ein. Auf Basis des um die Abschreibungen bereinigten Jahresüberschusses lag dabei der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit bei 4,19 Mio. € (VJ: 3,93 Mio. €). Da die AGROB in 2010 keine nennenswerten investiven Maßnahmen ergriffen hatte, lag der Freie Cashflow bei 2,78 Mio. € (VJ: 2,65 Mio. €).

### Geschäftsentwicklung Q1 2011 - Weitere Verbesserung der sichtbar

in Mio. €	Q1 2010	Δ 2010/2011	Q1 2011
EBITDA	1,96	+3,2 %	2,02
EBIT	1,13	+5,6 %	1,20
Periodenüberschuss	0,28	+40,6 %	0,40
EPS in €	0,07	+40,6 %	0,12

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 profitierte die AGROB von der hohen Vermietungsquote der Hauptnutzflächen, welche sich analog zum Stichtag 31.12.2010 auf etwa 98 % belief (Q1/10: ca. 95 %). Infolge der damit zusammenhängend gesteigerten Mieterlöse der Gesellschaft (+3,3 %), welche von einer stabilen Kostenentwicklung begleitet waren, erhöhte sich das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) um 3,2 % auf 2,02 Mio. € (Q1/10: 1,96 Mio. €). Die AGROB profitierte hier zugleich von einer rückläufigen Entwicklung der Pensionsaufwendungen.

Gegenüber dem Vorjahr konnte der Periodenüberschuss signifikant um +40,6 % auf 0,40 Mio. € (Q1/10: 0,28 Mio. €) gesteigert werden. Dies ist darüber hinaus als Folge der rückläufigen Finanzaufwendungen, welche sich vor allem vor dem Hintergrund der erhöhten Tilgungsleistungen reduzierten, zu verstehen. Unseres Erachtens ist eine weitere geplante Reduktion der Zinsbelastungen eine wichtige Komponente des künftigen Unternehmenserfolges.

## Prognose und Modellannahmen

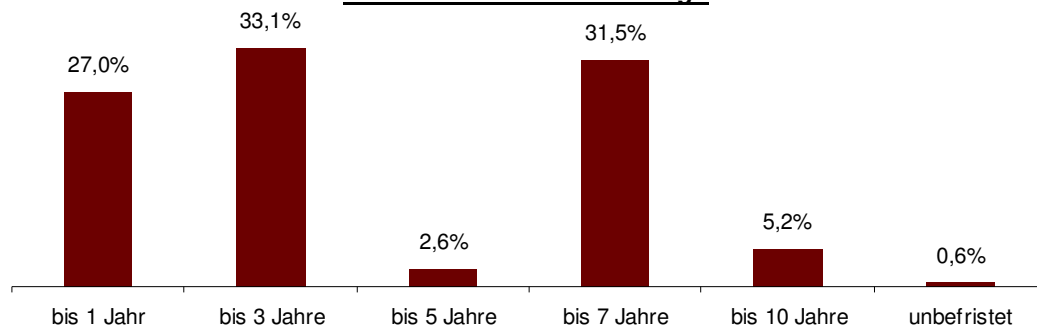
in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	11,20	11,28	11,39
EBITDA (Marge)	8,26 (73,7 %)	8,49 (75,2 %)	8,57 (75,2 %)
EBIT (Marge)	4,93 (44,0 %)	5,15 (45,6 %)	5,22 (45,8 %)
Jahresüberschuss	1,37	1,56	1,69
EPS	0,31	0,40	0,43

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

### Umsatzprognosen - Steigende Umsätze bei weiterhin geringem Leerstand erwartet

Die AGROB hat insbesondere im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 sowie auch in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 gute Vermieterfolge erzielen können und konnte somit die auf die Hauptnutzflächen bezogene Mietauslastung auf einen guten Wert von etwa 98 % anheben. Diese Kenngröße ist dabei gleichzeitig der wesentliche Faktor unserer Umsatzprognosen für die kommenden Geschäftsjahre. Es ist in diesem Zusammenhang besonders herauszustellen, dass für das Geschäftsjahr 2011 keine unterjährigen Mietverträge zur Verlängerung anstehen, da die ersten Prolongationen für den Dezember 2011 terminiert sind. Laut Unternehmensaussagen besteht aus heutiger Sicht eine hohe Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Verlängerung der zum Auslauf anstehenden Mietverträge. Nachfolgendes Schaubild fasst die Restlaufzeit der Mietverträge (Stand: 31.12.2010) zusammen. Diese liefern insofern eine gute Planungsgrundlage, da in etwa rund 40,0 % der Mietverträge eine Restlaufzeit aufweisen, welche über 3 Jahre hinausgeht.

#### Restlaufzeit der Mietverträge



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Da für unsere Prognosen weitere bauliche Maßnahmen keine Rolle spielen, haben wir diese auf Basis des aktuellen Immobilienbestandes ausformuliert. Analog zu den Unternehmensplanungen, welche Mieterlöse in einer Bandbreite zwischen 11,2 Mio. € und 11,3 Mio. € erwarten, prognostizieren wir für 2011 Mieterlöse in Höhe von 11,28 Mio. €. Der gegenüber dem Vorjahr resultierende Umsatzanstieg von +0,7 % basiert dabei in erster Linie auf einer ganzjährigen Auswirkung der aktuell hohen Vermietungsquote. Für das Geschäftsjahr 2012 erwarten wir ein weiteres Umsatzwachstum in Höhe von 1,0 % auf dann 11,39 Mio. €. Dem liegt die Erwartung einer erfolgreichen Nachvermietung der im Dezember auslaufenden Mietverträge zugrunde, als auch ein Anstieg der auf die gesamten Nutzflächen bezogenen Vermietungsquote, welche zum 31.12.2010 bei 92,8 % lag.

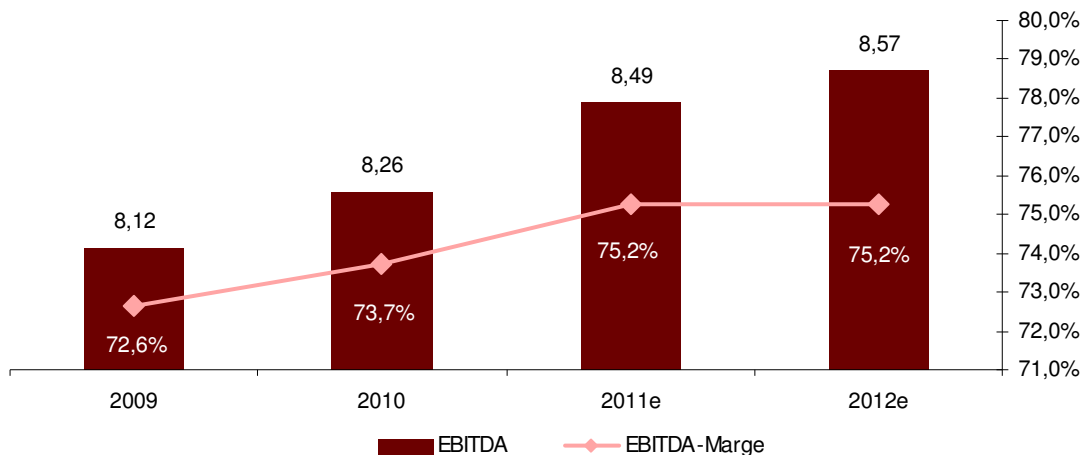
### Ergebnisprognosen - Finanzaufwendungen sind ein wichtiger Ergebnistreiber

Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen eine Fortsetzung der bisher aufgezeigten hohen Kostendisziplin der Gesellschaft, welche insbesondere über die letzten beiden Geschäftsjahre zu einer Reduktion der operativen Kostenquote geführt hatte. Darüber hinaus sind die im Jahre 2006 rückübertragenen Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter ebenfalls zu berücksichtigen. Die AGROB beziffert die hieraus entstehende Maximalbelastung für das laufende Geschäftsjahr 2011 auf 0,40 Mio. €. Diese Größenord-

nung, welche einerseits die laufenden Rentenzahlungen und andererseits den Verbrauch der Rückstellungen berücksichtigt, dürfte in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive abnehmen und damit die Ergebnissituation entlasten. Aufgrund von im Zusammenhang mit dem Bilanzmodernisierungsgesetz (BilMoG) stehenden Effekten, wurde bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Entlastung der operativen Ergebnissituation sichtbar. Gemäß neuer Regelung wurde die erforderliche Aufzinsung der Pensionsrückstellungen erstmalig als Zinsaufwand berücksichtigt, was die Personalkosten entlastete.

Unter Berücksichtigung dieses Effektes erachten wir für das laufende Geschäftsjahr 2011 ein EBITDA in Höhe von 8,49 Mio. € (EBITDA-Marge: 75,2 %) als eine realistische Größenordnung. Analog zur erwarteten Umsatzsteigerung für 2012 dürfte das EBITDA im kommenden Geschäftsjahr bei einer erhöhten EBITDA-Marge auf 8,57 Mio. € (EBITDA-Marge: 75,2 %) ansteigen.

#### Ergebnisentwicklung (2009-2012e)



Quelle: GBC AG

Aufgrund der Tatsache, dass sich die AGROB in den kommenden Geschäftsjahren vordergründig auf die Instandhaltung der Immobilien fokussiert und daher nennenswerte investive Maßnahmen ausbleiben sollten, dürfte sich die Verschuldungssituation der Gesellschaft weiter entspannen. Sowohl die zunehmenden Tilgungsleistungen, als auch die verbesserten Finanzierungskonditionen (Kreditzins: 4,68 %), sollten eine Reduktion der Zinsaufwendungen zur Folge haben. Dies haben wir in unseren Planungen berücksichtigt und daher erwarten wir einen überproportionalen Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 1,56 Mio. € (GJ 2011e) sowie 1,69 Mio. € (GJ 2012e). Die erwartete sukzessive Reduktion der Zinsaufwendungen ist unseres Erachtens für die kommenden Geschäftsjahre der wesentliche Treiber einer überproportionalen Entwicklung des Nachsteuerergebnisses.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 75,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 6,0 % 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 2,5 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der AGROB Immobilien AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 3,25 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,8571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,96 % (bisher: 7,71 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,96 % (bisher: 5,05 %). Die Reduktion des WACC berücksichtigt zugleich die erwartete Minderung der durchschnittlichen Fremdkapitalkosten auf 4,68 % (bisher: 4,95 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,96 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 15,50 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 15,38 € leicht nach oben hin angepasst. Diese Anpassung berücksichtigt dabei in erster Linie eine Anhebung der Ergebnismargen, welche wir infolge einer verminderten Auswirkung der Pensionsbelastungen im Personalbereich vorgenommen haben.

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

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	75,3%	ewige EBITA - Marge	52,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-7,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	11,28	11,39	11,62	11,85	12,09	12,33	12,58	12,83	
US Veränderung	0,7%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	
EBITDA	8,49	8,57	8,74	8,92	9,10	9,28	9,47	9,65	
EBITDA-Marge	75,3%	75,2%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	75,3%	
EBITA	5,15	5,22	5,87	6,08	6,24	6,36	6,49	6,62	
EBITA-Marge	45,6%	45,8%	50,5%	51,3%	51,6%	51,6%	51,6%	51,6%	52,0%
Steuern auf EBITA	-0,31	-0,32	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,39	-0,40	
zu EBITA	6,0%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,84	4,90	5,51	5,72	5,86	5,98	6,10	6,22	
Kapitalrendite	5,3%	5,5%	6,3%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,1%
Working Capital (WC)	-0,87	-0,85	-0,87	-0,89	-0,91	-0,92	-0,94	-0,96	
WC zu Umsatz	-7,7%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	
Investitionen in WC	0,39	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	89,90	88,00	86,80	87,46	89,21	90,99	92,81	94,67	
AFA auf OAV	-3,34	-3,35	-2,88	-2,84	-2,86	-2,92	-2,98	-3,03	
AFA zu OAV	3,7%	3,8%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
Investitionen in OAV	-1,38	-1,45	-1,68	-3,50	-4,61	-4,70	-4,80	-4,89	
Investiertes Kapital	89,03	87,15	85,93	86,57	88,30	90,07	91,87	93,70	
EBITDA	8,49	8,57	8,74	8,92	9,10	9,28	9,47	9,65	
Steuern auf EBITA	-0,31	-0,32	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,39	-0,40	
Investitionen gesamt	-0,99	-1,47	-1,66	-3,48	-4,59	-4,68	-4,78	-4,87	
Investitionen in OAV	-1,38	-1,45	-1,68	-3,50	-4,61	-4,70	-4,80	-4,89	
Investitionen in WC	0,39	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,18	6,78	6,74	5,08	4,13	4,21	4,30	4,39	138,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	129,00	128,61
Barwert expliziter FCFs	30,02	24,73
Barwert des Continuing Value	98,97	103,88
Nettoschulden (Net debt)	68,59	65,85
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	60,41	62,76
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	60,41	62,76
Ausstehende Aktien in Tsd.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,50	16,11

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,7%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,8%
WACC	5,0%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC						
Kapitalrendite	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	
5,1%	10,44	9,44	8,53	7,70	6,92	
5,6%	14,28	13,10	12,02	11,02	10,10	
6,1%	18,12	16,76	15,50	14,35	13,28	
6,6%	21,97	20,41	18,99	17,67	16,46	
7,1%	25,81	24,07	22,47	21,00	19,64	

## NAV-Bewertung - AGROB weist höheren Abschlag als Vergleichsunternehmen auf

Der **Net Asset Value** oder Substanzwert spiegelt das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wider. Er bestimmt sich aus den Marktwerten der Vermögenswerte einer Gesellschaft abzüglich des Fremdkapitals zu Marktwerten. Die Vermögenswerte bei Immobiliengesellschaften bestehen im Wesentlichen aus Grundstücken und Gebäuden.

Für die AGROB wurde der Net Asset Value (NAV) unter Zuhilfenahme des gutachterlich ermittelten Verkehrswerts und der damit entstehenden stillen Reserven des Immobilienportfolios ermittelt. Legt man die damit ermittelten stillen Reserven zum 31.12.2010 in Höhe von 35,70 Mio. € zugrunde, so ergibt sich für die AGROB ein Net Asset Value in Höhe von 55,42 Mio. €. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 14,23 €.

In der folgenden Tabelle haben wir im Rahmen der NAV Peer-Group-Bewertung die unternehmensspezifischen Abschläge der Marktbewertungen zum jeweiligen bilanziellen NAV ermittelt. Die hierfür ausgewählten Unternehmen sind Immobilienbestandhalter, also Gesellschaften, die eine zur AGROB vergleichbare Strategie, wenn auch in anderen Bereichen, verfolgen.

Unternehmen	Kurs in € zum 09.06.11	NAV je Aktie in €	Kurspotenzial auf NAV in %
IVG Immobilien AG	5,25 €	8,95 €	+70,4%
Deutsche Euroshop AG	28,49 €	24,60 €	-13,6%
Alstria Office REIT-AG	10,40 €	11,29 €	+8,6%
VIB Vermögen	8,53 €	12,36 €	+44,9%
KWG Kommunale Wohnen	4,99 €	6,63 €	+32,9%
Hamborner REIT-AG	7,03 €	8,80 €	+25,2%
Deutsche Wohnen AG	10,92 €	10,63 €	-2,7%
TAG Immobilien AG	7,16 €	6,05 €	-15,5%
<b>Mittelwert</b>			<b>+18,8%</b>
<b>AGROB Immobilien AG</b>	<b>9,60 €</b>	<b>14,23 €</b>	<b>+48,2%</b>

Quelle: GBC AG

Auf Basis des Kurses vom 07.06.2011 ergibt sich bei AGROB ein Kurspotenzial auf die NAV-Marktbewertung in Höhe von +48,2 %. Die hier als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen bei den Abschlägen einen Mittelwert in Höhe von +18,8 % auf. Im Vergleich hierzu weist somit die AGROB auf Basis des NAV ein attraktives Potenzial auf.



## Fazit

### Substanzperle mit solidem Wachstum

Die AGROB Immobilien AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr mit der Vermietung von Medien- und Gewerbeimmobilien eine solide Geschäftsentwicklung vorweisen. Dabei ist es der Gesellschaft insbesondere im zweiten Halbjahr 2010 gelungen, vakante Flächen erfolgreich nachzuvermieten und damit die Vermietungsquote der Hauptnutzflächen auf einen sehr guten Wert von 97,7 % (VJ: 96,6 %) anzuheben. Die ohnehin guten Auslastungsniveaus der AGROB-Immobilien konnten damit in der abgelaufenen Berichtsperiode nochmals leicht gesteigert werden.

Infolge dessen erhöhten sich die Umsatzniveaus um +0,3 % auf 11,20 Mio. € (VJ: 11,17 Mio. €). Aufgrund einer hohen Kostendisziplin der Gesellschaft, welche sich in einer erneuten Reduktion der operativen Kosten niederschlug, konnte eine überproportionale Steigerung der Ergebnisse erzielt werden. Demnach kletterte das EBIT auf neue Rekordhöhen von 4,93 Mio. € (EBIT-Marge: 44,0 %) und konnte das Vorjahres-EBIT von 4,81 Mio. € (EBIT-Marge: 43,1 %) um +2,4 % deutlich übertreffen. Ein wichtiger Bestandteil dieser Entwicklung ist zudem die Reduktion der Personalaufwendungen, welche aufgrund eines buchhalterischen Effektes deutlich geringere Pensionsbelastungen aufwiesen. Aufgrund der erstmaligen Anwendung des BilMoG wurde die erforderliche Aufzinsung der Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,26 Mio. € erstmalig im Finanzergebnis berücksichtigt. Demnach erhöhten sich die Zinsaufwendungen, trotz erhöhter Tilgungsleistungen, von 3,44 Mio. € (GJ 09) auf 3,56 Mio. € (GJ 10).

Das bilanzielle Bild der Gesellschaft ist unverändert als solide einzustufen. Beachtenswert ist hierbei die Tatsache, dass die AGROB nach HGB-Kriterien und damit konservativ bilanziert. Vermögenswerte, welche nach HGB bilanziert werden, sind nach dem Prinzip der Anschaffungs- und Herstellungskosten aktiviert und können damit zur Bildung stiller Reserven führen. Eine Bilanzierung nach IFRS hingegen, eine Methode die vom Großteil der börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften angewandt wird, erlaubt eine Aktivierung des Immobilienvermögens auf Grundlage ermittelter Verkehrswerte. Zwar verfügt die AGROB zum Bilanzstichtag 31.12.10 über ein Immobilienvermögen von 91,86 Mio. €, unter Hinzurechnung der gutachterlich ermittelten Verkehrswerte belaufen sich die stillen Reserven jedoch auf 35,70 Mio. €. Dementsprechend liegen die Marktwerte der AGROB-Immobilien bei 127,60 Mio. €. Legt man die Marktwerte der Immobilien zugrunde, so weist die AGROB eine solide Eigenkapitalquote von 43,4 % und eine vergleichsweise niedrige Objektverschuldung (LTV: Loan to Value) von 41,2 % auf.

Als Basis unserer Prognosen dient die aktuell hohe Vermietungsquote sowie auch die Tatsache, dass keine unterjährigen Mietverträge zur Verlängerung anstehen. Analog zu den Unternehmensplanungen, welche in 2011 Mieterlöse in einer Bandbreite von 11,2 –11,3 Mio. € erwarten, prognostizieren wir Mieterlöse in Höhe von 11,28 Mio. € Für das GJ 2012 erwarten wir ein weiteres Umsatzwachstum in Höhe von 1,0 % auf dann 11,39 Mio. €. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen eine Fortsetzung der bisher aufgezeigten hohen Kostendisziplin sowie auch eine weitere Reduktion der Pensionszahlungen an ehemalige AGROB-Mitarbeiter. Für das laufende Geschäftsjahr erachten wir ein EBITDA in Höhe von 8,49 Mio. € (EBITDA-Marge: 75,2 %) als eine realistische Größenordnung. Analog zur erwarteten Umsatzsteigerung für 2012 dürfte das EBITDA im kommenden Geschäftsjahr bei einer gleichbleibenden EBITDA-Marge auf 8,57 Mio. € (EBITDA-Marge: 75,2 %) ansteigen. Eine erwartete sukzessive Reduktion der Zinsaufwendungen ist unseres Erachtens für die kommenden Geschäftsjahre der wesentliche Treiber einer überproportionalen Entwicklung des Nachsteuerergebnisses.

**Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2011 einen fairen Wert von 15,50 € je Aktie ermittelt. Damit haben wir unsere Bewertungseinschätzung gegenüber unserer letzten Studie in Höhe von 15,38 € (13.12.2010) leicht angehoben. Auch der vom Unternehmen ausgewiesene NAV von 14,23 €/Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 9,60 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen Abschlag in Höhe von 61,5 % auf. Wir halten dies für nicht gerechtfertigt und stufen die AGROB Immobilien AG unverändert mit dem Rating „KAUFEN“ ein.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

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

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

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

**<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)