



Researchstudie (Anno)



**„Sehr solides Substanzinvestment mit
hohem Bewertungspotenzial;
Dynamische Ergebnisentwicklung
aufgrund rückläufiger Finanzaufwendungen“**

Kursziel: 15,50 € (Kursziel bestätigt)

Rating: Kaufen

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

AGROB Immobilien AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 15,50

aktueller Kurs / ST: 10,27
31.5.2012 / 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: 39,99

EnterpriseValue³: 108,20

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 25,0 %

Freefloat/VZ: 79,9 %

Transparenzlevel:

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

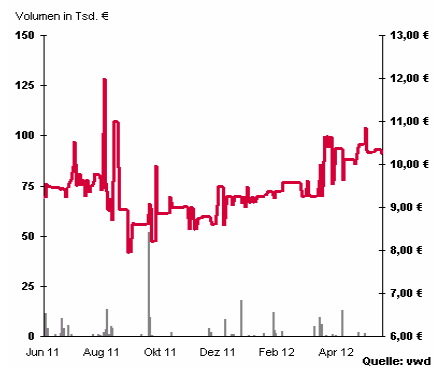
Fokus: Gewerbeimmobilien

Mitarbeiter: 9 Stand: 31.12.2011

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 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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	11,20	11,32	11,18	11,24
EBITDA	8,26	8,21	7,93	8,00
EBIT	4,93	4,89	4,62	4,69
Jahresüberschuss	1,37	1,60	1,52	1,71

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,31	0,43	0,39	0,44
Dividende je ST Aktie	0,14	0,16	0,16	0,16
Dividende je VZ Aktie	0,19	0,21	0,21	0,21

Kennzahlen

EV/Umsatz	9,97	9,56	9,68	9,63
EV/EBITDA	13,52	13,18	13,64	13,52
EV/EBIT	22,65	22,11	23,40	23,09
KGV	29,23	24,96	26,26	23,46
KBV		1,93		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

26.06.2012: Hauptversammlung
August 2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
Mai 2013: Veröffentlichung GJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

30.4.2012: RS / 15,50 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 15,50 / KAUFEN
17.10.2011: RS / 15,50 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 15,50 / KAUFEN
30.6.2011: RS / 15,50 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

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

Markt und Marktumfeld

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

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
Geschäftsentwicklung Q1 2011.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
NAV-Bewertung.....	14
Fazit	15

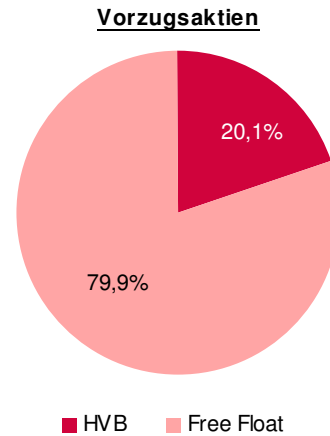
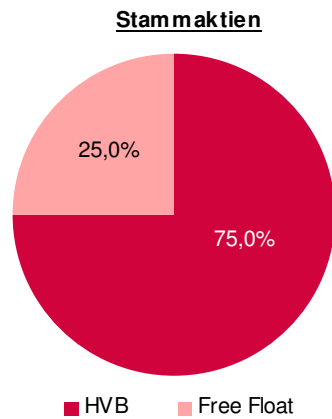
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner (Stammaktien)	Anteile	Anteilseigner (Vorzugsaktien)	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 %



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC 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 - Krisenresistente Entwicklung

Das Immobilienbranchenumfeld in Deutschland hat im vergangenen Jahr der europäischen Finanz- und Währungskrise getrotzt und war von weiteren Markterholungstendenzen geprägt. Vor allem die ungebremsst gute Konjunktorentwicklung, welche sich von der Finanzmarktentwicklung losgelöst präsentierte, führte zu einer weiterhin hohen Nachfrage nach deutschen Immobilien. Gemäß Erkenntnissen von BNP Paribas Real Estate zeigte sich der Investmentmarkt in 2011 in einer ausgezeichneten Verfassung und konnte, bezogen auf den Umsatz, das Vorjahresergebnis deutlich um +20 % übertreffen. Rund ein Drittel der Umsätze entfiel auf ausländische Investoren. Diese Entwicklung reflektiert dabei die fehlenden Anlagealternativen, das aktuell niedrige Zinsniveau aber auch die zunehmenden Inflations Sorgen.

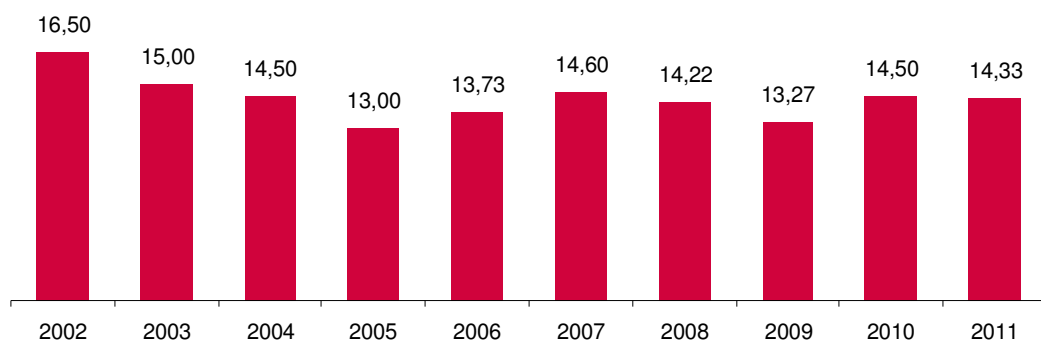
Analog hierzu überschritten in 2011 die Büroflächenumsätze der wichtigsten deutschen Bürostandorte das ohnehin gute Vorjahresergebnis um weitere +18 %. Gemäß BNP Paribas Real Estate AG wurden lediglich in den Jahren 2000 sowie 2007 mehr Flächen umgesetzt. Eine gute Basis hierfür liefert die positive Einschätzung der meisten Unternehmen, wonach von einer soliden Konjunktorentwicklung ausgegangen wird.

Büroimmobilienmarkt München - Durchschnittsmiete leicht rückläufig

Der Münchener Bürovermietungsmarkt erweist sich gemäß Angaben der Savills Immobilienberatungs-GmbH weiterhin als der Dynamischste der fünf großen Bürovermietungsmärkte. Mit einem Flächenumsatz von 847.500 qm konnte in 2011 der Vorjahreswert signifikant um +44 % übertroffen werden und markiert gleichzeitig den höchsten Wert der letzten zehn Jahre. Analog dazu ging der Leerstand im Jahresverlauf leicht auf knapp über 1,7 Mio. qm (Leerstandsquote: 7,8 %) zurück, er weist jedoch eine immer noch relativ hohe Größenordnung auf.

Die immer noch relativ hohe Leerstandsquote, aber auch die Schwäche des Teilmarktes Zentrum am Gesamtflächenumsatz, haben zu einer rückläufigen Entwicklung der Durchschnittsmieten geführt. Gegenüber dem Vorjahr reduzierten sich diese um -1,2 % auf 14,33 €/qm (VJ: 14,50 €/qm). Insgesamt ist die Entwicklung der Mieten als heterogen zu bezeichnen. Während sich die Durchschnittsmieten rückläufig entwickelten, kletterten die Höchstmieten weiter von 29,20 €/qm (2010) auf 30,30 €/qm (2011).

Entwicklung der Durchschnittsmieten in München (€/qm)



Quelle: Savills Research Germany

Die Perspektiven für den Münchener Büroimmobilienmarkt sind angesichts der soliden Entwicklung im ersten Quartal 2012 insgesamt als gut zu werten. Zwar blieben die Büroflächenumsätze um -10 % unterhalb des Rekordwertes des Vorjahres, die Leerstandsquote verringerte sich jedoch angesichts der geringeren Fertigstellungsvolumina weiter auf 7,4 %. Bei einer weiteren Verknappung freier Flächen dürfte sich das Mietpreisniveau erwartungsgemäß zumindest stabil entwickeln.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012e	Δ in %	GJ 2013e
Umsatzerlöse	11,203	1,1%	11,321	-1,2%	11,180	0,5%	11,236
Sonstige betriebliche Erträge	0,208	-33,2%	0,139	-20,9%	0,110	0,0%	0,110
Personalaufwand	-0,761	0,6%	-0,766	5,1%	-0,805	-1,2%	-0,795
Abschreibungen auf Sachanlagen	-3,330	-0,3%	-3,320	-0,3%	-3,310	0,2%	-3,315
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,071	-0,7%	-2,057	7,5%	-2,210	-0,5%	-2,200
Finanzergebnis	-3,560	-8,8%	-3,245	-6,0%	-3,050	-4,9%	-2,900
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	1,689	22,8%	2,074	-7,7%	1,915	11,6%	2,136
Außerordentliches Ergebnis	0,043	k.A.	0,000	k.A.	0,000	k.A.	0,000
Bilmog-Anpassung Pensionen	-0,164	67,1%	-0,274	-29,9%	-0,192	-0,5%	-0,191
Steuern	-0,045	5,6%	-0,047	5,5%	-0,050	60,0%	-0,080
Sonstige Steuern	-0,156	-3,0%	-0,151	-0,6%	-0,150	6,7%	-0,160
Jahresüberschuss	1,368	17,1%	1,602	-4,9%	1,523	12,0%	1,705
EBITDA	8,259		8,212		7,933		8,000
in % vom Umsatz	73,7 %		72,5 %		71,0 %		71,2 %
EBIT	4,929		4,893		4,623		4,685
in % vom Umsatz	44,0 %		43,2 %		41,4 %		41,7 %
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		0,43		0,39		0,44
Dividende je Stammaktie in €	0,14		0,16		0,16		0,16
Dividende je Vorzugsaktie in €	0,19		0,21		0,21		0,21

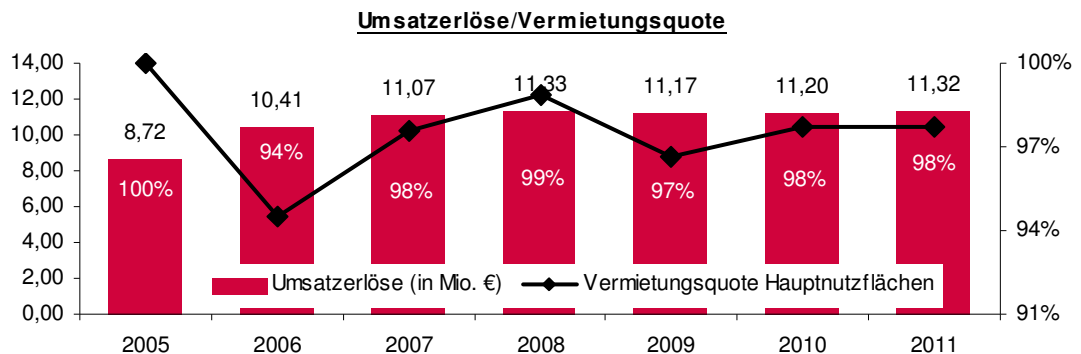
Geschäftsentwicklung 2011 - Umsatz- und Ergebnissituation ggü. GJ 2010 verbessert

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	11,20	+1,1 %	11,32
EBITDA (Marge)	8,26 (73,7 %)	-1,1 %	8,21 (72,3 %)
EBIT (Marge)	4,93 (44,0 %)	-1,6 %	4,89 (43,2 %)
Jahresüberschuss	1,37	+17,1 %	1,60
EPS in €	0,31	-	0,43

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

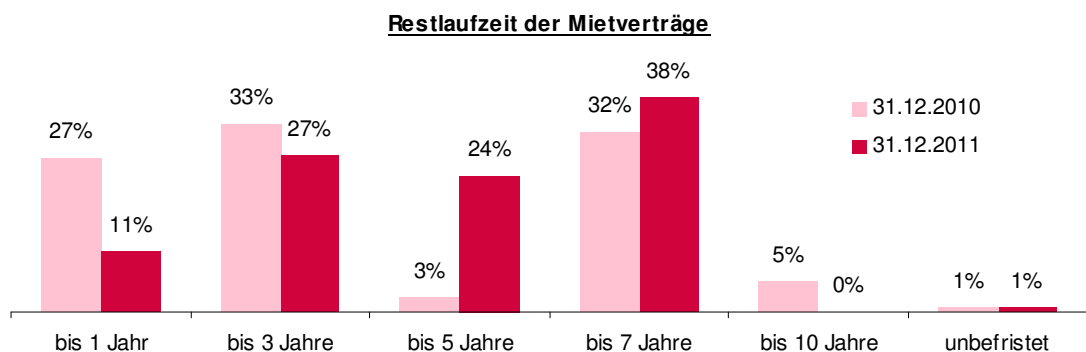
Umsatzentwicklung - Umsatzanstieg bei weiterhin hoher Auslastung

Die AGROB Immobilien AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 mit einem Umsatzwachstum von +1,1 % auf 11,32 Mio. € (VJ: 11,20 Mio. €) eine sehr solide Umsatzentwicklung präsentieren. Die Basis dieser Entwicklung liefert dabei ein ausgeweiteter Bestand an vermieteten Flächen auf 121.153 qm (VJ: 120.258), was eine für Immobilienunternehmen unverändert hohe, auf die Hauptnutzflächen bezogene Auslastungsquote von 97,7 % (VJ: 97,7 %) repräsentiert.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die vergleichsweise überdurchschnittlich hohe Auslastungsquote gibt dabei den homogenen Charakter der AGROB-Immobilien wider, welche sich vornehmlich an Mieter aus dem Medienbereich richten (Mietquote im Medienbereich: 91,3 %). Verschiedene infrastrukturelle Charakteristika wie etwa das Vorhandensein von Technikräumen, Fernsehstudios, Satellitenanlagen oder einem Glasfasernetz erfüllen die Anforderungen für einen modernen Medien- und Gewerbepark. Durch die hohe Ansiedlung an Medienunternehmen profitiert die Gesellschaft darüber hinaus von einem so genannten „Cluster-Effekt“.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

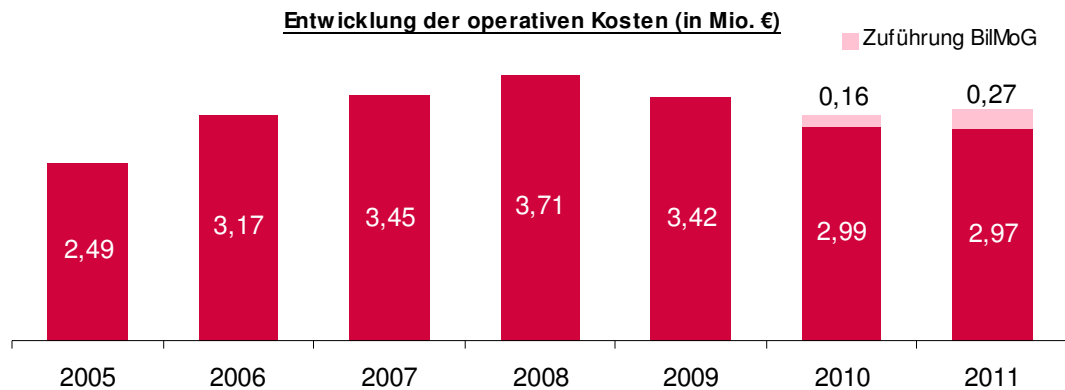
Insgesamt konnte die AGROB Immobilien AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 nicht nur die vertragskonform auslaufenden Mietverträge verlängern, sondern auch neue Flächen der Vermietung (Bsp. HSE 24, Fa. Kocher) zuführen. Parallel hierzu konnte die Restlaufzeitstruktur der Mietverträge gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert werden. Ledig-

lich 10,6 % (VJ: 27,0 %) der Mietverträge weisen derzeit eine Restlaufzeit von weniger als einem Jahr auf. Mit insgesamt 62,0 % (VJ: 39,9 %) weist der Großteil der Mietverträge Restlaufzeiten von mehr als drei Jahren auf. Die daraus abzulesende hohe Mieterbindung versetzt die Gesellschaft in eine komfortable Position und liefert gleichzeitig eine sehr gute Grundlage für die Planungen der kommenden Geschäftsjahre.

Ergebnisentwicklung - hohe Kostendisziplin und rückläufige Finanzaufwendungen

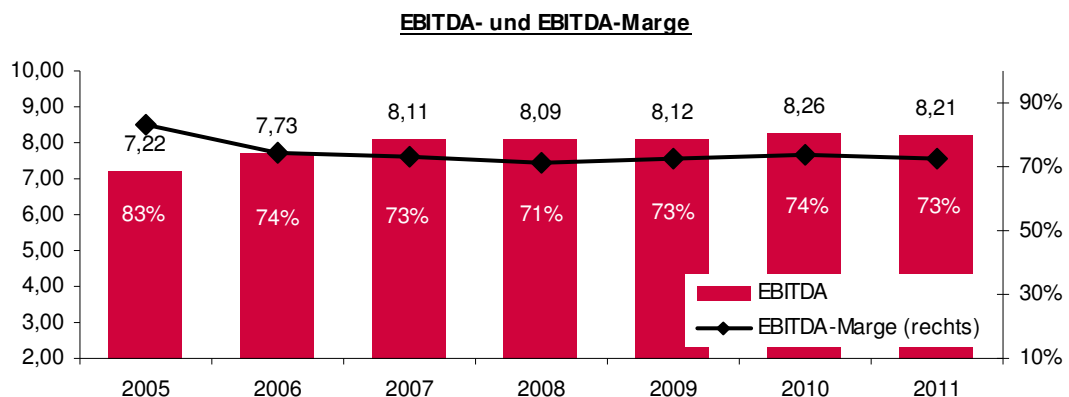
Analog zur positiven Umsatzentwicklung profitierte die AGROB Immobilien AG in den letzten Geschäftsjahren von einer hohen Kostendisziplin und einer damit verbundenen sukzessiven Minderung der operativen Kostenbasis. Auf EBITDA-Basis kletterten die operativen Kosten nominell zwar von 3,16 Mio. € (GJ 2010) auf 3,25 Mio. € (GJ 2011), dieser Anstieg resultiert jedoch vornehmlich aus der ergebniswirksamen Anpassung von Pensionsrückstellungen gemäß BilMoG (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz). Die Gesellschaft hatte im Geschäftsjahr 2010 eine neue Bewertung der Pensionsrückstellungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter nach dem neuen Bilanzrecht vorgenommen und einen Unterschiedsbetrag von 0,82 Mio. € ermittelt. Dieser Betrag muss über einen Zeitraum von maximal 15 Jahren rätlich und ergebniswirksam den Pensionsrückstellungen zugeführt werden. Aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung hat die AGROB Immobilien AG jedoch bereits innerhalb von zwei Jahren mit 0,44 Mio. € mehr als die Hälfte des Unterschiedsbetrages zugeführt.

Ohne diesen Effekt liegen die bereinigten operativen Kosten bei 2,97 Mio. € (VJ: 2,99 Mio. €) und damit auf dem niedrigsten Stand der letzten Geschäftsjahre.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Damit wird die hohe Kostendisziplin und die schlanke Organisationsstruktur der AGROB Immobilien AG gut ersichtlich. Dabei entwickelten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, als wesentliche operative Kostenposition, mit 2,06 Mio. € (VJ: 2,07 Mio. €) verhältnismäßig stabil. Diese beinhalten hauptsächlich Reparaturkosten, Kosten für Versicherungen, Rechts- und Beratungskosten sowie Energie- und allgemeine Verwaltungskosten.



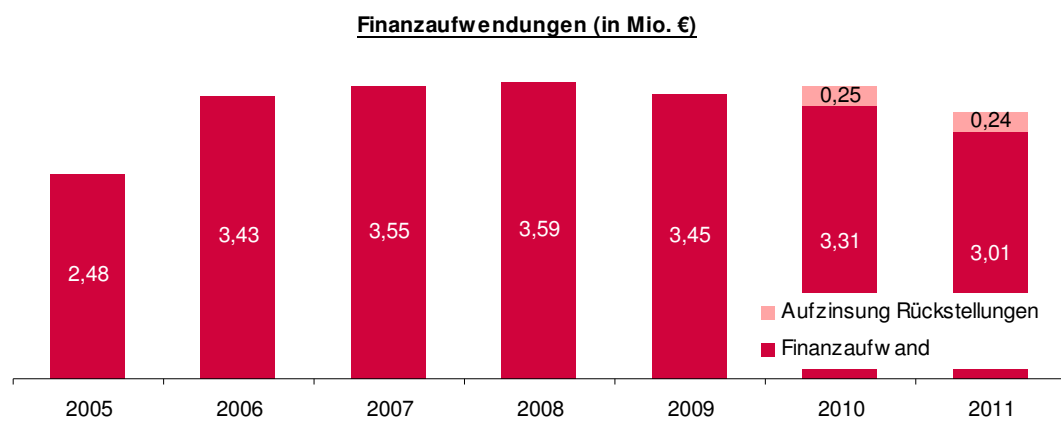
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Trotz einer höheren Umsatzbasis und einer dazu flankierenden hohen Kostendisziplin, re-

duzierte sich das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) marginal von 8,30 Mio. € (GJ 2010) auf 8,21 Mio. € (GJ 2011). Verantwortlich dafür sind die geringeren sonstigen betrieblichen Erträge, welche sich gegenüber dem Vorjahr auf 0,14 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) reduzierten. Speziell geringere Auflösungserträge aus Rückstellungen haben zu diesem Rückgang geführt. Insgesamt ist die Entwicklung der operativen Ertragskraft, gemessen an der EBITDA-Marge, mit 73,7 % somit weiterhin als äußerst solide einzustufen.

Wie bereits in den Vorjahren entwickelten sich die Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen mit 3,32 Mio. € (VJ: 3,33 Mio. €) sehr robust und repräsentieren in etwa 3,6 % (VJ: 3,6 %) des bilanziellen Anlagevermögens.

Sehr positiv stufen wir die Entwicklung der Finanzaufwendungen ein, welche entsprechend den über die letzten Geschäftsjahre hinweg gestiegenen Tilgungsleistungen aber auch aufgrund verbesserter Konditionen der Bankverbindlichkeiten, deutlich rückläufig waren. Gegenüber der Vorjahresperiode minderten sich die Finanzbelastungen auf 3,25 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €).



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Auch die Finanzaufwendungen waren in den letzten beiden Geschäftsjahren von, mit den Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeitern in Verbindung stehenden, Sondereffekten beeinflusst. Aus der Aufzinsung von Pensionsrückstellungen sowie sonstiger langfristiger Rückstellungen belief sich der Mehraufwand im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 auf 0,24 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €). Ohne diesen Sondereffekt haben sich die bereinigten Finanzaufwendungen von 3,31 Mio. € (GJ 2010) auf 3,01 Mio. € (GJ 2011) deutlich gemindert. Analog hierzu verbesserte sich der gewichtete Zinssatz über alle Darlehen von 4,78 % (GJ 2010) nochmals auf 4,66 % (GJ 2011).

Besonders die rückläufige Entwicklung der Finanzaufwendungen zeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 dann auch für den Anstieg des Nachsteuerergebnisses verantwortlich. Bei einer soliden Entwicklung der Steueraufwendungen erreichte die AGROB Immobilien AG auf Nachsteuerenebene mit 1,60 Mio. € (VJ: 1,37 Mio. €) die obere Bandbreite der unterjährig kommunizierten Ergebnisprognose von 1,50 Mio. € bis 1,60 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem dynamischen Wachstum von +17,1 %.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Hohe Stille Reserven in Höhe von 37,98 Mio. €

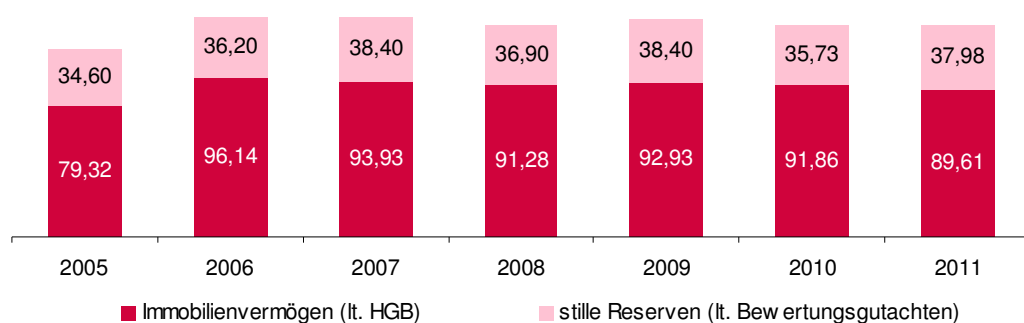
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital (EK-Quote)	18,97 (20,2 %)	19,72 (21,4 %)	20,69 (23,0 %)
Verkehrswert Eigenkapital (EK-Quote)	57,37 (43,4 %)	55,42 (43,4 %)	58,67 (45,9 %)
Bankverbindlichkeiten	69,51	67,32	63,74
Immobilienvermögen	92,93	91,86	89,61
Verkehrswert Immobilienvermögen	131,33	127,59	127,59
LTV	74,8 %	73,3 %	71,1 %
Verkehrswert LTV	41,0 %	41,2 %	38,5 %

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei der Analyse der Bilanzstruktur der AGROB Immobilien AG gilt es aufgrund der HGB-Bilanzierung Besonderheiten zu beachten. Börsennotierte Immobilienunternehmen in Deutschland bilanzieren vornehmlich nach den Maßgaben des IFRS und somit unter Beachtung des Marktwertprinzips (Fair Value). Gemäß diesem Prinzip wird der Wertansatz des Immobilienvermögens nach dem Marktwert vorgenommen und somit werden etwaige stille Reserven ergebniswirksam aufgedeckt. Ein Wertausweis nach HGB-Vorgaben findet jedoch auf der niedrigeren At-Cost-Basis statt, was somit in Konsequenz zur Entstehung von stillen Reserven führen kann. Eine nicht ergebniswirksame Aufdeckung der stillen Reserven hat dementsprechend auch keine positive Auswirkung auf das Eigenkapital der HGB-bilanzierenden Gesellschaft.

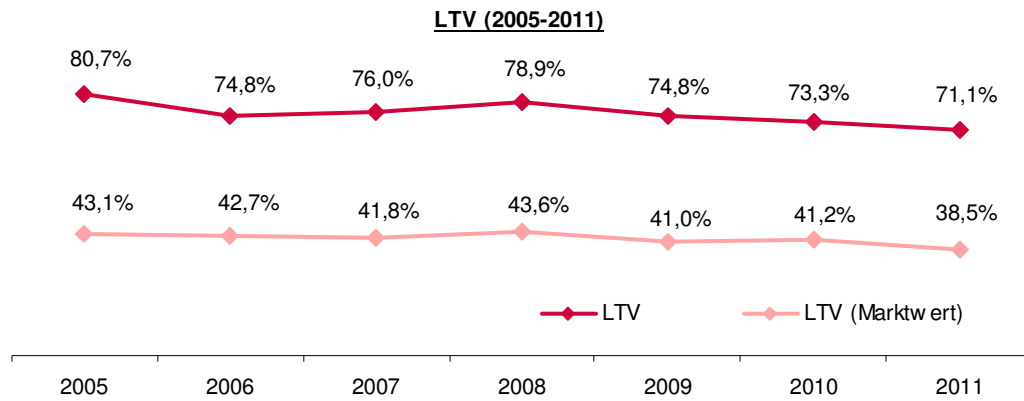
Dementsprechend ist bei der AGROB Immobilien AG eine Bilanzanalyse auch unter Einbezug der Marktwerte vorzunehmen. Der gutachterlich ermittelte Verkehrswert des AGROB-Immobilienbestandes (letzter Bewertungszeitpunkt: 31.10.2010; Neubewertung wird im GJ 2012 vorgenommen) beläuft sich auf 127,59 Mio. € und liegt somit um 37,98 Mio. € (stille Reserven) oberhalb der zum 31.12.2011 bilanzierten Immobilienwerte von 89,61 Mio. € (VJ: 91,86 Mio. €). Im Zuge geringer investiver Maßnahmen war die Entwicklung des Immobilienbestandes über die letzten Geschäftsjahre hinweg sehr solide. Lediglich die Abschreibungen in Höhe von jährlich etwa 3,6 % haben den HGB-Wertansatz der Renditeliegenschaften gemindert.

Entwicklung des Immobilienbestandes (in Mio. €)



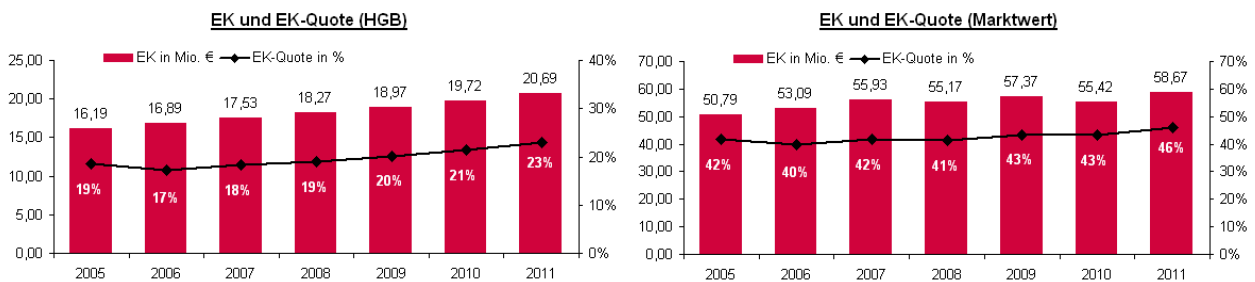
Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Gemäß Finanzierungsstruktur der Gesellschaft ist das Immobilienvermögen der AGROB Immobilien AG in etwa zu 70 % über Fremdkapital und in etwa zu 30 % über Eigenkapital finanziert. Dies wird durch das LTV (Loan to Value), welches den Anteil der Bankverbindlichkeiten am Immobilienvermögen darstellt, gut wiedergegeben. Auf HGB-Basis belief sich das LTV zum Bilanzstichtag 31.12.2011 auf 71,1 % (VJ: 73,3 %). Auch hier bewirken die geringen investiven Maßnahmen der letzten Geschäftsjahre eine stetige Verbesserung dieser Kennzahl. Flankierend hierzu wurden die zinstragenden Bankverbindlichkeiten durch anhaltende Tilgungsleistungen auf 63,74 Mio. € (31.12.10: 67,32 Mio. €) reduziert. In der Marktwertbetrachtung liegt das LTV bei 45,9 % (31.12.10: 43,4 %) und weist damit einen für Immobilienunternehmen sehr niedrigen Wert auf.



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Infolge der nachhaltig positiven Jahresergebnisse konnte über die letzten Geschäftsjahre hinweg auch die Eigenkapitalbasis stetig ausgeweitet werden. Auf HGB-Basis kletterte das Eigenkapital gegenüber dem Vorjahr auf 20,69 Mio. € (31.12.2010: 19,72 Mio. €). Bei einer reduzierten Bilanzsumme erhöhte sich die entsprechende EK-Quote überproportional von 21,4 % (31.12.2010) auf 23,0 % (31.12.2011). Zuzüglich der aus der Bewertung der Renditeliegenschaften ermittelten stillen Reserven, beläuft sich das Eigenkapital auf 58,67 Mio. € (31.12.2010: 55,42 Mio. €) und die dazugehörige EK-Quote auf 45,9 % (31.12.2010: 43,4 %).



Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Die auf Basis des Eigenkapitals ermittelte Kennzahl ROE (Eigenkapitalrentabilität) legte infolge des verbesserten Nachsteuerergebnisses auf 7,7 % (VJ: 6,9 %) zu. Somit konnte die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals (Aktionärskapital) nochmals verbessert werden.

Entwicklung des Cashflows - Gute Cash Conversion Rate

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2011 hat die AGROB Immobilien AG erstmalig eine detaillierte Cashflow-Rechnung präsentiert. Mit einem vornehmlich um die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen bereinigten operativen Cashflow von 5,22 Mio. € (VJ: 4,19 Mio. €) wird die hohe Qualität des operativen Ergebnisses nochmals sichtbar. Mit einer Cash Conversion Rate (liquiditätswirksamer Anteil des operativen Ergebnisses) von 1,07 erzielte die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 einen sehr guten Wert. Damit war das gesamte operative Ergebnis liquiditätswirksam.

Unter Berücksichtigung der investiven Maßnahmen, welche sich auf 1,04 Mio. € aufsummieren, lag somit der Freie Cashflow der AGROB Immobilien AG bei 4,18 Mio. € (VJ: 2,78 Mio. €).

Geschäftsentwicklung Q1 2012 - Leicht oberhalb der Planvorgaben

in Mio. €	Q1 2011	Δ 2011/2012	Q1 2012
EBITDA	2,02	-0,8 %	2,00
EBIT	1,20	-1,3 %	1,18
Periodenüberschuss	0,40	+14,2 %	0,45
EPS in €	0,10	+14,2 %	0,12

Quelle: AGROB Immobilien AG; GBC AG

Bei einer unverändert hohen Auslastungsquote der Hauptnutzflächen von nahezu 98 % war die AGROB Immobilien AG in der Lage im ersten Quartal 2012 eine solide Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBITDA) vorzuweisen. Der marginale Rückgang des EBITDA gegenüber dem Vorjahr in Höhe von –0,8 % auf 2,00 Mio. € (Q1/11: 2,02 Mio. €) ist dabei auf Zugeständnisse in Form von unentgeltlich überlassenen Flächen, welche derzeit von einem Mieter umgebaut und daher nicht genutzt werden, zurückzuführen.

Der aus der fortschreitenden Tilgung von Bankverbindlichkeiten resultierende rückläufige Zinsaufwand von 0,72 Mio. € (Q1/11: 0,80 Mio. €) hat erneut einen wesentlichen Beitrag zum überproportionalen Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 0,45 Mio. € (Q1/11: 0,40 Mio. €) geleistet. Gemäß Angaben der Gesellschaft liegen die zum ersten Quartal 2012 präsentierten Geschäftszahlen leicht oberhalb der Planvorgaben.

Prognose und Modellannahmen - Solide Entwicklung setzt sich fort

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	11,32	11,18	11,24
EBITDA (Marge)	8,21 (72,5 %)	7,93 (71,0 %)	8,00 (71,2 %)
EBIT (Marge)	4,89 (43,2 %)	4,62 (41,4 %)	4,69 (41,7 %)
Jahresüberschuss	1,60	1,52	1,71
EPS	0,43	0,39	0,44

Quelle: GBC AG

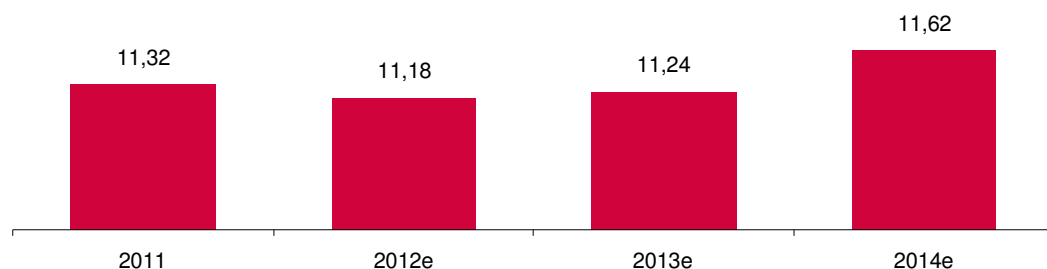
Umsatzprognosen - Leichter Rückgang erwartet; ab GJ 14 wieder Umsatzanstieg

Der wesentliche Treiber der bisherigen Geschäftsentwicklung der AGROB Immobilien AG war eine hohe Auslastungsquote der Hauptnutzflächen, verbunden mit einer geringen Fluktuation der Mietunternehmen. Somit kann die Gesellschaft in den letzten Geschäftsjahren bei einer vergleichbar hohen Auslastungsquote eine sehr solide Entwicklung der Mieterträge vorweisen. Seit dem Geschäftsjahr 2007 haben sich diese auf über 11,00 Mio. € eingependelt.

Die Annahme unverändert hoher Auslastungsquoten der Hauptnutzflächen, welche gemäß Unternehmenskommunikation in den nächsten Geschäftsjahren nicht erweitert werden, ist eine gute Basis der soliden Umsatzentwicklung. Unterstützend wirkt sich hierbei der Umstand einer sehr attraktiven Laufzeitstruktur der Mietverträge. Rund 62 % der aktuell aktiven Mietverträge verfügen über eine mehr als dreijährige Restlaufzeit. Auch stehen im laufenden Geschäftsjahr 2012 Mietvertragsausläufe in einem nur geringen Volumen an. Gemäß Angaben der AGROB wird mit einer hohen Wahrscheinlichkeit die Prolongation dieser erwartet.

Unsere Umsatzprognose des laufenden Geschäftsjahres 2012 in Höhe von 11,18 Mio. € orientiert sich an den Unternehmenserwartungen, wonach Umsätze in einer Bandbreite zwischen 11,10 Mio. € und 11,20 Mio. € erwartet werden. Im Vergleich zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 bedeutet dies eine marginale Reduktion der Mieterträge. Zwar wurden im Januar 2012 zwei bislang nicht vermietete Etagen im Erweiterungsgebäude „Antenne Bayern“ an das neue Mieterunternehmen „UFA Fernsehproduktion“ vermietet, dem steht jedoch eine Reduktion der Mieterträge im Zusammenhang mit unentgeltlich überlassenen Flächen entgegen. Hierbei handelt es sich um Flächen, welche derzeit von einem Mieterunternehmen umgebaut werden und erst ab 2014 wieder genutzt werden. Die Summe der entgangenen Mieterträge beläuft sich für die nächsten zwei Geschäftsjahre auf jährlich etwa 0,40 Mio. €. Ab dem Geschäftsjahr 2014 dürften dann die Mieterlöse wieder um diesen Betrag ansteigen. Diesen Umstand haben wir in unseren Prognosen und im DCF-Modell berücksichtigt.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

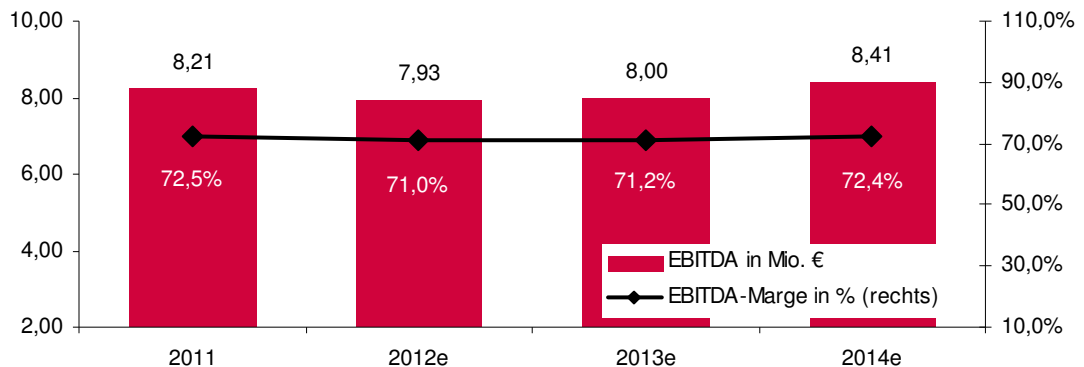
Unsere Umsatzprognosen berücksichtigen darüber hinaus eine nur geringe investive Aktivität der AGROB Immobilien AG und somit keine Ausweitung der Mietflächen. Gemäß Unter-

nehmensstrategie liegt dabei der Schwerpunkt im laufenden Geschäftsjahr 2012 auf der nachhaltigen Instandhaltung und Revitalisierung des Immobilienbestandes. Dementsprechend sollten auch die Bankverbindlichkeiten weiter reduziert werden.

Ergebnisprognosen - EBITDA-Marge solide; Nachsteuerergebnis dynamisch

Die Ausformulierung des operativen Ergebnisses (EBITDA), welches auch im Rahmen des DCF-Modells eine wesentliche Stellgröße darstellt, haben wir unter der Berücksichtigung der Auswirkungen aus der Rückübertragung der Pensionsverpflichtungen ehemaliger AGROB-Mitarbeiter vorgenommen. Wichtig ist hierbei der Umstand, dass wir die Anpassung der Pensionen nach BilMoG als operativ deklariert haben und diese daher das EBITDA beeinflussen. Den aktuell noch ausstehenden, in der Ergebnisrechnung zu berücksichtigenden Betrag von 0,38 Mio. € haben wir für die nächsten zwei Geschäftsjahre ergebnismindernd berücksichtigt. Unter der Annahme einer darüber hinaus gehenden soliden Entwicklung der Kostenbasis, gehen wir daher von einer verhältnismäßig stabilen Entwicklung der EBITDA-Margen aus. Mit dem von uns erwarteten Wegfall der BilMoG-Anpassungen ab dem Geschäftsjahr 2014 sollte die Ergebnissituation leicht überproportional zulegen.

EBITDA- und EBITDA-Marge



Quelle: GBC AG

Die von uns erwartete weitere Reduktion der Finanzaufwendungen resultiert aus einer sukzessiven Rückführung der Finanzverbindlichkeiten sowie einer weiteren Verbesserung der Kreditkonditionen. Gemäß Unternehmensangaben soll dabei der aktuelle gewichtete Durchschnittszinssatz von 4,66 % nochmals auf 4,62 % verbessert werden. Die somit von uns erwarteten Finanzaufwendungen in Höhe von 3,05 Mio. € (GJ 2012) sowie 2,90 Mio. € (GJ 2013) liegen nochmals unterhalb des Niveaus des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011 (3,25 Mio. €). Unterm Strich ist damit ein Nachsteuerergebnis von 1,52 Mio. € (GJ 2012) respektive 1,71 Mio. € (GJ 2013) eine realistische Annahme. Damit wird die AGROB Immobilien AG in der Lage sein, das bisher erreichte Dividendenniveau mindestens beizubehalten.

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 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 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 73,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 3,9 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,50 %).

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 0,8571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,71 % (bisher: 7,21 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 25 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 4,60 % (bisher: 4,77 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 4,60 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 15,50 €**. Damit bestätigen wir das bisherige Kursziel.

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	73,5%	ewige EBITA - Marge	50,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,2%	effektive Steuerquote im Endwert	15,8%
Working Capital zu Umsatz	-6,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert	
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e		
Umsatz (US)	11,18	11,24	11,62	11,85	12,09	12,33	12,57	12,83		1,5%
US Veränderung	-1,2%	0,5%	3,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%		
US zu operativen Anlagevermögen	0,13	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14		
EBITDA	7,93	8,00	8,41	8,71	8,88	9,06	9,24	9,43		
EBITDA-Marge	71,0%	71,2%	72,4%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%		
EBITA	4,62	4,69	5,09	5,87	6,05	6,20	6,36	6,49		
EBITA-Marge	41,4%	41,7%	43,8%	49,5%	50,1%	50,3%	50,6%	50,6%		50,7%
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,21	-0,20	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	-0,26		
zu EBITA	3,2%	4,5%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%		15,8%
EBI (NOPLAT)	4,48	4,48	4,89	5,64	5,81	5,95	6,11	6,23		
Kapitalrendite	5,0%	5,1%	5,6%	6,4%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%		6,0%
Working Capital (WC)	-0,70	-1,00	-0,70	-0,71	-0,73	-0,74	-0,75	-0,77		
WC zu Umsatz	-6,3%	-8,9%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%		
Investitionen in WC	-0,02	0,30	-0,30	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	88,90	88,20	88,70	88,50	89,50	90,00	91,80	93,64		
AFA auf OAV	-3,31	-3,32	-3,32	-2,84	-2,83	-2,86	-2,88	-2,94		
AFA zu OAV	3,7%	3,8%	3,7%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%		
Investitionen in OAV	-2,60	-2,62	-3,82	-2,64	-3,83	-3,36	-4,68	-4,77		
Investiertes Kapital	88,20	87,20	88,00	87,79	88,77	89,26	91,05	92,87		
EBITDA	7,93	8,00	8,41	8,71	8,88	9,06	9,24	9,43		
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,21	-0,20	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	-0,26		
Investitionen gesamt	-2,61	-2,32	-4,12	-2,63	-3,82	-3,35	-4,67	-4,76		
Investitionen in OAV	-2,60	-2,62	-3,82	-2,64	-3,83	-3,36	-4,68	-4,77		
Investitionen in WC	-0,02	0,30	-0,30	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	5,17	5,48	4,09	5,85	4,83	5,47	4,33	4,41		134,48

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	127,19	127,56
Barwert expliziter FCFs	29,01	24,86
Barwert des Continuing Value	98,18	102,70
Nettoschulden (Net debt)	66,78	64,91
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	60,40	62,65
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	60,40	62,65
Ausstehende Aktien in Tsd.	3,896	3,896
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,50	16,08

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,86
Eigenkapitalkosten	6,7%
Zielgewichtung	25,0%
Fremdkapitalkosten	4,6%
Zielgewichtung	75,0%
Taxshield	15,8%

WACC **4,6%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
5,4%	13,95	13,01	12,13	11,31	10,53
5,7%	15,78	14,76	13,82	12,93	12,10
6,0%	17,61	16,52	15,50	14,55	13,66
6,3%	19,43	18,27	17,19	16,17	15,22
6,6%	21,26	20,03	18,87	17,80	16,78

NAV-Bewertung - AGROB weist höheres Potenzial 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 Immobilien AG 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 31.12.2011 in Höhe von 37,98 Mio. € zugrunde, so ergibt sich für die AGROB ein Net Asset Value in Höhe von 58,67 Mio. €. Dies entspricht einem NAV je Aktie in Höhe von 15,06 €.

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 Immobilien AG vergleichbare Strategie, wenn auch in anderen Bereichen, verfolgen.

Unternehmen	Kurs in € zum 31.05.12	NAV je Aktie in €	Kurspotenzial auf NAV in %
IVG Immobilien AG	1,57	4,83	+207,1%
Deutsche Euroshop AG	29,85	27,64	-7,4%
Alstria Office REIT-AG	7,87	11,15	+41,6%
VIB Vermögen	7,99	12,22	+52,9%
KWG Kommunale Wohnen	4,99	8,33	+67,0%
Deutsche Wohnen AG	12,50	12,01	-3,9%
TAG Immobilien AG	8,00	9,39	+17,4%
Median			+41,6%
AGROB Immobilien AG (VZ)	8,30	15,06	+81,4%
AGROB Immobilien AG (ST)	10,20	15,06	+47,6%

Quelle: GBC AG

Auf Basis der Kurse vom 31.05.2012 beläuft sich bei der AGROB Immobilien AG der zum NAV gemessene Bewertungsabschlag auf +81,4 % (Vorzugsaktien) respektive auf +47,6 % (Stammaktien). Die hier als Peer-Group angesetzten Vergleichswerte weisen im Median Bewertungsabschläge in Höhe von +41,6 % auf. Gemessen am Net Asset Value sind demnach beide Aktiengattungen der AGROB Immobilien AG als attraktiv bewertet einzustufen.

Fazit

Sehr solides Substanzinvestment mit hohem Bewertungspotenzial

Mit Vorlage der Geschäftsjahreszahlen 2011 war die AGROB Immobilien AG in der Lage eine Fortsetzung der positiven Tendenz der Vorjahre zu präsentieren. Der Betreiber eines Medien- und Gewerbeparks im Münchener Vorort Ismaning erreichte dabei mit 97,7 % (VJ: 97,7 %) erneut eine verhältnismäßig hohe Auslastungsquote der Hauptnutzflächen. In Verbindung mit einer marginalen Ausweitung der vermieteten Flächen wurde die Umsatzbasis um +1,1 % von 11,20 Mio. € (GJ 2010) auf 11,32 Mio. € (GJ 2011) erhöht.

Analog zur positiven Umsatzentwicklung profitierte die AGROB Immobilien AG in den letzten Geschäftsjahren von einer hohen Kostendisziplin und einer damit verbundenen sukzessiven Minderung der operativen Kostenbasis. Auf EBITDA-Basis kletterten die operativen Kosten nominell zwar leicht von 3,16 Mio. € (GJ 2010) auf 3,25 Mio. € (GJ 2011), dieser Anstieg resultiert jedoch vornehmlich aus der ergebniswirksamen Anpassung von Pensionsrückstellungen gemäß BilMoG (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz). Ohne diesen Effekt liegen die bereinigten operativen Kosten bei 2,97 Mio. € (VJ: 2,99 Mio. €) und damit auf dem niedrigsten Stand der letzten Geschäftsjahre.

Sehr positiv stufen wir die Entwicklung der Finanzaufwendungen ein, welche entsprechend den über die letzten Geschäftsjahre hinweg gestiegenen Tilgungsleistungen aber auch aufgrund verbesserter Konditionen der Bankverbindlichkeiten, deutlich rückläufig waren. Gegenüber der Vorjahresperiode minderten sich die Finanzaufwendungen auf 3,24 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €). Besonders diese Entwicklung zeichnete für den deutlichen Anstieg des Nachsteuerergebnisses, welches gegenüber dem Vorjahr auf 1,60 Mio. € (VJ: 1,37 Mio. €) zulegen konnte, verantwortlich.

Das bilanzielle Bild der Gesellschaft ist unverändert als sehr solide einzustufen. Beachtenswert ist hierbei die Tatsache, dass die AGROB Immobilien AG 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, die Methode die vom Großteil der börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften angewandt wird, erlaubt eine Aktivierung des Immobilienvermögens auf Grundlage ermittelter Verkehrswerte. Zwar verfügt die AGROB Immobilien AG zum Bilanzstichtag 31.12.11 über ein Immobilienvermögen von 89,61 Mio. €, unter Hinzurechnung der gutachterlich ermittelten Verkehrswerte belaufen sich die stillen Reserven jedoch auf 37,98 Mio. €. Legt man die Marktwerte der Immobilien zugrunde, so weist die AGROB Immobilien AG eine sehr solide Eigenkapitalquote von 45,9 % und eine vergleichsweise niedrige Objektverschuldung (LTV: Loan to Value) von 38,5 % auf.

Auf der Annahme unverändert hoher Auslastungsquoten der Hauptnutzflächen basierend, welche gemäß Unternehmenskommunikation in den nächsten Geschäftsjahren voraussichtlich nicht erweitert werden, ist eine gute Basis einer weiterhin soliden Umsatzentwicklung gegeben. Unterstützend wirkt sich hierbei der Umstand einer sehr attraktiven Laufzeitstruktur der Mietverträge. Rund 62 % der aktuell aktiven Mietverträge verfügen über eine mehr als dreijährige Restlaufzeit. Unsere Umsatzprognosen in Höhe von 11,18 Mio. € (GJ 2012) respektive 11,24 Mio. € (GJ 2013) berücksichtigen unentgeltlich überlassene Flächen, welche ab dem Jahr 2014 wieder der Vermietung zugeführt werden. Flankierend hierzu gehen wir mit einem EBITDA von 7,93 Mio. € (GJ 2012) sowie 8,00 Mio. € (GJ 2013) von einer soliden Ergebnisentwicklung aus.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis 2012 einen fairen Wert von 15,50 € je Aktie ermittelt. Auch der vom Unternehmen ausgewiesene NAV von 15,06 € je Aktie untermauert unsere Bewertung. Derzeitige Kursniveaus von 10,20 € je Stammaktie (8,30 € je Vorzugsaktie) weisen somit zum fairen Wert ein hohes Kurspotenzial auf. Daher stufen wir 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