



Researchstudie (Update)



**„Solides Immobilienunternehmen
mit homogenem Bestandsportfolio“**

Kursziel: 15,50 €

Rating: Kaufen

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

AGROB Immobilien AG ^{*5}
Kaufen
Kursziel: 15,50

aktueller Kurs / ST: 8,50

13.10.2011 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE0005019004

ISIN/VZ: DE0005019038

WKN/ST: 501900

WKN/VZ: 501903

Börsenkürzel/ST: AGR

Börsenkürzel/VZ: AGR3

 Aktienanzahl³/ST: 2,314

 Aktienanzahl³/VZ: 1,582

 Marketcap³: 33,12

 EnterpriseValue³: 104,78

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 25,0 %

Freefloat/VZ: 79,9 %

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 30.6.2011

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	11,45	11,57
EBITDA	8,12	8,30	8,45	8,66
EBIT	4,81	4,97	5,11	5,31
Jahresüberschuss	1,33	1,37	1,56	1,69

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,34	0,35	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	9,61	9,35	9,15	9,06
EV/EBITDA	13,23	12,62	12,41	12,11
EV/EBIT	22,30	21,07	20,50	19,75
KGV	24,88	24,21	21,21	19,65
KBV		1,68		

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

5.9.2011: RG / 15,50 / KAUFEN

7.12.2010: RG / 15,38 / KAUFEN

6.9.2010: RG / 14,86 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

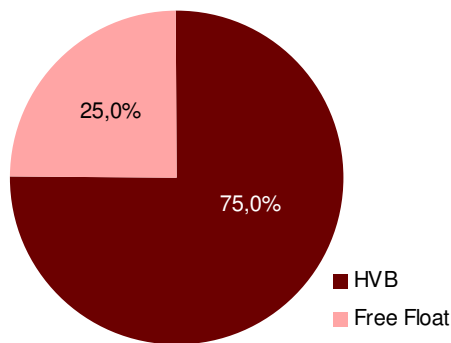
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

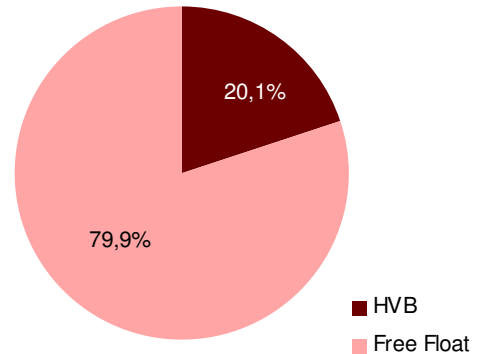
Aktionärsstruktur der AGROB Immobilien AG

Anteilseigner Stämme	Anteile	Anteilseigner Vorzüge	Anteile
HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	75,0 %	HVB Gesellschaft für Gebäude mbH & Co. KG	20,1 %
Streubesitz	25,0 %	Streubesitz	79,9 %

Aktionärsstruktur Stammaktien



Aktionärsstruktur Vorzugsaktien



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Kundenkreis der AGROB Immobilien AG

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

Zu den Mietern zählen namhafte überregional bekannte Unternehmen wie:



Quelle: AGROB Immobilien AG

Geschäftsentwicklung und Prognose

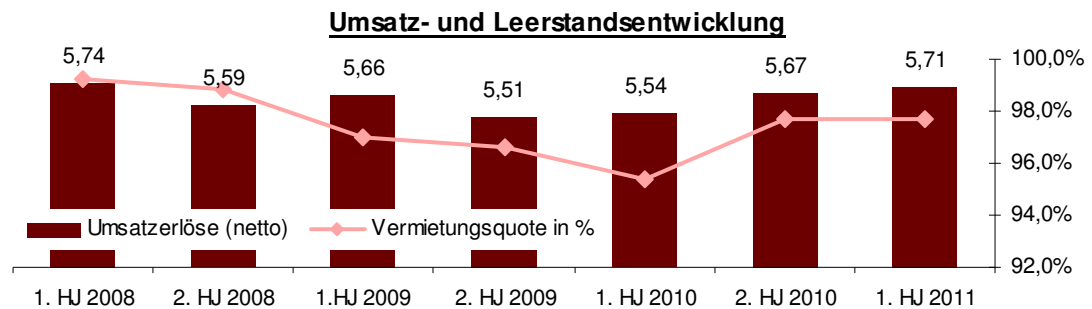
Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2011 - Neue Rekordwerte bei hoher Auslastung

In Mio. €	1.HJ 2010	Δ 2010/2011	1. HJ 2011
Umsatzerlöse	5,54	+3,0 %	5,71
EBITDA (Marge)	4,03 (72,8 %)	+4,4 %	4,18 (73,3 %)
EBIT (Marge)	2,34 (42,3 %)	+7,8 %	2,53 (44,3 %)
Periodenüberschuss	0,65	+30,6 %	0,84
EPS	0,17	+30,6 %	0,22

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1. HJ 2011 - Umsatzwachstum durch Steigerung der Vermietquote

Die Geschäftsentwicklung der AGROB ging auch im abgelaufenen ersten Halbjahr 2011, unter Beibehaltung der zuvor aufgezeigten positiven Tendenz, mit einem Erlösanstieg einher. Insbesondere infolge der wieder erhöhten Auslastung der Vermietkapazitäten steigerten sich die Nettoumsätze der Gesellschaft um +3,0 % auf 5,71 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €). Über die letzten zwölf Monate hinweg profitierte die AGROB dabei von der hauptsächlich im zweiten Halbjahr 2010 erfolgten Nachvermietung von zuvor fristgerecht frei gewordenen Flächen. Untenstehende Grafik verdeutlicht diese Entwicklung, wonach die auf die Hauptnutzflächen bezogene Vermietungsquote zum Ende des ersten Halbjahres 2010 mit 95,4 % ihren Tiefpunkt erreichte. Zwischenzeitlich weist die Vermietungsquote mit annähernd 98,0 % wieder ein normales Niveau auf.

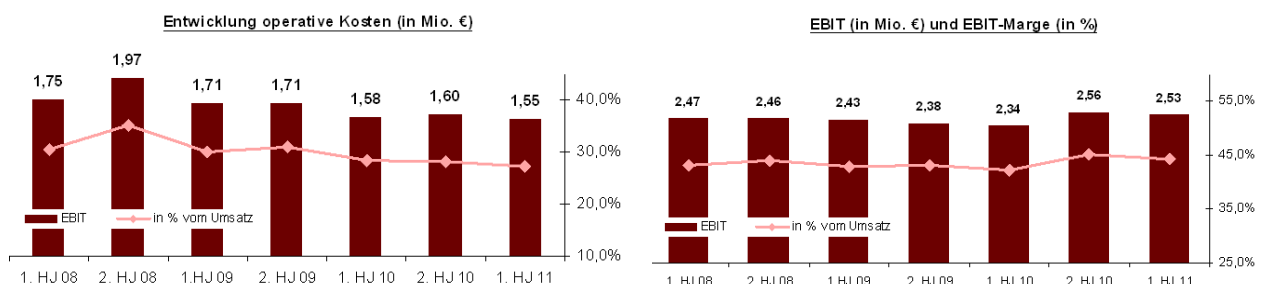


Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Unverändert verfügt die Gesellschaft über einen homogenen Bestand an Hauptnutzflächen von 90.928 qm. Zuzüglich Tiefgaragenflächen und sonstigen Flächen beläuft sich der Gesamtflächenbestand auf 129.599 qm.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2011 - stabile Ergebnisentwicklung durch hohe Kostendisziplin

Die operative Kostenentwicklung zeugt auch in der abgelaufenen Periode von einer hohen Kostendisziplin sowie vom Greifen effizienter Budgetmaßnahmen. Über die letzten Halbjahre hinweg lässt sich, wie in der nachstehenden Grafik dargestellt, eine rückläufige Kostentendenz ableiten. Mit operativen Kosten von 1,55 Mio. € erreichte die AGROB im 1. HJ 2011 einen neuen Tiefstwert. Die entsprechende auf die Nettoumsätze bezogene Kostenquote reduzierte sich analog hierzu von 28,5 % (1.HJ 10) auf 27,2 %.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

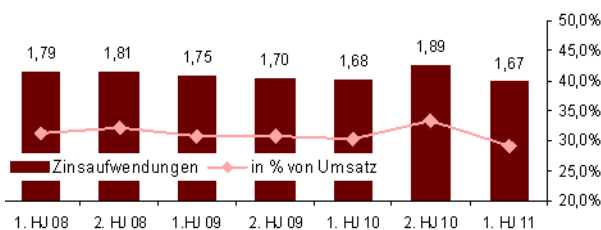
Hauptsächlich für diesen Rückgang zeichneten die Personalaufwendungen verantwortlich, welche sich aufgrund der erfolgswirksamen Auflösung von Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter von 0,45 Mio. € (1.HJ 10) auf 0,35 Mio. € (1.HJ 11) verminderten. Tendenziell wird sich der Auflösungsbetrag der Pensionsrückstellungen über die nächsten Geschäftsjahre weiter mindern.

Unter Hinzurechnung der Abschreibungen, welche sich über die letzten Perioden stabil entwickelt haben und im ersten Halbjahr 2011 mit 1,66 Mio. € (VJ: 1,67 Mio. €) zu Buche schlugen, erhöhte sich das EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) um +7,8 % auf 2,53 Mio. € (VJ: 2,34 Mio. €). Die dazugehörige, auf den Nettoumsatz bezogene, EBIT-Marge von 44,3 % (VJ: 42,3 %) steigerte sich ebenfalls deutlich.

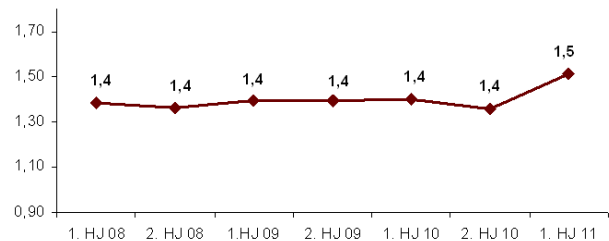
Es ist erwähnenswert, dass die Gesellschaft im Zuge des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes bis zum Ende des Geschäftsjahres 2022 jährliche Bewertungsanpassungen von Pensionsrückstellungen vornehmen muss. Gemäß der gesetzlichen Grundlage beläuft sich der jährliche Mindestbetrag auf 0,05 Mio. €. Bereits in den ersten sechs Monaten 2011 nahm jedoch die AGROB mit 0,14 Mio. €, welche dem außerordentlichen Ergebnis zugeordnet werden, deutlich höhere Bewertungsanpassungen als vom Gesetzgeber vorgeschrieben vor. Insgesamt müssen bis zum Ende des Geschäftsjahres 2022 noch 0,52 Mio. € angepasst werden.

Komplettiert wird das erfolgreiche erste Halbjahr 2011 von einer stabilen Entwicklung der Zinsaufwendungen, welche mit 1,67 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorjahres von 1,68 Mio. € ausfielen. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die Gesellschaft im Zuge der Anwendung des BilMoG in den Finanzaufwendungen die Aufzinsung von Pensionsrückstellungen in Höhe von 0,12 Mio. € (VJ: 0,0 Mio. €) berücksichtigt hat.

Entwicklung Zinsaufwand (in Mio. €)



EBIT-Interest Coverage



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode war damit die AGROB in der Lage die Zinsaufwendungen, als größte Aufwandsposition, problemlos zu entrichten. Auf Grundlage des gesteigerten EBIT erhöhte sich der entsprechende EBIT-Zinsdeckungsgrad deutlich auf 1,5 und markiert damit einen neuen Rekordwert.

In Summe erzielte die AGROB einen deutlichen Anstieg des Nachsteuerergebnisses um +30,6 % auf 0,84 Mio. € (VJ: 0,65 Mio. €).

Bilanzielle Situation zum 30.06.11 - Solides Bilanzbild mit stillen Reserven i.H.v. 36,9 Mio. €

In Mio. €	31.12.2010	1. HJ 2011
Eigenkapital / EK-Quote	19,72 (21,4 %)	19,93 (21,9 %)
Eigenkapital (Verkehrswert) / EK-Quote	55,42 (43,4 %)	55,63 (44,4 %)
Bankverbindlichkeiten	67,32	65,49
Immobilienvermögen	91,86	90,64
Immobilienvermögen (Verkehrswert)	127,56	127,56
LTV	73,3 %	72,2 %
LTV (Verkehrswert)	41,2 %	39,8 %

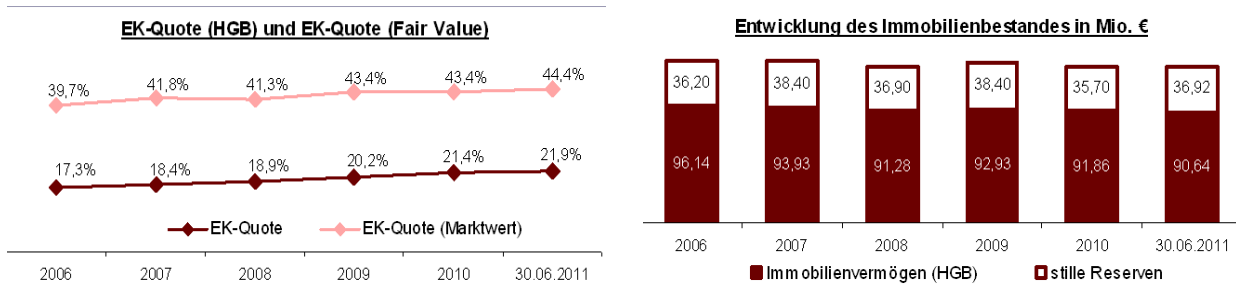
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die wesentlichen Bilanzkennzahlen der AGROB weisen gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.2010 keine wesentlichen Veränderungen auf. Insgesamt reduzierte sich dabei die Bilanzsumme, hauptsächlich aufgrund unverändert geringer Investitionsaktivitäten, leicht um -1,1 % auf 91,07 Mio. € (31.12.10: 92,03 Mio. €).

Das Eigenkapital erhöhte sich infolge des positiven Periodenergebnisses, welches mit 0,84 Mio. € leicht oberhalb der Dividendenabflüsse von 0,62 Mio. € ausgefallen ist, auf 19,93 Mio. € (31.12.10: 19,72 Mio. €). Unter Berücksichtigung der reduzierten Bilanzsumme verzeichnete die AGROB damit einen leichten Anstieg der dazugehörigen EK-Quote auf 21,9 % (31.12.10: 21,4 %). Diese Entwicklung reiht sich nahtlos in die Tendenz der letzten Berichtsperioden, welche von einem sukzessiven Anstieg des Eigenkapitalanteils gekennzeichnet waren.

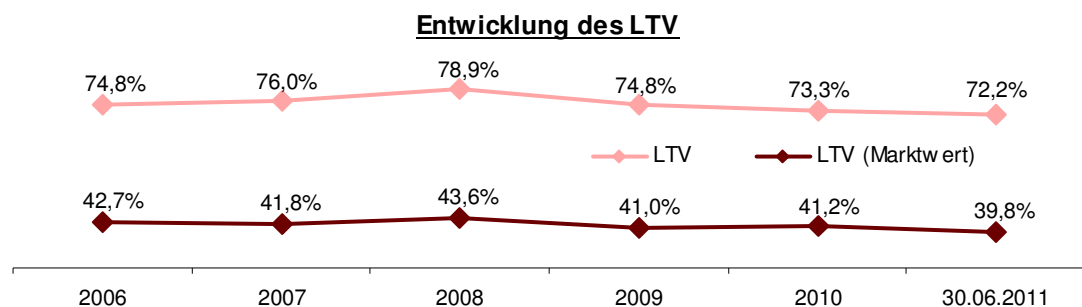
Die Aktivseite der Bilanz wird vom Immobilienvermögen in Höhe von 90,64 Mio. € dominiert (31.12.10: 91,86 Mio. €). Es gilt hier jedoch zu beachten, dass die AGROB konservativ nach HGB bilanziert und damit der Vermögensausweis nach dem niedrigeren Ansatz gemäß Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip erfolgt. Dies spiegelt jedoch nicht die tatsächlichen Vermögensverhältnisse (IFRS Fair Value-Prinzip) wider, was zur Entstehung von stillen Reserven führt. Im Rahmen einer gutachterlichen Ermittlung zum 30.10.10 wurden für die Immobilien der AGROB Verkehrswerte in Höhe von 127,60 Mio. € ermittelt. Entsprechend hierzu verfügt die Gesellschaft über nicht bilanzierte stille Reserven von 36,92 Mio. €.

Auf der Aktivseite sind die gutachterlich ermittelten stillen Reserven dem Eigenkapital zuzurechnen und damit liegt der faire Wert des Eigenkapitals bei 55,63 Mio. € (EK-Quote: 44,4 %).



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die AGROB hat die jetzige, von einer geringen Investitionstätigkeit geprägte Phase, zur Reduktion der Bankverbindlichkeiten genutzt. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2010 haben sich die finanziellen Schulden dementsprechend um -1,88 Mio. € auf 65,45 Mio. € (31.12.10: 67,32 Mio. €) gemindert. Der auf den Immobilienbestand bezogene Loan-to-Value (LTV) hat sich analog hierzu gegenüber dem 31.12.10 von 73,3 % auf 72,2 % leicht verbessert. Unter Berücksichtigung des Fair Value liegt der LTV mit 39,8 % (31.12.10: 41,2 %) deutlich niedriger.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Solides Umsatz- und Ergebniswachstum erwartet

In Mio. €	2010	2011e (neu)	2011e (alt)	2012e (neu)	2012e (alt)
Umsatz (netto)	11,20	11,45	11,28	11,57	11,39
EBITDA	8,30	8,45	8,49	8,66	8,57
EBIT	4,97	5,11	5,15	5,31	5,22
Jahresüberschuss	1,37	1,56	1,56	1,69	1,69
EPS	0,35	0,40	0,40	0,43	0,43

Quelle: GBC AG

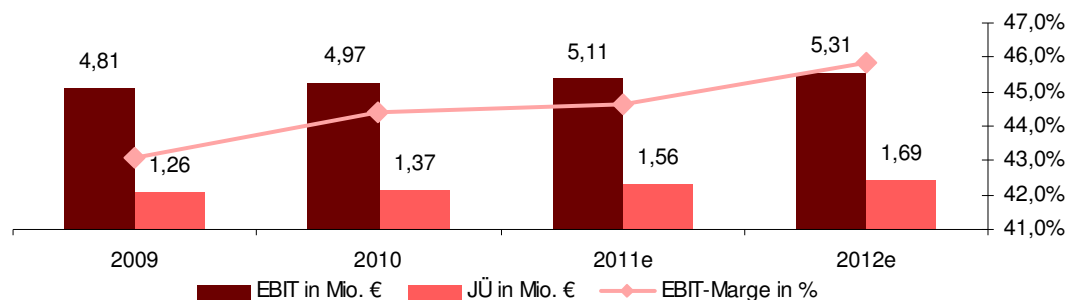
Auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 hat die AGROB die zuvor aufgezeigte positive Tendenz fortsetzen und eine sehr überzeugende Geschäftsentwicklung vorweisen können. Auf Grundlage einer unverändert hohen Auslastungsquote des Immobilienbestandes konnte die Gesellschaft dabei Umsatzerlöse von 5,71 Mio. € erzielen und damit den Vorjahreswert von 5,54 Mio. € um +3,0 % übertreffen.

Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Ergebnissituation der AGROB wider, welche zudem aufgrund der hohen Kostendisziplin neue Rekordwerte vorweisen konnte. Aufgrund der weiteren Reduktion der Kostenquote erhöhte sich dabei das EBIT überproportional um +7,8 % auf 2,53 Mio. € (VJ: 2,34 Mio. €).

Wir haben die Ausformulierung unserer Prognosen auf Basis des erfolgreichen ersten Halbjahres 2011 getroffen und gehen daher von einer unverändert hohen Auslastungsquote aus. Gleichzeitig entsprechen wir den angehobenen Unternehmensprognosen für 2011, wonach Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 11,4 Mio. € und 11,5 Mio. € erwartet werden. Hierfür unterstützend wirkt sich auch die Tatsache aus, dass eine Prolongation von auslaufenden Mietverträgen mit einem Mieterlösaufkommen von 2,7 Mio. € erst für Dezember 2011 ansteht. Die Gesellschaft zeigt sich zuversichtlich die anstehenden Mietvertragsverlängerungen erfolgreich gestalten zu können. Demzufolge haben wir die bisherigen Umsatzprognosen des Geschäftsjahres 2011 auf 11,45 Mio. € angehoben. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir ein weiteres Umsatzwachstum um +1,0 % auf dann 11,57 Mio. €. Dieser Erwartung liegt die erfolgreiche Nachvermietung der im Dezember 2011 auslaufenden Mietverträge, als auch ein weiterer Anstieg der Auslastungsquote, zugrunde.

Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen die bisher aufgezeigte hohe Kostendisziplin der Gesellschaft, welche insbesondere in den letzten Geschäftsjahren zu einer rückläufigen Kostenquote geführt hatte. Hier gilt es auch die weiteren Belastungen aus den im Jahre 2006 rückübertragenen Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter einzubeziehen. Für das laufende Geschäftsjahr haben wir als außerordentlichen Aufwand die erhöhten Bewertungsanpassungen von Pensionsrückstellungen gemäß Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz berücksichtigt. Da die Gesellschaft Bewertungsanpassungen über den geforderten Mindestbetrag vornehmen wird, rechnen wir für 2011 mit einem überproportionalen Anstieg des außerordentlichen Aufwandes. Dieser dürfte in den kommenden Geschäftsjahren jedoch wieder sukzessive abnehmen.

EBIT- und JÜ-Prognose



Quelle: GBC AG

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die AGROB Immobilien AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 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 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 75,6 % 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 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,50 % (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 7,21 % (bisher: 7,96 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,77 % (bisher: 4,96 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,77 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 15,50 €. Damit bleibt das bisherige Kursziel von 15,50 € unverändert bestehen.**

AGROB Immobilien AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	75,6%	ewige EBITA - Marge	52,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,3%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	11,45	11,56	11,80	12,03	12,27	12,52	12,77	13,02	
US Veränderung	2,2%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	
EBITDA	8,45	8,65	8,92	9,10	9,28	9,46	9,65	9,85	
EBITDA-Marge	73,8%	74,8%	75,6%	75,6%	75,6%	75,6%	75,6%	75,6%	
EBITA	5,11	5,30	6,04	6,26	6,38	6,51	6,64	6,77	
EBITA-Marge	44,6%	45,9%	51,2%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%	52,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,19	-0,43	-0,36	-0,38	-0,38	-0,39	-0,40	-0,41	
	3,7%	8,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	15,8%
EBI (NOPLAT)	4,92	4,87	5,68	5,88	6,00	6,12	6,24	6,37	
Kapitalrendite	5,4%	5,4%	6,5%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,1%
Working Capital (WC)	-0,48	-0,85	-1,18	-1,20	-1,23	-1,25	-1,28	-1,30	
WC zu Umsatz	-4,2%	-7,4%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	
Investitionen in WC	0,00	0,37	0,33	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	89,90	88,00	86,80	88,54	90,31	92,11	93,96	95,83	
AFA auf OAV	-3,34	-3,35	-2,88	-2,84	-2,90	-2,95	-3,01	-3,07	
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	-4,57	-4,67	-4,76	-4,85	-4,95	
Investiertes Kapital	89,42	87,15	85,62	87,33	89,08	90,86	92,68	94,53	
EBITDA	8,45	8,65	8,92	9,10	9,28	9,46	9,65	9,85	
Steuern auf EBITA	-0,19	-0,43	-0,36	-0,38	-0,38	-0,39	-0,40	-0,41	
Investitionen gesamt	-1,38	-1,08	-1,35	-4,55	-4,64	-4,73	-4,83	-4,93	
Investitionen in OAV	-1,38	-1,45	-1,68	-4,57	-4,67	-4,76	-4,85	-4,95	
Investitionen in WC	0,00	0,37	0,33	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,88	7,14	7,21	4,17	4,25	4,34	4,42	4,51	134,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	127,32	126,26
Barwert expliziter FCFs	30,58	24,89
Barwert des Continuing Value	96,75	101,37
Nettoschulden (Net debt)	68,90	65,85
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	58,43	60,41
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	58,43	60,41
Ausstehende Aktien in Mio.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,99	15,50

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	7,2%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,7%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,8%
WACC	4,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%
5,1%	11,48	10,66	9,90	9,18	8,50
5,6%	14,50	13,57	12,70	11,88	11,11
6,1%	17,52	16,48	15,50	14,59	13,73
6,6%	20,54	19,39	18,31	17,29	16,34
7,1%	23,56	22,29	21,11	20,00	18,95

Peer-Group Vergleich auf Basis der NAV-Bewertung - deutliche Unterbewertung der AGROB

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 zum 30.10.2010 ermittelten Verkehrswerte des Immobilienportfolios in Höhe von 127,60 Mio. € zugrunde, so lassen sich stille Reserven in Höhe von 36,92 Mio. € errechnen. Damit verfügt die AGROB über ein Net Asset Value in Höhe von 56,85 Mio. €. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 14,59 €.

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

Unternehmen	Aktienkurs zum 13.10.2011	NAV je Aktie	NAV-Abschlag
alstria office REIT-AG	9,15 €	11,02	-16,97%
Deutsche Euroshop AG	25,78 €	23,77	+8,46%*
Deutsche Wohnen AG	10,44 €	11,05	-5,57%
Hamborner REIT-AG	6,33 €	8,51	-25,61%
KWG Kommunale Wohnen AG	4,98 €	7,54	-33,98%
TAG Immobilien AG	6,32 €	8,19	-22,87%
VIB Vermögen AG	6,90 €	12,03	-42,64%
			-19,88%
AGROB Immobilien AG	8,50 €	14,59	-41,74%

* entspricht Aufschlag

Quelle: GBC AG

Auf Basis des Kurses vom 07.10.2011 ergibt sich bei AGROB ein Kurspotenzial auf die NAV-Marktbewertung in Höhe von +41,7 %. Die hier als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen bei den Abschlägen einen Mittelwert in Höhe von +19,9 % auf. Im Vergleich hierzu weist somit die AGROB auf Basis des NAV ein attraktives Potenzial auf.

Fazit

Solides Immobilienunternehmen mit homogenem Bestandsportfolio

Auch im abgelaufenen ersten Halbjahr 2011 konnte die AGROB Immobilien AG die zuvor aufgezeigte Tendenz beibehalten und eine positive Geschäftsentwicklung aufweisen. So konnten die Nettoumsätze insbesondere infolge der wieder erhöhten Auslastung der auf die Hauptnutzflächen bezogenen Vermietkapazitäten auf nunmehr annähernd 98,0 % (VJ: 95,4 %) um +3,0 % auf 5,71 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €) gesteigert werden.

Flankiert wird die positive Umsatzentwicklung der Gesellschaft von einer weiterhin hohen Kostendisziplin sowie der erfolgreichen Umsetzung effizienter Budgetmaßnahmen und einer damit rückläufigen operativen Kostenquote. Mit operativen Kosten von 1,55 Mio. € erreichte die AGROB einen neuen Tiefstwert. Die entsprechende, auf die Nettoumsätze bezogene Kostenquote, reduzierte sich analog hierzu von 28,5 % (1.HJ 10) auf 27,2 %. Auf Basis dieser Entwicklung erhöhte sich das EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) deutlich um +7,8 % auf 2,53 Mio. € (VJ: 2,34 Mio. €). Damit erreichte die AGROB aus Sicht der ersten sechs Monate einen neuen Höchstwert.

Die Vermögenslage der Gesellschaft ist weiterhin als solide einzustufen. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die AGROB nach HGB-Kriterien und damit konservativ nach dem Anschaffungs- und Herstellkostenprinzip bilanziert. Das Immobilienvermögen der Gesellschaft, welches die Aktivseite mit 90,64 Mio. € dominiert, wurde zum 30.10.10 einer gutachterlichen Ermittlung unterzogen. Auf Basis der ermittelten Verkehrswerte in Höhe von 127,60 Mio. € verfügt die Gesellschaft damit über nicht bilanzierte stille Reserven von 36,92 Mio. €. Legt man die Marktwerte und damit die stillen Reserven zugrunde, so weist die AGROB mit einem Eigenkapital von 55,63 Mio. € eine solide Eigenkapitalquote von 44,4 % auf. Auf HGB-Basis verfügt die AGROB über ein Eigenkapital von 19,93 Mio. € und eine dazugehörige EK-Quote von 21,9 %. Die Objektverschuldung (LTV: Loan to Value) auf Basis des Verkehrswertes ist mit 39,8 % als vergleichsweise niedrig einzustufen.

Unter Zugrundelegung der aktuell hohen Auslastungsquote sowie der Tatsache, dass bis zum Dezember 2011 keine wesentlichen Mietverträge zur Prolongation anstehen, erachten wir die von der Gesellschaft angehobenen Prognosen als gerechtfertigt. Die AGROB erwartet nunmehr die Erzielung von Mieterträgen in einer Bandbreite von 11,4 - 11,5 Mio. €. Unsere angehobenen Umsatzerwartungen von 11,45 Mio. € liegen in der Mitte dieser Bandbreite. Für das kommende Geschäftsjahr dürfte die Gesellschaft unter der Prämisse einer erfolgreichen Prolongation der zum Auslauf anstehenden Mietverträge unseres Erachtens ein Umsatzwachstum von +1,0 % auf 11,57 Mio. € erzielen. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen die bisher aufgezeigte hohe Kostendisziplin der Gesellschaft, welche insbesondere in den letzten Geschäftsjahren zu einer rückläufigen Kostenquote geführt hatte. Hier gilt es auch die weiteren Belastungen aus den im Jahre 2006 rückübertragenen Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter zu berücksichtigen, welche in den nächsten Geschäftsjahren sukzessive abnehmen werden.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2012 einen fairen Wert von 15,50 € je Aktie ermittelt. Damit haben wir unsere Bewertungseinschätzung gegenüber unserer letzten Studie unverändert belassen. Auch der auf Verkehrswerte ermittelte NAV (Net Asset Value) von 14,59 €/Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 8,50 € je Stammaktie weisen zum fairen Wert somit einen Abschlag in Höhe von 82,4 % 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), 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